

## De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht

Alexander Snyers<sup>1</sup> en Karl Pauwels<sup>2</sup>

<b>Inleiding</b> .....	175
<b>1. De ITO ontleed: raising money through technology</b> .....	178
<b>A. Cryptoterminologie</b> .....	178
<b>B. Tokenclassificatie</b> .....	181
<i>i. Investment tokens</i> .....	182
<i>ii. Utility tokens</i> .....	183
a) Het verschil tussen investment tokens en utility tokens .....	184
b) Het verschil tussen cryptocurrencies en utility tokens .....	185
<i>iii. ... en hybride tokens?</i> .....	186
<b>2. De ITO vanuit een financieelrechtelijk perspectief</b> .....	187
<b>A. Kunnen tokens worden gekwalificeerd als financiële instrumenten?</b> .....	187
<i>i. Effecten zijn op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren, met uitzondering van betaalinstrumenten</i> ..	188
a) Overdraagbaarheid .....	188
b) Verhandelbaarheid op de kapitaalmarkt .....	188
c) Gestandaardiseerd .....	189
d) Geen betaalinstrument .....	189
<i>ii. Vergelijkbaarheid met bestaande categorieën van waardepapieren</i> .....	190
<i>iii. Lessen uit het buitenland?</i> .....	192
<b>B. Kunnen tokens worden gekwalificeerd als beleggingsinstrumenten?</b> .....	197
<b>C. Kunnen tokens worden gekwalificeerd als financiële producten?</b> .....	199
<b>D. Mogen in België (beleggings)diensten m.b.t. ITO's en tokens worden aangeboden?</b> .....	200
<b>E. Is de crowdfundingwet van toepassing op ITO's?</b> .....	201
<b>F. Wat met het MAR, AML, ICB en AICB-regime?</b> .....	202
<i>i. ITO's en het marktmisbruikregime</i> .....	202
<i>ii. ITO's en het antiwitwasregime</i> .....	203
<i>iii. ITO's en het ICB-regime</i> .....	205
<i>iv. ITO's en het AICB-regime</i> .....	205
<b>Besluit</b> .....	206

### SAMENVATTING

In deze bijdrage wordt de Initial Token Offering (ITO), een nieuwe en alternatieve manier voor ondernemingen om fondsen op te halen door de uitgifte van digitale tokens, vanuit een Belgisch financieelrechtelijk perspectief geanalyseerd.

De bijdrage is opgebouwd uit twee grote delen. Na een algemene inleiding wordt in Deel 1, ingegaan op het "DNA" van de ITO en wordt een classificatie geïntroduceerd van de diverse tokens die eruit kunnen voortvloeien. In Deel 2, analyseren we in welke mate het bestaand financieel recht kan worden toegepast op ITO's en tokens. De bijdrage sluit af met een algemeen besluit.

<sup>1</sup> Mandaatassistent Vennootschaps- en Financieel Recht, Universiteit Antwerpen, Onderzoeksgroep Onderneming & Recht.

<sup>2</sup> Mandaatassistent Fiscaal Recht, Universiteit Antwerpen, Onderzoeksgroep Onderneming & Recht.

## RÉSUMÉ

*Cet article analyse l'Initial Token Offering (ITO), un moyen nouveau et alternatif pour les entreprises de lever des fonds par l'émission de jetons numériques. La réflexion est faite du point de vue du droit financier belge.*

*Cet article est composé de deux parties principales. Après une introduction générale, la Partie 1. traite « l'ADN » de l'ITO et introduit une classification des différents tokens qui peuvent en résulter. Dans la Partie 2., nous analysons dans quelle mesure le droit financier existant peut être appliqué à l'ITO et aux tokens. L'article se termine par une conclusion générale.*

INLEIDING<sup>3</sup>

In 2017 werd wereldwijd meer dan 5,6 miljard US dollar<sup>4</sup> (omgerekend ongeveer 4,9 miljard EUR) opgehaald via zogenaamde “initial token offerings” (“ITO’s”), ook wel “token sales” – of meer generiek – “initial coin offerings” (“ICO’s”) genoemd. Globaal gezien een vrij beperkt bedrag, horen we u denken. Maar wat als we u vertellen dat de teller in 2018 eindigde op 21,48 miljard US dollar<sup>5</sup> (omgerekend een slordige 18,78 miljard EUR)<sup>6</sup> en dat begin januari 2019 al meer dan 3,5 miljard US dollar (3,06 miljard EUR)<sup>7</sup> werd opgehaald? Uw belangstelling voor dit nieuwe fenomeen is nu allicht gewekt. Die ITO, wat is dat precies?

Een ITO, zoals wij hem in deze bijdrage beschouwen, is een nieuwe en alternatieve manier voor individuen en ondernemingen om fondsen op te halen bij investeerders via het Internet<sup>8</sup>. Tijdens een ITO-proces worden digitale “tokens” uitgegeven, gecreëerd via *distributed ledger technologie* (“DLT”)<sup>9</sup>, en aan het publiek aangeboden in ruil voor fiat-geld (zoals euro of US dollar) of cryptocurrencies<sup>10</sup> (zoals Ether of Bitcoin<sup>11</sup>)<sup>12</sup>.

ITO’s werden aanvankelijk vooral geïnitieerd door start-ups in de technologie en blockchain-sector, maar daar komt stil-aan verandering in<sup>13</sup>. Om te begrijpen waarom meer en meer start-ups ervoor kiezen om een ITO op te zetten om hun activiteiten te financieren, is het van belang om te weten hoe een klassiek financieringsronde van een onderneming eruitziet.

In de traditionele wereld van de ondernemingsfinanciering moet een onderneming die een goed idee heeft voor een nieuw product of een nieuwe dienst investeerders eerst van de haalbaarheid van haar idee zien te overtuigen. Ze zal dat meestal doen door de bouw van een prototype of de ontwikkeling van een bèta. Die bouw of ontwikkeling kost uiteraard geld, dus ze zal over een bepaald startkapitaal moeten beschikken, dat in de initiële fase veelal gevormd zal zijn door inbrengen door de oprichters zelf (al dan niet via bankfinanciering). In de regel – en we laten hierbij de biotech context even buiten beschouwing<sup>14</sup> – zal zij eerst een functionerend product, of een functionerende dienst moeten hebben en een bepaalde mate van adoptie daarvan moeten kun-

<sup>3</sup> Dit artikel werd gefinaliseerd op 15 januari 2019. Hoewel het voornamelijk algemene beschouwingen bevat, kan niet worden uitgesloten dat de inhoud ervan, gelet op de snel veranderende aard van het ITO-landschap, niet meer of niet meer als dusdanig kan worden gehandhaafd op de datum van publicatie. Wanneer in dit artikel wordt verwezen naar bronnen die zowel offline als online beschikbaar zijn, dan zijn verwijzingen naar paginnummers te begrijpen als verwijzingen naar de pagina’s van de online raadpleegbare bron.

<sup>4</sup> Volgens het “*The State of the Token Market*”-rapport, opgesteld door Fabric Ventures, een durfkapitaalfonds met een focus op *Fintech*, en TokenData ([www.tokendata.io/](http://www.tokendata.io/)), een platform dat data bijhoudt over *token sales* en ITO’s. Het “*The State of the Token Market*”-rapport kan integraal worden gedownload en geraadpleegd via [www.static1.squarespace.com/static/5a19eca6c027d8615635f801/t/5a73697bc8302551711523ca/1517513088503/The+State+of+the+Token+Market+Final2.pdf](http://www.static1.squarespace.com/static/5a19eca6c027d8615635f801/t/5a73697bc8302551711523ca/1517513088503/The+State+of+the+Token+Market+Final2.pdf).

<sup>5</sup> Een opvallende vaststelling daarbij is dat de markt voor *cryptocurrencies* zoals de inmiddels welbekende Bitcoin in diezelfde periode heel wat waarde is verloren.

<sup>6</sup> Zie CoinSchedule, “Cryptocurrency ICO Stats 2018”, [www.coinschedule.com/stats.html?year=2018](http://www.coinschedule.com/stats.html?year=2018), (geraadpleegd op 8 januari 2018).

<sup>7</sup> Zie CoinSchedule, “Cryptocurrency ICO Stats 2019”, [www.coinschedule.com/stats.html?year=2019](http://www.coinschedule.com/stats.html?year=2019), (geraadpleegd op 8 januari 2018).

<sup>8</sup> C. LE MOIGN, “French ICOs – A new method of financing?” (november 2018), 2 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives/docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives/docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)).

<sup>9</sup> Een technologie die ook schuilgaat achter de bekende cryptocurrency Bitcoin. Zie voor een meer uitvoerige analyse van deze technologie: H. NATARAJAN, S. KRAUSE en H. GRADSTEIN, “Distributed Ledger Technology (DLT) and blockchain”, *FinTech note, no. 1. Washington, D.C.*, 46 p. (elektronisch beschikbaar via [www.documents.worldbank.org/curated/en/177911513714062215/pdf/122140-WP-PUBLIC-Distributed-Ledger-Technology-and-Blockchain-Fintech-Notes.pdf](http://www.documents.worldbank.org/curated/en/177911513714062215/pdf/122140-WP-PUBLIC-Distributed-Ledger-Technology-and-Blockchain-Fintech-Notes.pdf)).

<sup>10</sup> T. BOURVEAU, E. T. DE GEORGE, A. ELLAHIE en D. MACCIOCCHI, “Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market” (juli 2018), 3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3193392](http://www.ssrn.com/abstract=3193392)).

<sup>11</sup> Cryptocurrencies kunnen op verschillende manieren worden verkregen. Zie hierover: R. HOUBEN en A. SNYERS, “Cryptocurrencies and blockchain: Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion” (5 juli 2018), 25 (elektronisch beschikbaar via [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL\\_STU\(2018\)619024\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL_STU(2018)619024_EN.pdf)).

<sup>12</sup> R. AMSDEN en D. SCHWEIZER, “Are Blockchain Crowdsales the New ‘Gold Rush’? Success Determinants of Initial Coin Offerings” (16 april 2018), 7 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3163849](http://www.ssrn.com/abstract=3163849)); A. COLLOMB, P. DE FILIPPI en K. SOK, “From IPOs to ICOs: The Impact of Blockchain Technology on Financial Regulation” (26 mei 2018), 1 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3185347](http://www.ssrn.com/abstract=3185347)).

<sup>13</sup> W. KAAL, “Initial coin offerings: the top 25 jurisdictions and their comparative regulatory responses” (2 februari 2018), *U of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 18-07*, 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3117224](http://www.ssrn.com/abstract=3117224)).

<sup>14</sup> Biotech start-ups slagen erin om zelfs zonder functionerend product (in de R&D-fase) geld op te halen, ook op de beurs. De context waarin dat gebeurt, is zeer specifiek.

nen aantonen, alvorens zij op zoek kan gaan naar durfkapitaal (“*venture capital*”) om haar idee verder te ontwikkelen of te schalen<sup>15</sup>. Een durfkapitalist zal echter maar geld in een idee willen steken wanneer hij daarvoor ook iets in de plaats krijgt. Ondernemers worden in deze context vaak gedwongen om een deel van de eigendom van en controle over hun onderneming op te geven in ruil voor het nodige kapitaal<sup>16</sup>. Een zogenaamde “*initial public offering*” (verkort “IPO”), waarbij de onderneming naar de beurs wordt gebracht, is in deze fase vaak nog een ver toekomstverhaal<sup>17</sup>.

Een belangrijk probleem bij dit klassieke plaatje is dat wie de juiste connecties ontbeert, vaak niet de nodige financiering kan vinden om zijn ideeën verder te laten floreren<sup>18</sup>. Uit dit probleem ontstond enkele jaren geleden het inmiddels gekende crowdfundingfenomeen. Verschillende ondernemers zagen in dat zij via het Internet en via sociale media hun ideeën rechtstreeks aan een enorme groep potentiële investeerders konden aanbieden, die niet maalden over controle over hun onderneming<sup>19</sup>. Met de opkomst van blockchain en de hele “buzz” die ontstaan is rond alles dat te maken heeft met “crypto(currencies)” is er in 2017 een omslag ontstaan van bekende crowdfundingvormen zoals “equity crowdfunding” en “debt crowdfunding” (waarbij aandelen, resp. obligaties worden verkocht aan het grotere publiek via het Internet) naar ITO’s<sup>20</sup>.

ITO’s zijn een zeer aantrekkelijke financieringsvorm voor beginnende ondernemers, omdat ze hen de mogelijkheid bieden om prille ideeën te ontwikkelen waarvoor ze via meer traditionele kanalen geen fondsen zouden kunnen mobiliseren<sup>21</sup>. Die ideeën hoeven nog geen toepassing of concrete functionaliteit te hebben<sup>22</sup>. ITO’s maken het – net als bij “reward based” crowdfunding – ook mogelijk om de vraag van toekomstige gebruikers van een nieuw product of een nieuwe dienst al in een vroeg stadium te meten<sup>23</sup>. Dit voordeel maakt ze niet alleen interessant voor start-ups, maar ook voor meer gevestigde ondernemingen<sup>24</sup>.

Hoewel ITO’s meer gelijkenissen vertonen met klassieke vormen van crowdfunding, worden zij vaak vergeleken met IPO’s. Dat valt gelet op het drieletterwoord en het feit dat zij er beiden op gericht zijn fondsen op te halen bij het grotere publiek, te begrijpen<sup>25</sup>. Echter, waar een IPO in de regel – en we maken hier opnieuw een voorbehoud voor wat betreft start-ups in de biotech sector – maar succesvol zal zijn wanneer de betrokken onderneming een zekere “*track-record*” heeft<sup>26</sup>, is dat voor een ITO geen vereiste.

Een ITO laat toe om op zeer korte tijd (vaak enkele dagen of weken)<sup>27</sup> enorme bedragen op te halen bij het grotere publiek<sup>28</sup>, zonder tussenkomst van klassieke tussenpersonen zoals banken, handelsplatformen, enz.<sup>29</sup>. ITO’s kunnen gewoon via de eigen website van de emittent worden opge-

15. R. ROBINSON, “The new digital wild west: regulating the explosion of initial coin offerings” (1 september 2017), 27 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3087541](http://www.ssrn.com/abstract=3087541)).
16. D. BOREIKO en N. SAHDEV, “To ICO or not to ICO – Empirical analysis of Initial Coin Offerings and Token Sales” (6 juli 2018), 3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3209180](http://www.ssrn.com/abstract=3209180)).
17. R. ROBINSON, “The new digital wild west: regulating the explosion of initial coin offerings” (1 september 2017), 27 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3087541](http://www.ssrn.com/abstract=3087541)).
18. R. ROBINSON, “The new digital wild west: regulating the explosion of initial coin offerings” (1 september 2017), 27 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3087541](http://www.ssrn.com/abstract=3087541)).
19. J. PARK, “When are tokens securities? Some questions form the perplexed” (10 december 2018), *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 18-13*, 10 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3298965](http://www.ssrn.com/abstract=3298965)).
20. R. AMSDEN en D. SCHWEIZER, “Are Blockchain Crowdsales the New ‘Gold Rush’? Success Determinants of Initial Coin Offerings” (16 april 2018), 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3163849](http://www.ssrn.com/abstract=3163849)); S. COHSEY, D. HOFFMAN, J. SKLAROFF en D. WISHNICK, “Coin-Operated Capitalism” (17 juli 2018), *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 18-37*, 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3215345](http://www.ssrn.com/abstract=3215345)).
21. A. COLLOMB, P. DE FILIPPI en K. SOK, “From IPOs to ICOs: The Impact of Blockchain Technology on Financial Regulation” (26 mei 2018), 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3185347](http://www.ssrn.com/abstract=3185347)); C. LE MOIGN, “French ICOs – A new method of financing?” (november 2018), 3 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)); C. FISH, “Initial coin offerings (ICOs) to finance new ventures” (29 september 2018), *Journal of Business Venturing*, 34(1), januari 2019, 14 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3147521](http://www.ssrn.com/abstract=3147521)).
22. A. GURREA-MARTINEZ en N. REMOLINA, “The Law and Finance of Initial Coin Offerings” (21 mei 2018), *Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper No. 4/2018*, 17 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3182261](http://www.ssrn.com/abstract=3182261)).
23. P. MOMTAZ, “Initial Coin Offerings” (7 juli 2018), 10 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3166709](http://www.ssrn.com/abstract=3166709)).
24. Zie ook W. KAAL, “Initial coin offerings: the top 25 jurisdictions and their comparative regulatory responses” (2 februari 2018), *U of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 18-07*, 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3117224](http://www.ssrn.com/abstract=3117224)).
25. Zie ook R. DAMBRE, “Initial Coin Offerings and U.S. Securities Regulation: Challenges and Perspectives” (1 maart 2018), *1 Int’l J. Fin. Serv.* 9 (2018), 9 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3187355](http://www.ssrn.com/abstract=3187355)).
26. T. BOURVEAU, E. T. DE GEORGE, A. ELLAHIE en D. MACCIOCCHI, “Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market” (juli 2018), 14 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3193392](http://www.ssrn.com/abstract=3193392)).
27. T. BOURVEAU, E. T. DE GEORGE, A. ELLAHIE en D. MACCIOCCHI, “Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market” (juli 2018), 13 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3193392](http://www.ssrn.com/abstract=3193392)).
28. In juni 2017 slaagde Block.one, een onderneming die zich bezig hield met de bouw van een blockchain platform voor andere ondernemingen erin om 184 miljoen US dollar op te halen in amper 5 dagen tijd. Niet veel later slaagde Bancor, een onderneming die een handelsplatform voor cryptocurrencies ontwikkelde erin om meer dan 153 miljoen US dollar op te halen in minder dan 3 uur tijd. Zie hierover: R. ROBINSON, “The new digital wild west: regulating the explosion of initial coin offerings” (1 september 2017), 4 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3087541](http://www.ssrn.com/abstract=3087541)).
29. D. BOREIKO en N. SAHDEV, “To ICO or not to ICO – Empirical analysis of Initial Coin Offerings and Token Sales” (6 juli 2018), 3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3209180](http://www.ssrn.com/abstract=3209180)); C. LE MOIGN, “French ICOs – A new method of financing?” (november 2018), 5 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)).

zet<sup>30</sup>, wat maakt dat de kosten om financiële middelen op te halen via dit proces heel wat lager liggen dan bij andere financieringsvormen (waaronder in het bijzonder de IPO)<sup>31</sup>.

Wat ITO's uniek maakt is dat ze niet leiden tot een uitgifte van aandelen of obligaties, maar tot een uitgifte van zogenaamde "tokens". Deze tokens kunnen diverse kenmerken hebben en hun houders uiteenlopende rechten toekennen<sup>32</sup>. Sommige tokens geven beleggers toegang tot een bepaald platform of kennen hen een korting toe op de prijs om toegang te krijgen tot dergelijk platform. Andere tokens stellen beleggers in staat bepaalde goederen of diensten te kopen die de tokenemittent met de opbrengst van de ITO verder plant te ontwikkelen. Nog andere tokens kennen beleggers bepaalde stemrechten toe en het recht om te delen in de winst van de emittent of de opbrengst van een bepaald project, vergelijkbaar met klassieke aandelen of obligaties. In de praktijk worden de kenmerken van een token en de rechten die erin geïncorporeerd zijn, beschreven in een zogeheten "white paper"<sup>33</sup>. Dit document, geschreven ter voorbereiding van de ITO, bevat meestal ook een aantal technische details en informatie over het project van de tokenemittent, het team dat erachter schuilgaat, een tijdslijn en de wijze waarop de opgehaalde fondsen zullen worden aangewend<sup>34</sup>. Het wordt openbaar gemaakt via het Internet en via sociale media<sup>35</sup>.

De tokens die in het kader van een ITO aan beleggers worden aangeboden, kunnen in de meeste gevallen worden verhandeld op gespecialiseerde *crypto exchanges*, zoals Bitfinex<sup>36</sup>, Binance<sup>37</sup>, enz. Meestal in ruil voor gekende cryptocurrencies zoals Bitcoin of Ether, die op hun beurt via platformen zoals AnycoinDirect<sup>38</sup>, Litebit<sup>39</sup>, BTCDirect<sup>40</sup>, enz., kunnen worden omgeuild in fiatgeld. De aanwezigheid van een liquide secundaire markt, zorgt ervoor dat token beleggers al vroeg in het financieringsproces van een (startende) onderneming over een exit-mogelijkheid beschikken<sup>41</sup>. Dit wordt als een belangrijk voordeel gezien in vergelijking met *venture capital*-financiering en traditionele crowdfundingvormen zoals equity en debt crowdfunding, waar de door de onderneming uitgegeven instrumenten (vooralsnog) weinig liquide zijn<sup>42</sup>, en verklaart in belangrijke mate de populariteit van ITO's bij beleggers<sup>43</sup>.

Een andere reden waarom ITO's zo populair zijn, vooral dan bij ondernemers die via dit proces fondsen hopen op te halen bij het publiek, is dat zij op heden niet op een bijzondere wijze zijn gereguleerd<sup>44</sup>. Aanvankelijk dachten heel wat ondernemers dat zij via een ITO gelden konden mobiliseren buiten de grenzen van het traditionele kapitaalmarktenrecht om. Inmiddels zijn de geesten omtrent de toepassing van dit recht op ITO's en tokens wat meer gerijpt, vooral dan in de Verenigde Staten van Amerika en is men tot de conclusie

30. R. AMSDEN en D. SCHWEIZER, "Are Blockchain Crowdsales the New 'Gold Rush'? Success Determinants of Initial Coin Offerings" (16 april 2018), 12 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3163849](http://www.ssrn.com/abstract=3163849)); sommige ITO's worden wel gecross-list op websites zoals [www.cryptoslate.com](http://www.cryptoslate.com).
31. D. BOREIKO en N. SAHDEV, "To ICO or not to ICO – Empirical analysis of Initial Coin Offerings and Token Sales" (6 juli 2018), 3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3209180](http://www.ssrn.com/abstract=3209180)); P. MOMTAZ, "Initial Coin Offerings" (7 juli 2018), 8 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3166709](http://www.ssrn.com/abstract=3166709)); W. KAAL, "Initial coin offerings: the top 25 jurisdictions and their comparative regulatory responses" (2 februari 2018), *U of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 18-07*, 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3117224](http://www.ssrn.com/abstract=3117224)); C. FISH, "Initial coin offerings (ICOs) to finance new ventures" (29 september 2018), *Journal of Business Venturing*, 34(1), januari 2019, 4 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3147521](http://www.ssrn.com/abstract=3147521)).
32. P. MAUME en M. FROMBERGER, "Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws" (15 juni 2018), 1 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)).
33. A. GURREA-MARTINEZ en N. REMOLINA, "The Law and Finance of Initial Coin Offerings" (21 mei 2018), *Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper No. 4/2018*, 15 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3182261](http://www.ssrn.com/abstract=3182261)); C. LE MOIGN, "French ICOs – A new method of financing?" (november 2018), 7 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)); C. FISH, "Initial coin offerings (ICOs) to finance new ventures" (29 september 2018), *Journal of Business Venturing*, 34(1), januari 2019, 13 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3147521](http://www.ssrn.com/abstract=3147521)).
34. T. BOURVEAU, E. T. DE GEORGE, A. ELLAHIE en D. MACCIOCCHI, "Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market" (juli 2018), 3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3193392](http://www.ssrn.com/abstract=3193392)); D. FLORYSIK en A. SCHANDLBAUER, "The Information Content of ICO White Papers" (11 oktober 2018), 1 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3265007](http://www.ssrn.com/abstract=3265007)).
35. S. COHSEY, D. HOFFMAN, J. SKLAROFF en D. WISHNICK, "Coin-Operated Capitalism" (17 juli 2018), *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 18-37*, 17-18 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3215345](http://www.ssrn.com/abstract=3215345)).
36. Zie [www.bitfinex.com](http://www.bitfinex.com).
37. Zie [www.binance.com/en](http://www.binance.com/en).
38. Zie [www.anycoindirect.eu/nl/](http://www.anycoindirect.eu/nl/).
39. Zie [www.litebit.eu/nl/verkoop](http://www.litebit.eu/nl/verkoop).
40. Zie [www.btcdirect.eu/nl-be](http://www.btcdirect.eu/nl-be).
41. L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, "Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation" (26 november 2018), 3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).
42. W. KAAL, "Initial coin offerings: the top 25 jurisdictions and their comparative regulatory responses" (2 februari 2018), *U of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 18-07*, 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3117224](http://www.ssrn.com/abstract=3117224)); P. MOMTAZ, "Initial Coin Offerings" (7 juli 2018), 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3166709](http://www.ssrn.com/abstract=3166709)); C. LE MOIGN, "French ICOs – A new method of financing?" (november 2018), 5 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)).
43. R. AMSDEN en D. SCHWEIZER, "Are Blockchain Crowdsales the New 'Gold Rush'? Success Determinants of Initial Coin Offerings" (16 april 2018), 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3163849](http://www.ssrn.com/abstract=3163849)).
44. P. MAUME en M. FROMBERGER, "Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws" (15 juni 2018), 5-7 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)).

gekomen dat het verhaal toch net iets genuanceerder is<sup>45</sup>. Alle vraagstukken zijn echter lang nog niet opgelost<sup>46</sup>. In ons land en in de schoot van *European Securities and Markets Authority* (“ESMA”) is het rond deze thematiek vooralsnog vrij stil gebleven<sup>47</sup>. Dat maakt dat er nog altijd heel wat onduidelijkheid bestaat over de regulatoire behandeling van ITO’s en tokens.

In deze bijdrage hopen we een deel van die onduidelijkheid en rechtsonzekerheid weg te nemen. Na een omkadering van het begrippenapparaat dat in de wondere wereld van de ITO’s wordt gehanteerd, gaan we in op de toepassing van het Belgisch financieel recht op deze innovatieve financieringsvorm. We staan daarbij ook kort stil bij enkele interessante benaderingen uit het buitenland.

## 1. DE ITO ONTLEED: RAISING MONEY THROUGH TECHNOLOGY

### A. Cryptoterminologie

Om te kunnen beoordelen of het Belgische financieel recht van toepassing is op ITO’s en de tokens die in het kader ervan worden uitgegeven, is het van belang om eerst goed te begrijpen wat tokens precies zijn en hoe zij zich juist verhouden tot andere (crypto-)instrumenten. Wie de ontwikkelingen in dit domein een beetje heeft gevolgd zal weten dat er in de “cryptosfeer” verschillende begrippen worden gebruikt om naar een breed gamma van crypto-instrumenten te verwijzen. Jammer genoeg worden deze begrippen vaak door elkaar gebruikt en met elkaar verward en bestaat er vooralsnog geen universeel aanvaarde terminologie<sup>48</sup>. Diverse begrippen lijken ook verkeerd of oneigenlijk te worden gebruikt<sup>49</sup>.

Een eerste bekend, maar vaak verkeerd gebruikt begrip is het begrip “cryptocurrency”. De naam is afgeleid van de Engelse term “*cryptography*”<sup>50</sup>, een encryptietechniek die wordt gebruikt om een gedistribueerd grootboek (“*a distributed ledger*”) te beveiligen<sup>51</sup>. Het bekendste voorbeeld van een cryptocurrency is de cryptomunt Bitcoin<sup>52</sup>, die revolutionair wordt geacht omwille van haar gedistribueerde en gedecentraliseerde aard<sup>53</sup>. Haar populariteit ligt mee aan de basis van de creatie van honderden of zelfs duizenden<sup>54</sup> andere cryptocurrencies en tokens<sup>55</sup>.

In de praktijk worden de begrippen “cryptocurrencies”, “coins” en “tokens” vaak door elkaar gebruikt<sup>56</sup>. Het begrip cryptocurrency doet dikwijls ook dienst als verzamelterm voor het geheel van crypto-instrumenten<sup>57</sup>. Dit leidt tot verwarring en is in wezen niet helemaal correct. Wij hebben er

<sup>45</sup> Zie verder bij de bespreking van de vraag “Kunnen tokens worden gekwalificeerd als financiële instrumenten”.

<sup>46</sup> Zie voor een goed overzicht: CRS, “International Approaches to Digital Currencies” (19 december 2018), 21p. (elektronisch beschikbaar via [www.crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R45440](http://www.crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R45440)).

<sup>47</sup> Aanvankelijk waren er enkel een aantal algemeen geformuleerde verklaringen die uitgevers van tokens en beleggers moesten waarschuwen over de risico’s in verband met ITO’s en mogelijk toepasselijke wetgeving. Zie in deze context de mededeling van de FSMA over *Initial Coin Offerings*: FSMA, “Initial coin offerings (ICOs)” (13 november 2017), 4 p. ([www.fsma.be/sites/default/files/public/content/NL/circ/fsma\\_2017\\_20\\_nl.pdf](http://www.fsma.be/sites/default/files/public/content/NL/circ/fsma_2017_20_nl.pdf)) waarin de FSMA eerdere waarschuwingen van de ESMA over de grote risico’s die verbonden zijn aan ITO’s en mogelijk toepasselijke regelgeving, gericht aan investeerders, respectievelijk uitgevende entiteiten, volledig onderschrijft. Zie: ESMA, “Statement firms” (13 november 2017), 2 p. ([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)) en ESMA, “Statement Investors” (13 november 2017), 2 p. ([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)). Tijdens het schrijven van deze bijdrage werd op 9 januari 2019 door de ESMA een eerste advies over ICO’s en cryptoactiva uitgebracht, waarin de ESMA al wat meer concrete sturing geeft (zie ESMA, “Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (9 januari 2019), 49 p. ([www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdNMN](http://www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdNMN))).

<sup>48</sup> FINMA, “Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)” (16 februari 2018), 3 ([www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en](http://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en)); R. AMSDEN en D. SCHWEIZER, “Are Blockchain Crowdsales the New ‘Gold Rush’? Success Determinants of Initial Coin Offerings” (16 april 2018), 8 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3163849](http://www.ssrn.com/abstract=3163849)).

<sup>49</sup> Maar er is ook een lichtpunt. De *International Organization of Securities Commissions* (“IOSCO”) heeft in januari 2018 een “*ICO Consultation Network*” opgezet, waarbinnen regulatoren met elkaar kunnen overleggen, en ervaringen met elkaar kunnen delen. Dit zal mogelijk leiden tot een meer uniforme benadering. Zie hierover: CRS, “International Approaches to Digital Currencies” (19 december 2018), 19 (elektronisch beschikbaar via [www.crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R45440](http://www.crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R45440)).

<sup>50</sup> Cryptografie is een techniek die wordt gebruikt om informatie te beveiligen (*i.e.* te versleutelen) door haar om te zetten in een onleesbaar formaat dat slechts kan worden ontcijferd door iemand die de geheime sleutel bezit (zie J. FAULKNER, *Getting started with Cryptography in.NET*, München, Book-Rix, 2016, 6).

<sup>51</sup> Zie hierover ook: H. NATARAJAN, S. KRAUSE en H. GRADSTEIN, “Distributed Ledger Technology (DLT) and blockchain”, *FinTech note, no. 1. Washington, D.C.*, 8 (elektronisch beschikbaar via [www.documents.worldbank.org/curated/en/177911513714062215/pdf/122140-WP-PUBLIC-Distributed-Ledger-Technology-and-Blockchain-Fintech-Notes.pdf](http://www.documents.worldbank.org/curated/en/177911513714062215/pdf/122140-WP-PUBLIC-Distributed-Ledger-Technology-and-Blockchain-Fintech-Notes.pdf)).

<sup>52</sup> Zie S. NAKAMOTO, “Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System”, [www.bitcoin.org/bitcoin.pdf](http://www.bitcoin.org/bitcoin.pdf).

<sup>53</sup> Zie ook: R. HOUBEN, “Bitcoin: there are two sides to every coin”, *TBH* 2015, 142.

<sup>54</sup> Zo blijkt uit de teller op de index-website: [www.coinmarketcap.com](http://www.coinmarketcap.com).

<sup>55</sup> T. BOURVEAU, E. T. DE GEORGE, A. ELLAHIE en D. MACCIOCCHI, “Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market” (juli 2018), 10 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3193392](http://www.ssrn.com/abstract=3193392)).

<sup>56</sup> Zie bv. J. PRESTON, “Initial Coin Offerings: Innovation, Democratization and the SEC”, *16 Duke L. & Tech. Rev.* 318 (2017-2018), (318) 320.

<sup>57</sup> Zie bv. D. FLORYSIK en A. SCHANDLBAUER, “The Information Content of ICO White Papers” (11 oktober 2018), 1 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3265007](http://www.ssrn.com/abstract=3265007)).

in de context van deze bijdrage voor gekozen om te spreken over de overkoepelende klasse van de “cryptoactiva” en daarbinnen “cryptocurrencies” of “coins”, te onderscheiden van “tokens”. Dit onderscheid is niet alleen logisch, zoals hierna nog zal blijken, maar is ook een goed uitgangspunt voor een verdere regulatoire analyse. In wat volgt, wordt verduidelijkt wat precies onder dit begrippenapparaat moet worden verstaan.

Een “*cryptocurrency*” of “*coin*” is een eerste onderdeel of subcategorie van de ruimere klasse cryptoactiva (zie figuur 1 hieronder)<sup>58</sup>. Ze voldoet – of is minstens bedoeld om te voldoen – aan de vereisten van een valuta (d.w.z. een algemeen ruilmiddel (“*general-purpose medium of exchange*”), waardeopslagmiddel (“*store of value*”) en rekeneenheid (“*unit of account*”)) en is gecreëerd om een *Peer-to-Peer* (“*P2P*”) alternatief te vormen voor een wettig betaalmiddel dat onafhankelijk is van enige autoriteit of instelling zoals een centrale bank<sup>59</sup>. Cryptocurrencies zouden volgens hun bezielers een beter alternatief vormen voor geld dan fiatgeld zoals we dat vandaag de dag kennen en gebruiken. Zij zouden namelijk veel beter voldoen aan de gewenste eigenschappen van geld (draagbaarheid, uniformiteit, substitueerbaarheid, aanvaardbaarheid, deelbaarheid, duurzaamheid en beperkt aanbod of zeldzaamheid)<sup>60</sup>. Bekende voorbeelden van cryptocurrencies naast Bitcoin, zijn Litecoin, Stellar, Cardano, Dash, Ripple (XRP), Monero, enz.<sup>61</sup>. Interessant

en op zich eigenlijk wat vreemd in het licht van de ontstaansgeschiedenis van cryptocurrencies, is dat recent ook verschillende centrale banken de mogelijkheid zijn beginnen onderzoeken om een eigen cryptocurrency uit te geven<sup>62</sup>. Dit gegeven voedt het idee dat elk wettig betaalmiddel in de toekomst zelfs een cryptocurrency zou kunnen worden. De analyse of een cryptocurrency al dan niet beter geschikt is om als betaalmiddel te worden gebruikt dan fiatgeld valt buiten het bestek van deze bijdrage<sup>63</sup>, net als haar regulatoire analyse<sup>64</sup>.

Een “*token*” is een tweede onderdeel of subcategorie van de ruimere klasse cryptoactiva (zie figuur 1 hieronder). Een token heeft een andere en meer afgebakende functie dan een algemeen ruilmiddel<sup>65</sup>. Een token kan eigenlijk het best worden omschreven als een soort van vordering – of beter gezegd de belichaming daarvan<sup>66</sup> – op een entiteit (of op haar activa, kasstromen, toekomstige goederen of diensten, enz.)<sup>67</sup> die voortvloeit uit het gebruik van *distributed ledger technologie*<sup>68</sup>. Een entiteit die een vordering “tokeniseert”<sup>69</sup> (i.e. in de vorm van een *token* giet – *vergelijk* “certificeren”), maakt haar eenvoudig overdraagbaar. Hoewel de meeste *tokens* (i) niet voldoen aan de vereisten van een valuta<sup>70</sup> en (ii) niet bedoeld zijn als algemeen ruilmiddel of valuta, worden zij vaak in één adem genoemd met of mee begrepen onder de wijdverbreide term “*cryptocurrency*”. We gaven hiervoor al aan dat dit o.i. eigenlijk niet correct is<sup>71</sup>.

58. S. COHSEY, D. HOFFMAN, J. SKLAROFF en D. WISNICK, “Coin-Operated Capitalism” (17 juli 2018), *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 18-37*, 11 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3215345](http://www.ssrn.com/abstract=3215345)).

59. Zie R. HOUBEN en A. SNYERS, “Cryptocurrencies and blockchain: Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion” (5 juli 2018), 20-23 (elektronisch beschikbaar via [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL\\_STU\(2018\)619024\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL_STU(2018)619024_EN.pdf)), met onder meer verwijzingen naar: ECB, “Virtual Currencies”, oktober 2012, [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf), 10; FATF, “Virtual Currencies – Key Definitions and Potential AML/CFT Risks”, juni 2014, [www.fatf-gafi.org/publications/methodsandtrends/documents/virtual-currency-definitions-aml-cft-risk.html](http://www.fatf-gafi.org/publications/methodsandtrends/documents/virtual-currency-definitions-aml-cft-risk.html), 4; EBA, “EBA Opinion on ‘virtual currencies’”, 4 juli 2014, [www.eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf](http://www.eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf), 11; ECB, “Virtual Currency Schemes – a further analysis”, februari 2015, [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf), 4.

60. J.-L. VERHELST, “Zijn cryptomunten munten? Een analyse van Bitcoin” in M. E. STORME en F. HELSEN (eds.), *Innovatie en disruptie in het economisch recht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 62.

61. Zie voor meer voorbeelden: [www.coinmarketcap.com/coins/](http://www.coinmarketcap.com/coins/).

62. Zie in dit verband het rapport van de *Bank of International Settlements* (BIS) waarin wordt uiteengezet hoe *cryptocurrencies* van centrale banken eruit zouden kunnen zien en of zij ook nuttig zouden kunnen zijn (zie *BIS Quarterly Review*, september 2017, [www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1709f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709f.pdf)).

63. Zie voor een interessante analyse: J.-L. VERHELST, “Zijn cryptomunten munten? Een analyse van Bitcoin” in M. E. STORME en F. HELSEN (eds.), *Innovatie en disruptie in het economisch recht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 23-78.

64. Zie in dit verband bv.: N. VANDEZANDE, *Virtual currencies: a legal framework*, Leuven, Intersentia, 2018, 500 p.

65. EY, “IFRS – Accounting for crypto-assets” (2018), 7 (elektronisch beschikbaar via [www.eyfinancialservicesthoughtgallery.ie/wp-content/uploads/2018/03/EY-IFRS-Accounting-for-crypto-assets.pdf](http://www.eyfinancialservicesthoughtgallery.ie/wp-content/uploads/2018/03/EY-IFRS-Accounting-for-crypto-assets.pdf)).

66. SEC, “Statement in Connection with the 2017 AICPA Conference on Current SEC and PCAOB Developments”, 4 december 2017, [www.sec.gov/news/speech/bricker-2017-12-04](http://www.sec.gov/news/speech/bricker-2017-12-04).

67. D. BOREIKO en N. SAHDEV, “To ICO or not to ICO – Empirical analysis of Initial Coin Offerings and Token Sales” (6 juli 2018), 2, vn. 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3209180](http://www.ssrn.com/abstract=3209180)).

68. Zie ook FINMA, “Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)” (16 februari 2018), 1 en 3 ([www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en](http://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en)); P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 10 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)).

69. P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 10 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)). Zie ook: A. COLLOMB, P. DE FILIPPI en K. SOK, “From IPOs to ICOs: The Impact of Blockchain Technology on Financial Regulation” (26 mei 2018), 26 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3185347](http://www.ssrn.com/abstract=3185347)).

70. Zie R. HOUBEN en A. SNYERS, “Cryptocurrencies and blockchain: Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion” (5 juli 2018), 23 (elektronisch beschikbaar via [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL\\_STU\(2018\)619024\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL_STU(2018)619024_EN.pdf)).

71. Zie hierover ook erg bevattelijk: A. ZAINUDDIN, “Differences Between Cryptocurrency Coins and Tokens”, 2017 ([www.masterthecrypto.com/differences-between-cryptocurrency-coins-and-tokens/](http://www.masterthecrypto.com/differences-between-cryptocurrency-coins-and-tokens/)).

In plaats van de term “*Initial Coin Offering*” of verkort “ICO” te gebruiken om te verwijzen naar de uitgifte van zowel “cryptocurrencies” als “tokens”, stellen wij in deze bijdrage voor om voortaan de term “*Initial Token Offering*” of verkort “ITO” te gebruiken om te verwijzen naar de uitgifte van tokens. De term ICO dient o.i. te worden voorbehouden voor de initiële uitgifte van bepaalde cryptocurrencies of coins<sup>72</sup>. Wanneer we de term ITO in de mond nemen, dan verwijzen we daarmee naar de nieuwe en alternatieve wijze om ondernemingen te financieren via de uitgifte van digitale tokens. Omdat het eerder uitzonderlijk is voor een onderneming om een zuivere cryptocurrency uit te geven, zullen we hierna enkel ingaan op tokens en niet op cryptocurrencies. Voor de volledigheid willen we er nog op wijzen dat er ook tokens bestaan die zonder enige tegenprestatie worden toegekend, bijvoorbeeld om een groep gebruikers te verzamelen rond een bepaald doel<sup>73</sup>. Op deze tokens zal in het kader van deze bijdrage niet nader worden ingegaan.

Het is belangrijk om op te merken dat de grens tussen cryptocurrencies en tokens niet altijd even duidelijk is. Beide worden *de facto* gebruikt om een bepaalde vorm van waarde over te dragen. De grens is nog moeilijker te trekken in geval van een cryptoactief zoals Ethereum. Ethereum is een gedecentraliseerd platform<sup>74</sup> dat eigenlijk nog het best kan worden vergeleken met het besturingssysteem op een smartphone (bv. iOS of Android). Het is specifiek ontworpen om mensen in staat te stellen om blockchain-applicaties te ontwikkelen die op het platform kunnen draaien<sup>75</sup>. Dit gebeurt kort gezegd via de zogenaamde ERC-20 standaard, een set van wiskundi-

ge functies die in de code van een token moet voorkomen opdat het op het platform zou kunnen draaien<sup>76</sup>. Het Ethereum-platform wordt gebruikt om zogenaamde “*smart contracts*” op te draaien (dit zijn softwarecodes die twee of meer partijen met elkaar verbinden met het oog op de automatische uitvoering van vooraf gedefinieerde acties (“*if this, then that*”), welke worden opgeslagen in een publiek gedistribueerd grootboek (“*distributed ledger*”)<sup>77</sup>. Het Ethereum-platform heeft, net als andere *permissionless distributed ledgers*<sup>78</sup>, een incentive nodig voor transactievalidatie, een manier om de machines (de servers in het netwerk) te betalen voor het uitvoeren van transacties die de keten van “*blocks*” in de blockchain vormen. Hiervoor wordt de cryptocurrency “ether” gebruikt<sup>79</sup>. De rol van ether is om de Ethereum-blockchain te voeden om *smart contracts* uit te voeren<sup>80</sup>. In dat opzicht heeft ether dus een specifieke functie en zou het gecategoriseerd kunnen worden als een token. Echter, ether wordt ook gebruikt om tokens aan te kopen die in het kader van een ITO worden uitgegeven<sup>81</sup> en doet ook dienst als betaalmiddel voor een toenemend aantal goederen<sup>82</sup>. Zo bekeken kwalificeert het eerder als een cryptocurrency.

ITO's en tokens hebben een belangrijke link met het concept “*smart contracts*”<sup>83</sup>, dat de laatste tijd vaak ter sprake wordt gebracht<sup>84</sup>. *Smart contracts* laten namelijk toe om met enkele regels computercode eenvoudig overdraagbare en verhandelbare tokens te creëren bovenop een (bestaande) blockchain (in de meeste gevallen de Ethereum-blockchain)<sup>85</sup>, in ruil voor een bepaalde cryptocurrency (meestal één die eigen is aan het specifieke platform – in het geval van

- <sup>72</sup> Zie ook: R. HOUBEN en A. SNYERS, “Cryptocurrencies and blockchain: Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion” (5 juli 2018), 78, vn. 407 (elektronisch beschikbaar via [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL\\_STU\(2018\)619024\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL_STU(2018)619024_EN.pdf)).
- <sup>73</sup> D. A. ZETZSCHE, R. P. BUCKLEY, D. W. ARNER en L. FÖHR, “The ICO Gold Rush: It’s a Scam, It’s a Bubble, It’s a Super Challenge for Regulators” (24 juli 2018), *University of Luxembourg Law Working Paper No. 11/2017*, 19 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3072298](http://www.ssrn.com/abstract=3072298)).
- <sup>74</sup> R. ROBINSON, “The new digital wild west: regulating the explosion of initial coin offerings” (1 september 2017), 5 en vn. 16 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3087541](http://www.ssrn.com/abstract=3087541)).
- <sup>75</sup> L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 7 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).
- <sup>76</sup> S. COHSEY, D. HOFFMAN, J. SKLAROFF en D. WISHNICK, “Coin-Operated Capitalism” (17 juli 2018), *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 18-37*, 14 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3215345](http://www.ssrn.com/abstract=3215345)).
- <sup>77</sup> G. JACCARD, “Smart Contracts and the Role of Law” (23 november 2017), *Jusletter IT*, 4 (elektronisch beschikbaar via [www.papers.ssrn.com/abstract=3099885](http://www.papers.ssrn.com/abstract=3099885)).
- <sup>78</sup> Zie voor meer uitleg over dit concept: H. NATARAJAN, S. KRAUSE en H. GRADSTEIN, “Distributed Ledger Technology (DLT) and blockchain”, *FinTech note, no. 1. Washington, D.C.*, 11 (elektronisch beschikbaar via [www.documents.worldbank.org/curated/en/177911513714062215/pdf/122140-WP-PUBLIC-Distributed-Ledger-Technology-and-Blockchain-Fintech-Notes.pdf](http://www.documents.worldbank.org/curated/en/177911513714062215/pdf/122140-WP-PUBLIC-Distributed-Ledger-Technology-and-Blockchain-Fintech-Notes.pdf)).
- <sup>79</sup> V. BUTERIN, “Ethereum Whitepaper: A Next Generation Smart Contract & Decentralized Application Platform” (2013), [www.whitepaperdata-base.com/ethereum-eth-whitepaper/](http://www.whitepaperdata-base.com/ethereum-eth-whitepaper/). Zie ook zeer bevattelijk: S. COHSEY, D. HOFFMAN, J. SKLAROFF en D. WISHNICK, “Coin-Operated Capitalism” (17 juli 2018), *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 18-37*, 13 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3215345](http://www.ssrn.com/abstract=3215345)).
- <sup>80</sup> Ethereum is niet het enige platform waarop *smart contracts* kunnen draaien. Andere voorbeelden zijn Waves, EOS, LISK, NEO, enz.
- <sup>81</sup> EY, “IFRS – Accounting for crypto-assets” (2018), 7 (elektronisch beschikbaar via [www.eyfinancialservicesthoughtgallery.ie/wp-content/uploads/2018/03/EY-IFRS-Accounting-for-crypto-assets.pdf](http://www.eyfinancialservicesthoughtgallery.ie/wp-content/uploads/2018/03/EY-IFRS-Accounting-for-crypto-assets.pdf)).
- <sup>82</sup> Zie hierover: R. HOUBEN en A. SNYERS, “Cryptocurrencies and blockchain: Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion” (5 juli 2018), 33-34 (elektronisch beschikbaar via [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL\\_STU\(2018\)619024\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL_STU(2018)619024_EN.pdf)).
- <sup>83</sup> S. COHSEY, D. HOFFMAN, J. SKLAROFF en D. WISHNICK, “Coin-Operated Capitalism” (17 juli 2018), *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 18-37*, 3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3215345](http://www.ssrn.com/abstract=3215345)); EY, “IFRS – Accounting for crypto-assets” (2018), 4 (elektronisch beschikbaar via [www.eyfinancialservicesthoughtgallery.ie/wp-content/uploads/2018/03/EY-IFRS-Accounting-for-crypto-assets.pdf](http://www.eyfinancialservicesthoughtgallery.ie/wp-content/uploads/2018/03/EY-IFRS-Accounting-for-crypto-assets.pdf)).
- <sup>84</sup> Zie bv.: M. TRUYENS, “Smart contracts: moeten juristen programmeurs worden?”, *Juristenkrant* 2016, afl. 338, 12; Y. POULLET en H. JACQUEMIN, “Blockchain: une revolution pour le droit?”, *JT* 2018, 801-819 (met verschillende verwijzingen naar “*smart contracts*”).
- <sup>85</sup> L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 7-8 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

Ethereum in ruil voor ether) en deze aan bepaalde personen toe te wijzen. Dit proces waarbij tokens worden gecreëerd en gedistribueerd wordt het ITO-proces genoemd<sup>86</sup>.

Een belangrijke vaststelling bij dit alles is dat DÉ ITO en DÉ token niet bestaan<sup>87</sup>. Het is met andere woorden onmogelijk om hier een “one-size-fits-all”-analyse van ITO’s en tokens uiteen te zetten. Men zal steeds geval per geval moeten nagaan wat de specifieke kenmerken zijn van de aangeboden tokens. Hoewel sommige ITO’s heel wat gelijkenissen vertonen met “donation based” crowdfunding, beloven de meeste ITO’s beleggers een soort voordeel in ruil voor hun investering<sup>88</sup>. Afhankelijk van de aard van dit voordeel, kunnen verschillende types van tokens worden onderscheiden<sup>89</sup>. In de volgende afdeling (B.), gaan we hier in meer detail op in.

## B. Tokenclassificatie

Diverse studies van “white papers”, cryptogerelateerde (nieuws)websites en ITO-gerelateerde info beschikbaar via kanalen zoals Medium<sup>90</sup> en Reddit<sup>91</sup> tonen aan dat tokens op verschillende manieren kunnen worden geclassificeerd<sup>92</sup>. De opvallende rode draad in al deze studies is dat op basis van de economische functie van de tokens doorgaans tot een tweedeling wordt besloten tussen tokens die sterk gelijken op traditionele effecten (“investment tokens”) en tokens die zulke gelijkenis (op het eerste gezicht) niet vertonen (“utility tokens”). Voortbouwend op deze inzichten, menen wij dat de volgende tokenclassificatie een goed startpunt is voor een verdere analyse van het ITO-fenomeen:

Figuur 1



<sup>86</sup>. A. SEHRA, P. SMITH en P. GOMES, “Economics of Initial Coin Offerings” (1 augustus 2017), 5 (elektronisch beschikbaar via [www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/ICO-Article-Nivaura-20170822-0951%20-%20Final%20Draft.pdf](http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/ICO-Article-Nivaura-20170822-0951%20-%20Final%20Draft.pdf)).

<sup>87</sup>. P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 10-11 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)).

<sup>88</sup>. D. A. ZETZSCHE, R. P. BUCKLEY, D. W. ARNER en L. FÖHR, “The ICO Gold Rush: It’s a Scam, It’s a Bubble, It’s a Super Challenge for Regulators” (24 juli 2018), *University of Luxembourg Law Working Paper No. 11/2017*, 19 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3072298](http://www.ssrn.com/abstract=3072298)).

<sup>89</sup>. Het weze opgemerkt dat afhankelijk van het perspectief van waaruit men “tokens” en “coins” bekijkt, diverse indelingen mogelijk zijn. In sommige gevallen kan het bv. interessanter zijn om hen in te delen op basis van hun technische gelaagdheid (*i.e.* “blockchain-native tokens” versus “non-native protocol tokens”), of op grond van het doel dat zij dienen (*i.e.* cryptocurrencies, netwerktoken en investmenttokens), of op basis van het nut dat ze hebben (*i.e.* gebruikstokens, werktokens en hybride tokens), of op basis van hun onderliggende waarde (*i.e.* asset-backed tokens, netwerkwaardetoken en tokens die lijken op aandelen). Zie voor meer informatie over deze perspectieven in T. EULER, “Token Classification Framework”, 18 januari 2018, [www.untitled-inc.com/the-token-classification-framework-a-multi-dimensional-tool-for-understanding-and-classifying-crypto-tokens/](http://www.untitled-inc.com/the-token-classification-framework-a-multi-dimensional-tool-for-understanding-and-classifying-crypto-tokens/).

<sup>90</sup>. Zie [www.medium.com](http://www.medium.com).

<sup>91</sup>. Zie [www.reddit.com/r/icocrypto/](http://www.reddit.com/r/icocrypto/).

<sup>92</sup>. Zie *inter alia* J. ROHR en A. WRIGHT, “Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets” (4 oktober 2017), *Cardozo Legal Studies Research Paper No. 527*, 7-19 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3048104](http://www.ssrn.com/abstract=3048104)); EY, “Research: initial coin offerings (ICOs)” (december 2017), 25 (elektronisch beschikbaar via [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/\\$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf)); LAGA, “Initial Coin Offerings – Legal qualification and regulatory challenges”, 8 maart 2018, 2 ([www.slideshare.net/fintechbelgium/fintech-belgium-meetup-on-icos-080318-laurent-godts](http://www.slideshare.net/fintechbelgium/fintech-belgium-meetup-on-icos-080318-laurent-godts)); FINMA, “Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)” (16 februari 2018), 3 ([www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en](http://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en)); P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 12 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)); P. MOMTAZ, “Initial Coin Offerings” (7 juli 2018), 7 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3166709](http://www.ssrn.com/abstract=3166709)); D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D. W. ARNER en L. FÖHR, “The ICO Gold Rush: It’s a Scam, It’s a Bubble, It’s a Super Challenge for Regulators” (24 juli 2018), *University of Luxembourg Law Working Paper No. 11/2017*, 6-10 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3072298](http://www.ssrn.com/abstract=3072298)); V. BURILOV, “Utility Token Offerings and Crypto Exchange Listings: how regulation can help?” (13 november 2018), 8-16 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3284049](http://www.ssrn.com/abstract=3284049)); SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 4-5 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_-\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_-_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)); C. FISH, “Initial coin offerings (ICOs) to finance new ventures” (29 september 2018), *Journal of Business Venturing*, 34(1), januari 2019, 6-7 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3147521](http://www.ssrn.com/abstract=3147521)).



In wat volgt zoomen we nader in op de twee archetypes van tokens.

### i. Investment tokens

Het eerste en meest eenvoudige type token dat kan worden onderscheiden is de “investment token” (soms ook wel “asset token”<sup>93</sup> of “security token”<sup>94</sup> genoemd). Investment tokens vertegenwoordigen, eenvoudig gezegd, economische belangen in de tokenemittent of bepaalde vorderingen op diens activa, vergelijkbaar met klassieke aandelen of obligaties (of bepaalde derivaten)<sup>95</sup>.

Binnen de categorie van de investment tokens wordt meestal een onderscheid gemaakt tussen twee subtypes van tokens<sup>96</sup>:

- “equity tokens”, die vergelijkbaar zijn met winstbewijzen of klassieke aandelen in een vennootschap en hun houders toekomstige (crypto-)uitkeringen beloven op basis van de gerealiseerde winsten van de tokenemittent<sup>97</sup>, vergelijkbaar met klassieke dividenden. Aan sommige van deze tokens is ook een bepaalde vorm van zeggenschap verbonden<sup>98</sup>; en
- “debt tokens”, die als het ware het getokeniseerde equivalent zijn van leningen. Houders van debt tokens hebben recht op een bepaalde rente berekend op de hoofd-

som die ze aan de uitgevende vennootschap hebben geleend<sup>99</sup>, net als houders van meer traditionele schuldinstrumenten zoals obligaties.

Soms wordt binnen de ruimere categorie van de investment tokens ook nog een derde subtype van tokens onderscheiden dat die tokens omvat die het mogelijk maken om fysieke goederen/activa te verhandelen op een blockchain<sup>100</sup>.

De “white paper” die wordt opgesteld ter voorbereiding van de ITO beschrijft de rechten die aan de uitgegeven tokens zijn verbonden<sup>101</sup>. Als een investeerder recht heeft op een aandeel in de winst van de tokenemittent, dan is het mogelijk om de uitkering daarvan te automatiseren met behulp van een voorgeprogrammeerde formule<sup>102</sup>. Investment tokens zijn namelijk gebaseerd op zogenaamde “smart contracts” (i.e. voorgeprogrammeerde zichzelf uitvoerende contracten) die verder kunnen worden gemoduleerd. Wie in investment tokens investeert heeft in de regel twee opties: hij of zij kan de tokens aanhouden om de (recurrente) inkomsten ervan te innen, of de tokens proberen te verkopen op een secundaire markt (i.e. op een zogenaamde *crypto exchange*) om een meerwaarde te realiseren.

Het mag duidelijk zijn dat de uitgifte van investment tokens voornamelijk vanuit technologisch oogpunt innovatief is<sup>103</sup>. Vanuit juridisch – en dan in het bijzonder financieelrecht-

<sup>93</sup>. Zie bv.: FINMA, “Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)” (16 februari 2018), 3 ([www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en](http://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en)); A. GURREA-MARTINEZ en N. REMOLINA, “The Law and Finance of Initial Coin Offerings” (21 mei 2018), *Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper No. 4/2018*, 19 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3182261](http://www.ssrn.com/abstract=3182261)); SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 5 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_-\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_-_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)).

<sup>94</sup>. Zie bv.: I. BARSAN, “Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO)” (2 november 2017), *Revue Trimestrielle de Droit Financier (RTDF)*, n° 3, 2017, 58 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3064397](http://www.ssrn.com/abstract=3064397)); R. AMSDEN en D. SCHWEIZER, “Are Blockchain Crowdsales the New ‘Gold Rush’? Success Determinants of Initial Coin Offerings” (16 april 2018), 9 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3163849](http://www.ssrn.com/abstract=3163849)); P. MOMTAZ, “Initial Coin Offerings” (7 juli 2018), 7 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3166709](http://www.ssrn.com/abstract=3166709)); C. LE MOIGN, “French ICOs – A new method of financing?” (november 2018), 5 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)).

<sup>95</sup>. L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 8 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)); SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 5 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_-\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_-_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)); EBA, Report with advice for the European Commission on crypto-assets (9 januari 2019), 7 (elektronisch beschikbaar via [www.eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf](http://www.eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf)).

<sup>96</sup>. Zie hierover zeer bevattelijk: STRATEGIC COIN, “Utility, Equity, and Debt Tokens: an Overview for Institutional Investors”, 2017 ([www.strategic-coin.com/utility-equity-debt-tokens-overview-institutional-investors/](http://www.strategic-coin.com/utility-equity-debt-tokens-overview-institutional-investors/)).

<sup>97</sup>. L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 8 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)); SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 5 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_-\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_-_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)).

<sup>98</sup>. C. LE MOIGN, “French ICOs – A new method of financing?” (november 2018), 5 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)).

<sup>99</sup>. Zie in dit verband bv. Steem Backed Dollars (SBD), ([www.coincentral.com/what-is-steem/](http://www.coincentral.com/what-is-steem/)).

<sup>100</sup>. Zie hierover meer in: SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 5 en 11-12 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_-\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_-_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)).

<sup>101</sup>. T. BOURVEAU, E. T. DE GEORGE, A. ELLAHIE en D. MACCIOCCHI, “Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market” (juli 2018), 3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3193392](http://www.ssrn.com/abstract=3193392)); D. FLORYSIK en A. SCHANDLBAUER, “The Information Content of ICO White Papers” (11 oktober 2018), 1 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3265007](http://www.ssrn.com/abstract=3265007)).

<sup>102</sup>. Uitkeringen kunnen eveneens op discretionaire wijze worden toegekend.

<sup>103</sup>. Recent werd betoogd dat “men blockchaintechnologie ook [zou] kunnen gebruiken om aandelen en andere effecten uit te geven en over te dragen, vergelijkbaar met hoe cryptovaluta zoals Bitcoin worden uitgegeven en overgedragen”; en dat men deze effecten “crypto-effecten” zou kunnen noemen. Zie M. VAN DE LOOVERBOSCH, “Crypto-effecten: tussen droom en daad”, *TRV-RPS* 2018, 198 *et seq.* Het mag duidelijk zijn dat een aantal van deze crypto-effecten (zullen) samenvallen met of tevens zullen kunnen worden begrepen onder het begrip “investment tokens”.

lijk – oogpunt doet hun opkomst heel wat minder stof opwaaien, zoals hierna nog zal blijken.

## ii. Utility tokens

Het tweede type token dat kan worden onderscheiden is de “utility token”. Utility tokens verlenen hun houders toegang tot specifieke (al dan niet nog (verder) te ontwikkelen) producten<sup>104</sup> of diensten<sup>105</sup>. Ze maken het mogelijk (i) een wederzijdse interactie tot stand te brengen tussen gebruikers en producten of diensten<sup>106</sup>; (ii) een bepaalde vorm van gedrag te stimuleren, en/of (iii) economisch te profiteren van het succes van het tokennetwerk<sup>107</sup>.

ITO's waarbij utility tokens worden uitgegeven, zijn heel wat moeilijker te begrijpen dan ITO's waarbij investment tokens worden uitgegeven. Een voorbeeld kan voor enige verduidelijking zorgen bij dit relatief nieuwe concept. Stel dat de specifieke “utility” of het gebruik dat aan een utility token verbonden is, de toegang is tot cloudopslag<sup>108</sup>. Bedrijven zoals Windows, Dropbox en Google bieden deze service vandaag aan via gekende applicaties zoals OneDrive, Dropbox en Google Drive. Hun businessmodel is vrij eenvoudig: tegen een maandelijkse vergoeding bieden ze hun klanten cloudopslag aan, zodat die hun bestanden overal kunnen openen en opslaan. Windows, Dropbox en Google zijn allemaal bedrijven die kapitaal hebben opgehaald via de beurs. Om hun cloudopslagdiensten te kunnen aanbieden, maken zij gebruik van “server farms” die verbonden zijn met het Internet.

Cloudopslagdiensten kunnen daarentegen ook worden aangeboden door een “blockchain company”. Haar bedrijfsmodel verschilt drastisch van dat van voornoemde ondernemingen.

Ten eerste wordt zij op een andere wijze gefinancierd: in plaats van rechtstreeks kapitaal aan te trekken van investeerders, zal zij gebruik maken van *distributed ledger technologie* om een schaars (utility) token uit te geven die zij gratis kan weggeven, of kan verkopen aan diegenen die gebruik willen maken van cloudopslag of die geïnteresseerd zijn in het ondersteunen van de ontwikkeling ervan. Het is niet ongebruikelijk dat ontwikkelaars daarbij een aantal tokens voor zichzelf houden als beloning voor het ontwikkelen van de dienst. De opbrengst van de utility token-ITO kan worden gebruikt om de (verdere) ontwikkeling en/of het onderhoud van het cloudopslagplatform te financieren<sup>109</sup>.

Ten tweede is de infrastructuur totaal anders: er zijn geen “server farms” nodig, omdat de dienst *Peer-to-Peer (P2P)* wordt georganiseerd. Individuele gebruikers van de dienst zorgen voor de infrastructuur die de dienst voedt. Zij delen de vrije hardeschijfruimte op hun computer via het door de *blockchain company* gecreëerde platform in ruil voor een betaling in utility tokens<sup>110</sup>. Bedrijven zoals Storj, IPFS en Swarm houden zich bezig met de ontwikkeling van systemen die – eenvoudig gesteld – ongebruikte hardeschijfruimte op laptops, desktops en servers over de hele wereld samenvoegen (“poolen”). Gebruikers van die systemen kunnen ofwel hun eigen beschikbare hardeschijfruimte aanbieden en worden daarvoor betaald in tokens, of ze kunnen de

<sup>104</sup> Zie bv. de *SRN-token*, uitgegeven door Sirin Labs. Deze token geeft de houder de mogelijkheid om een blockchainsmartphone genaamd “Finney” te bestellen met een bepaalde korting, nog voor deze effectief in productie gaat (zie: [www.sirinlabs.com/](http://www.sirinlabs.com/)).

<sup>105</sup> R. ROBINSON, “The new digital wild west: regulating the explosion of initial coin offerings” (1 september 2017), 28 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3087541](http://www.ssrn.com/abstract=3087541)); P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 12 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)); P. MONTAZ, “Initial Coin Offerings” (7 juli 2018), 7 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3166709](http://www.ssrn.com/abstract=3166709)); T. BOURVEAU, E. T. DE GEORGE, A. ELLAHIE en D. MACCIOCCHI, “Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market” (juli 2018), 11 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3193392](http://www.ssrn.com/abstract=3193392)); A. COLLOMB, P. DE FILIPPI en K. SOK, “From IPOs to ICOs: The Impact of Blockchain Technology on Financial Regulation” (26 mei 2018), 9 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3185347](http://www.ssrn.com/abstract=3185347)); SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 5 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)); C. LE MOIGN, “French ICOs – A new method of financing?” (november 2018), 5 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F27604d2F-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F27604d2F-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)); J. PARK, “When are tokens securities? Some questions form the perplexed” (10 december 2018), *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 18-13*, 3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3298965](http://www.ssrn.com/abstract=3298965)).

<sup>106</sup> Zie bv. de *Basic Attention Token (BAT)*, het geesteskind van B. EICH (mede-bezieler van de bekende Mozilla Firefox webbrowser). BAT is bedoeld om te functioneren als ruilmiddel (“medium of exchange”) tussen adverteerders, gebruikers en uitgevers die gebruik maken van het “Brave browser”-ecosysteem. Het idee is dat bedrijven advertentieruimte kunnen aankopen met BAT en dat gebruikers en uitgevers BAT kunnen ontvangen als beloning voor respectievelijk het bekijken en het *hosten* van advertenties (zie: [www.strategiccoin.com/bat-report/](http://www.strategiccoin.com/bat-report/)).

<sup>107</sup> L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 8 en 9 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>108</sup> J. BRITO en P. VAN VALKENBURGH, “What are Appcoins?” 18 oktober 2016, [www.coincenter.org/entry/what-are-appcoins](http://www.coincenter.org/entry/what-are-appcoins); A. GURREA-MARTINEZ en N. REMOLINA, “The Law and Finance of Initial Coin Offerings” (21 mei 2018), *Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper No. 4/2018*, 6 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3182261](http://www.ssrn.com/abstract=3182261)); J. PARK, “When are tokens securities? Some questions form the perplexed” (10 december 2018), *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 18-13*, 3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3298965](http://www.ssrn.com/abstract=3298965)).

<sup>109</sup> EY, “IFRS – Accounting for crypto-assets” (2018), 10 (elektronisch beschikbaar via [www.eyfinancialservicesthoughtgallery.ie/wp-content/uploads/2018/03/EY-IFRS-Accounting-for-crypto-assets.pdf](http://www.eyfinancialservicesthoughtgallery.ie/wp-content/uploads/2018/03/EY-IFRS-Accounting-for-crypto-assets.pdf)). Zie ook: R. AMSDEN en D. SCHWEIZER, “Are Blockchain Crowdsales the New ‘Gold Rush’? Success Determinants of Initial Coin Offerings” (16 april 2018), 21 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3163849](http://www.ssrn.com/abstract=3163849)).

<sup>110</sup> J. BRITO en P. VAN VALKENBURGH, “What are Appcoins?” 18 oktober 2016, [www.coincenter.org/entry/what-are-appcoins](http://www.coincenter.org/entry/what-are-appcoins); C. CATALINI en J. GANS, “Initial Coin Offerings and the Value of Crypto Tokens” (1 oktober 2018), *MIT Sloan Research Paper No. 5347-18*, 26 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3137213](http://www.ssrn.com/abstract=3137213)).

via het systeem beschikbare opslagruimte gebruiken tegen betaling in tokens<sup>111</sup>. Dit is onder meer het verhaal achter de utility tokens “storjcoin” en “filecoin”. De mogelijke “use cases” voor utility tokens zijn eindeloos. Naast cloudopslag worden op dit ogenblik al diensten ontwikkeld zoals “cloud computing”<sup>112</sup> en “content-curation and attribution” (zie bv. Steemit<sup>113</sup>) door gebruik te maken van utility tokens. De *blockchain company* creëert eigenlijk een soort van mini-economie waarbinnen utility tokens fungeren als betaalmiddel<sup>114</sup>. Filecoin fungeert bijvoorbeeld als betaalmiddel voor opslagruimte op harde schijven.

### a) Het verschil tussen investment tokens en utility tokens

Utility tokens verschillen op een fundamentele wijze van investment tokens, omdat ze er niet (primair) op gericht zijn om toekomstige inkomsten te genereren voor hun houders<sup>115</sup>. Hun waarde is – in beginsel – afhankelijk van hun functionele component (*i.e.* hun “utility”)<sup>116</sup>. Een voorbeeld kan dit verder verduidelijken. Mensen die beleggen in aandelen van een onderneming zoals AB Inbev verwachten een rendement op hun investering in de vorm van een dividend of een meerwaarde ingevolge een koersstijging. Ze verwachten geen gratis bier te kunnen krijgen zolang ze aandelen in de onderneming bezitten, terwijl dit scenario wel perfect mogelijk is bij de uitgifte van utility tokens. Een uitgifte van utility tokens laat een onderneming – meestal een start-up – toe om fondsen op te halen voor een nog (verder) te ontwikkelen product of dienst<sup>117</sup>. Het laat haar toe digitale voorverkoop (“pre-order”) coupons te verkopen of bepaalde kortingen te verlenen op na de ITO (verder) te ontwikkelen producten of diensten<sup>118</sup>. Men kan dit misschien nog het best

vergelijken met de *pre-order*verkoop van computergames, waarbij ontwikkelaars vooruitbestellingen accepteren voor nog (verder) te ontwikkelen games<sup>119</sup>, die bij finale ontwikkeling eerst zullen worden aangeboden aan de *pre-order*klanten en pas nadien aan het grote publiek<sup>120</sup>.

In algemene termen zijn de verschillen tussen utility tokens en investment tokens vrij duidelijk. Vanuit economisch en juridisch perspectief is het verhaal iets complexer. Wanneer we kijken naar de praktijk blijkt dat het gros van de utility tokens die vandaag worden uitgegeven net als investment tokens worden verhandeld op verschillende secundaire markten (*i.e.* zogenaamde *crypto exchanges*), vaak op een erg speculatieve wijze<sup>121</sup>. Zoals hierna nog zal worden besproken, kan worden beargumenteerd dat die “verhandelbaarheid” van de betrokken utility token een financieel instrument zou kunnen maken. De grens tussen utility tokens en investment tokens wordt zo wel erg vaag.

Het feit dat de meeste utility tokens kunnen worden verhandeld op een secundaire markt is, net als de verhandelbaarheid van zuivere investment tokens, ingegeven door het feit dat zij “*by design transferable*” zijn gemaakt. Zij zijn zo ontworpen en geprogrammeerd dat ze volledig vrij kunnen worden overgedragen en bijgevolg ook kunnen worden “genoteerd” (bij gebrek aan een beter begrip) op een *crypto exchange*. Heel wat vrij overdraagbare tokens maken in meer technische termen gebruik van de zogenaamde ERC-20 standaard, die werd ontwikkeld voor het Ethereum-platform<sup>122</sup> (zie ook *supra*).

Het is technisch gezien echter perfect mogelijk om ook een ander type van utility token uit te geven, dat niet “*by design transferable*” is en veel duidelijker kan worden onderscheiden van een investment token. We noemen dergelijk token

- <sup>111</sup>. J. STAUFFER, “The Coming Crypto Utility Token Economy: Definitions, Examples, and Why It Matters”, 26 maart 2018 ([www.medium.com/@jaredstauffer/the-coming-crypto-utility-token-economy-definitions-examples-and-why-it-matters-521f9390be69](http://www.medium.com/@jaredstauffer/the-coming-crypto-utility-token-economy-definitions-examples-and-why-it-matters-521f9390be69)).
- <sup>112</sup>. Z. HONG, Z. WANG, W. CAI en V. C. M. LEUNG, “Blockchain-Empowered Fair Computational Resource Sharing System in the D2D Network”, *Future Internet* 2017/4, 85.
- <sup>113</sup>. J. BRITO en P. VAN VALKENBURGH, “What are Appcoins?” 18 oktober 2016 ([www.coincenter.org/entry/what-are-appcoins](http://www.coincenter.org/entry/what-are-appcoins)).
- <sup>114</sup>. EY, “IFRS – Accounting for crypto-assets” (2018), 10 (elektronisch beschikbaar via [www.eyfinancialservicesthoughtgallery.ie/wp-content/uploads/2018/03/EY-IFRS-Accounting-for-crypto-assets.pdf](http://www.eyfinancialservicesthoughtgallery.ie/wp-content/uploads/2018/03/EY-IFRS-Accounting-for-crypto-assets.pdf)); SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 5 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_-\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_-_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)).
- <sup>115</sup>. R. DAMBRE, “Initial Coin Offerings and U.S. Securities Regulation: Challenges and Perspectives” (1 maart 2018), *1 Int’l J. Fin. Serv. 9* (2018), 11 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3187355](http://www.ssrn.com/abstract=3187355)); V. BURILOV, “Utility Token Offerings and Crypto Exchange Listings: how regulation can help?” (13 november 2018), 37 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3284049](http://www.ssrn.com/abstract=3284049)).
- <sup>116</sup>. C. FISH, “Initial coin offerings (ICOs) to finance new ventures” (29 september 2018), *Journal of Business Venturing*, 34(1), januari 2019, 7 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3147521](http://www.ssrn.com/abstract=3147521)). Zie ook: S. COHSEY, D. HOFFMAN, J. SKLAROFF en D. WISHNICK, “Coin-Operated Capitalism” (17 juli 2018), *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 18-37*, 9 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3215345](http://www.ssrn.com/abstract=3215345)).
- <sup>117</sup>. P. MOMTAZ, “Initial Coin Offerings” (7 juli 2018), 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3166709](http://www.ssrn.com/abstract=3166709)).
- <sup>118</sup>. R. ROBINSON, “The new digital wild west: regulating the explosion of initial coin offerings” (1 september 2017), 50 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3087541](http://www.ssrn.com/abstract=3087541)).
- <sup>119</sup>. Vgl. J. PARK, “When are tokens securities? Some questions form the perplexed” (10 december 2018), *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 18-13*, 3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3298965](http://www.ssrn.com/abstract=3298965)).
- <sup>120</sup>. Zie ook zeer bevattelijk: J. WILMOTH, “ICO 101: Utility Tokens vs. Security Tokens”, 2017 ([www.strategiccoin.com/ico-101-utility-tokens-vs-security-tokens/](http://www.strategiccoin.com/ico-101-utility-tokens-vs-security-tokens/)).
- <sup>121</sup>. Zie ook A. COLLOMB, P. DE FILIPPI en K. SOK, “From IPOs to ICOs: The Impact of Blockchain Technology on Financial Regulation” (26 mei 2018), 31-32 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3185347](http://www.ssrn.com/abstract=3185347)).
- <sup>122</sup>. Zie ook: V. BURILOV, “Utility Token Offerings and Crypto Exchange Listings: how regulation can help?” (13 november 2018), 15, 19 en 65 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3284049](http://www.ssrn.com/abstract=3284049)).

hierna een “*pure utility token*”. Pure utility tokens – zoals wij ze opvatten – zijn tokens met twee specifieke kenmerken<sup>123</sup>:

- ze hebben een vaste prijs die bij uitgifte wordt vastgesteld door de tokenemittent en het is altijd mogelijk om ze tegen die prijs van de tokenemittent te kopen; en
- ze kunnen onmogelijk “*off platform*” worden gehaald. De aan- en of verkoop ervan kan enkel gebeuren op het platform dat door de tokenemittent werd gecreëerd en ze kunnen enkel op dat platform worden gebruikt.

Deze kenmerken maken dat zij niet het voorwerp kunnen uitmaken van speculatieve handel op secundaire markten. Dit heeft o.i. belangrijke gevolgen vanuit financieelrechtelijk perspectief, zoals hierna verder zal worden toegelicht.

### *b) Het verschil tussen cryptocurrencies en utility tokens*

Het verschil tussen een “*cryptocurrency*” en een “*utility token*” is dat een utility token een zeer specifieke functionaliteit heeft en haar gebruikers toegang verleent tot een welbepaald product of een welbepaalde dienst ontwikkeld door de tokenemittent, terwijl een *cryptocurrency* een veel ruimere functionaliteit heeft en haar houders in staat stelt – of zou moeten stellen – om te betalen voor goederen of diensten los van een door de tokenemittent gecreëerd platform<sup>124</sup>. Men kan hierbij denken aan de bestelling van een pizza via de website Takeway.com tegen betaling in Bitcoin<sup>125</sup>.

Waarom zou iemand ervoor kiezen om een utility token uit te geven wanneer hij of zij ook gewoon een betaling in fiatgeld of *cryptocurrency* kan aanvaarden? Welnu, in tegenstelling tot wat het geval is bij het gebruik van *cryptocurrency* of fiatgeld, kan het gebruik van utility tokens een bepaald gedrag stimuleren dat zowel de *cryptogemeenschap*, de onderneming als de gebruiker ten goede komt<sup>126</sup>. Bovendien

stelt het gebruik van utility tokens gebruikers in staat om deel te nemen aan de waardecreatie binnen het netwerk of ecosysteem dat door de tokenemittent wordt ontwikkeld<sup>127</sup>. Het concept is innovatief, in die zin dat het toelaat om de werking en ontwikkeling van open, publieke platformen (bv. e-mail, sms, ...) te financieren. Traditioneel kiezen bedrijven er meestal voor om private, gesloten platformen te ontwikkelen, bijvoorbeeld voor een dienst zoals “*messaging*” waarbij gebruikers berichten kunnen versturen naar andere geregistreerde klanten (voorbeelden van dergelijke platformen zijn Hangouts van Google en iMessage van Apple). Deze gesloten platformen zijn meestal niet onderling compatibel (het is bv. niet mogelijk om muziek van iTunes over te brengen naar Spotify of Google Play). Bovendien is de software doorgaans beschermd en enkel toegankelijk tegen betaling van een bepaalde vergoeding.

Diensten die draaien op open, publieke platformen – zoals SMS of e-mail – laten hun gebruikers toe om berichten of e-mails te sturen naar iedereen met een apparaat dat is aangesloten op het Internet of een mobiel netwerk<sup>128</sup>. Wanneer een bedrijf een gesloten platform heeft ontwikkeld, heeft het meestal geen incentive om dat platform voor iedereen open te stellen. In het verleden is al gebleken dat het zeer moeilijk is om munt te slaan uit een open platform. Met de opkomst van utility tokens dient zich evenwel een nieuw businessmodel aan. Een onderneming kan voortaan een platform ontwikkelen met een schaars toegangstoken, een utility token, dat in het ontwerp van het netwerk zelf wordt ingebouwd en wordt gedistribueerd onder haar klanten of gebruikers. Een aantal van die tokens wordt dan gehouden door de uitgever als een soort van ontwikkelingsvergoeding. Wanneer de dienst een succes blijkt te zijn en iedereen de tokens wil hebben om er toegang toe te krijgen, dan kunnen de ontwikkelaars daar de vruchten van plukken door de door hen aangehouden tokens te verkopen op een *crypto exchange*<sup>129</sup>. Dit laatste gaat uiteraard maar indien de ontwikkelde utility tokens “genoteerd” worden op een secundaire markt, wat

<sup>123</sup> Vgl. G. FONDO, “ICOs in 2018: Increased Regulatory Scrutiny, And Alternatives to Traditional ‘Utility’ Token ICOs” 19 januari 2018 ([www.bravencoin.com/news/icos-in-2018-increased-regulatory-scrutiny-and-alternatives-to-traditional-utility-token-icos/](http://www.bravencoin.com/news/icos-in-2018-increased-regulatory-scrutiny-and-alternatives-to-traditional-utility-token-icos/)).

<sup>124</sup> P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 12 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)). Zie ook R. HOUBEN en A. SNYERS, “Cryptocurrencies and blockchain: Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion” (5 juli 2018), 23-24 (elektronisch beschikbaar via [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL\\_STU\(2018\)619024\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL_STU(2018)619024_EN.pdf)); EBA, Report with advice for the European Commission on crypto-assets (9 januari 2019), 7 (elektronisch beschikbaar via [www.eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf](http://www.eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf)).

<sup>125</sup> Zie ook R. HOUBEN en A. SNYERS, “Cryptocurrencies and blockchain: Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion” (5 juli 2018), 33 (elektronisch beschikbaar via [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL\\_STU\(2018\)619024\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL_STU(2018)619024_EN.pdf)).

<sup>126</sup> L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 9 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>127</sup> J. STAUFFER, “The Coming Crypto Utility Token Economy: Definitions, Examples, and Why It Matters”, 26 maart 2018 ([www.medium.com/@jaredstauffer/the-coming-crypto-utility-token-economy-definitions-examples-and-why-it-matters-521f9390be69](http://www.medium.com/@jaredstauffer/the-coming-crypto-utility-token-economy-definitions-examples-and-why-it-matters-521f9390be69)); C. LE MOIGN, “French ICOs – A new method of financing?” (november 2018), 5 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)); P. MOMTAZ, “Token Sales and Initial Coin Offerings: Introduction” (2 november 2018), 5 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3277707](http://www.ssrn.com/abstract=3277707)).

<sup>128</sup> J. BRITO en P. VAN VALKENBURGH, “What are Appcoins?”, 18 oktober 2016 ([www.coincenter.org/entry/what-are-appcoins](http://www.coincenter.org/entry/what-are-appcoins)).

<sup>129</sup> L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 11 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)); C. LE MOIGN, “French ICOs – A new method of financing?” (november 2018), 5 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)).

veronderstelt dat ze “*by design*” overdraagbaar (en verhandelbaar) zijn<sup>130</sup>.

Om ons verhaal over utility tokens helemaal af te maken en al de voornaamste begrippen in de cryptosfeer te duiden, moeten we ook nog even stilstaan bij een concept dat door een aantal juristen in de Verenigde Staten van Amerika werd ontwikkeld in de hoop bij een ITO van utility tokens aan de toepassing van de Amerikaanse effectenwetgeving te kunnen ontsnappen, maar dat inmiddels door de Securities and Exchange Commission (“SEC”) werd ondergraven<sup>131</sup>. Het gaat om de zogenaamde “SAFT”, of voluit “*Simple Agreement for Future Tokens*”<sup>132</sup>. De SAFT is – eenvoudig gesteld – een contract waarin investeerders zich ertoe verbinden om een bepaald project te financieren in ruil voor tokens die (nog moeten worden ontwikkeld en die) zullen worden uitgegeven van zodra het platform of het netwerk van de ontwikkelaar operationeel is<sup>133</sup>. Meestal kunnen deze “investeerders van het eerste uur” tokens kopen van de ontwikkelaar tegen een bepaalde korting. Anders dan bij een directe voorverkoop, geef een ontwikkelaar geen pre-functioneel token uit (een zogenaamd “*pre-sale token*”). Hij gebruikt de opgehaalde fondsen om het platform of het netwerk te ontwikkelen. Zodra de basisfunctionaliteit van het netwerk bestaat, creëert hij de utility tokens en wijst hij ze in een publieke ITO toe aan de investeerders, die ze kunnen gebruiken zoals ze zijn bedoeld of ze kunnen verkopen via een *crypto exchange* om hun investering te verzilveren<sup>134</sup>.

### iii. ... en hybride tokens?

Eerder onderzoek heeft uitgewezen dat niet alle tokens gemakkelijk in één van bovengenoemde categorieën kunnen worden ingedeeld<sup>135</sup>. Sommige tokens vertonen kenmerken van zowel een investment token als een utility token en soms

zelf van een cryptocurrency. Een belangrijke vraag is hoe met deze hybride tokens – zoals zij doorgaans worden genoemd – moet worden omgegaan.

De Zwitserse *Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers* (“FINMA”) meent dat zulke tokens eigenlijk niet in één categorie kunnen worden geduwd en dat we dat dus ook niet moeten proberen, maar dat we ze gewoon zo moeten benaderen dat ze onder de toepassing vallen van alle financiële wetgeving waarmee ze in verband kunnen worden gebracht:

“*The individual token classifications are not mutually exclusive. Asset and utility tokens can also be classified as payment tokens (referred to as hybrid tokens). In these cases, the requirements are cumulative; in other words, the tokens are deemed to be both securities and means of payment.*”<sup>136</sup>.

Bepaalde auteurs proberen hybride tokens wel in één categorie te duwen en suggereren dat een goede manier om dat te doen zou kunnen zijn om te kijken naar het promotiemateriaal en de communicatie van de tokenemittent<sup>137</sup>. Indien de uit te geven tokens worden vermarkt bij het grotere publiek als een interessante belegging, dan zouden zij niettegenstaande hun overige kenmerken en componenten kwalificeren als investment tokens (en onderworpen zijn aan de financiële regelgeving – zie *infra*)<sup>138</sup>.

Analyseren hoe tokens worden vermarkt om te bepalen hoe ze moeten worden gelabeld, is een interessante benaderingswijze. Het nadeel van deze benaderingswijze is dat ze niet altijd valt te verzoenen met de economische substantie van de uitgegeven tokens. Een tokenemittent kan de nadruk hebben gelegd op hun utilitycomponent, om een kwalificatie als investment token te vermijden. Wij menen dat men veel beter kan kijken naar het eigenlijke ontwerp van de token zelf. Is de token “*by design*” *transferable* of overdraagbaar –

<sup>130</sup>. Die overdraagbaarheid kan mogelijk belangrijke gevolgen hebben vanuit financieelrechtelijk oogpunt. Zie hierover verder: “Kunnen tokens worden gekwalificeerd als financiële instrumenten”.

<sup>131</sup>. L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 19-20 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>132</sup>. EY, “Research: initial coin offerings (ICOs)” (december 2017), 36 (elektronisch beschikbaar via [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf)).

<sup>133</sup>. R. AMSDEN en D. SCHWEIZER, “Are Blockchain Crowdsales the New ‘Gold Rush’? Success Determinants of Initial Coin Offerings” (16 april 2018), 7-8 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3163849](http://www.ssrn.com/abstract=3163849)); A. GURREA-MARTINEZ en N. REMOLINA, “The Law and Finance of Initial Coin Offerings” (21 mei 2018), *Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper No. 4/2018*, 18 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3182261](http://www.ssrn.com/abstract=3182261)); T. BOURVEAU, E. T. DE GEORGE, A. ELLAHIE en D. MACCIOCCHI, “Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market” (juli 2018), 17 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3193392](http://www.ssrn.com/abstract=3193392)); L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 19 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>134</sup>. L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 19 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>135</sup>. P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 10 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)); A. COLLOMB, P. DE FILIPPI en K. SOK, “From IPOs to ICOs: The Impact of Blockchain Technology on Financial Regulation” (26 mei 2018), 27 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3185347](http://www.ssrn.com/abstract=3185347)); P. MOMTAZ, “Token Sales and Initial Coin Offerings: Introduction” (2 november 2018), 3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3277707](http://www.ssrn.com/abstract=3277707)).

<sup>136</sup>. FINMA, “Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)” (16 februari 2018), 3 ([www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en](http://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en)).

<sup>137</sup>. L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 33-34 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>138</sup>. L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 33-34 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

en dat is zeer vaak het geval – dan kan de token worden “genoteerd” op een secundaire markt (*i.e.* een zogenaamde *crypto exchange*) en het voorwerp uitmaken van een handel die vergelijkbaar is met de klassieke effectenhandel. De betrokken token *kan* dan, ongeacht zijn label als investment token of utility token, binnen het toepassingsgebied van de financiële reglementering vallen.

## 2. DE ITO VANUIT EEN FINANCIËELRECHTELIJK PERSPECTIEF

In dit deel wordt geanalyseerd wat de juridische status is van de in Deel 1. besproken “investment tokens” en “utility tokens”. Dit gebeurt vanuit een financieelrechtelijk perspectief. Een uitgifte van tokens is er – zoals wij ze in deze bijdrage beschouwen – primair immers net als een uitgifte van aandelen op gericht om fondsen op te halen bij het grotere publiek.

Wanneer we vanuit een vogelperspectief kijken naar het Belgisch financieel recht, kunnen we ten minste drie categorieën van “instrumenten” identificeren die potentieel aan tokens kunnen worden gelinkt. Het gaat om:

- financiële instrumenten;
- beleggingsinstrumenten; en
- financiële producten<sup>139</sup>.

Bepalen of tokens binnen deze categorieën vallen is om verschillende redenen van belang. Ten eerste is voor het aanbieden van beleggingsdiensten met betrekking tot financiële instrumenten een vergunning vereist. Ten tweede gelden voor het aanbieden van beleggingsinstrumenten aan het publiek specifieke informatieverplichtingen (*i.e.* de verplichting om een informatienota of een prospectus te publiceren). Ten derde kan de commercialisering of kunnen bepaalde vormen van commercialisering van financiële pro-

In het hierna volgende deel nemen we ITO’s onder de loep vanuit Belgisch financieelrechtelijk perspectief en beargumenteren we dat ook utility tokens – niettegenstaande hun benaming – onderworpen kunnen zijn aan bepaalde financiële regelgeving, of dat minstens zouden moeten zijn. Andere juridische vraagstukken met betrekking tot tokens, zoals hun burgerrechtelijke kwalificatie of hun statuut in het licht van de regels inzake consumentenbescherming, vallen buiten het bestek van deze bijdrage.

ducten aan niet-professionele cliënten door de FSMA worden verboden of aan beperkende voorwaarden worden onderworpen.

In wat volgt gaan we nader op elk van voormelde categorieën in.

### A. Kunnen tokens worden gekwalificeerd als financiële instrumenten?

Om deze vraag te kunnen beantwoorden dienen we eerst te weten wat precies onder het begrip “financieel instrument” wordt verstaan. De definitie van dit begrip is opgenomen in artikel 2, 1° van de wet financieel toezicht<sup>140</sup>, dat een omzetting is van Bijlage I, Deel C van de MiFID I-richtlijn<sup>141</sup> (inmiddels vervangen door de MiFID II-richtlijn<sup>142</sup>). Dit artikel bevat een limitatieve lijst met categorieën van waarden en rechten, die elk een “financieel instrument” uitmaken. Tokens zijn als dusdanig niet in deze lijst opgenomen. Dit betekent evenwel niet dat zij geen financiële instrumenten (kunnen) zijn.

Zoals recent werd gesignaleerd in de schoot van de ESMA<sup>143</sup> en al veel langer in de literatuur wordt aangenomen

<sup>139</sup> Er wordt in deze bijdrage uitdrukkelijk voor gekozen om enkel op deze categorieën van instrumenten in te gaan. Dit is verantwoord, gelet op het feit dat we de ITO bestuderen als een alternatieve wijze om fondsen op te halen en deze categorieën samen het toepassingsgebied van de belangrijkste financiële wetgeving ter zake afbakenen. Zie voor een analyse van de vraag of cryptoactiva binnen het toepassingsgebied van EMD2 en PSD2 vallen: EBA, Report with advice for the European Commission on crypto-assets (9 januari 2019), 30 p. (elektronisch beschikbaar via [www.eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf](http://www.eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf)).

<sup>140</sup> Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten (*BS* 4 september 2002, ed. 2, p. 39.121). Het begrip “financieel instrument” wordt ook als aanknopingspunt gebruikt in de wet van 25 oktober 2016 betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies (*BS* 18 november 2016, ed. 2, p. 76.915) en de wet van 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van richtlijn nr. 2014/65/EU (*BS* 7 december 2017, p. 107.933).

<sup>141</sup> Richtlijn nr. 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de richtlijnen nr. 85/611/EEG en nr. 93/6/EEG van de Raad en van richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van richtlijn nr. 93/22/EEG van de Raad (*Pb. L.* 30 april 2004, afl. 145, 1) (“*MiFID I-richtlijn*”).

<sup>142</sup> Richtlijn nr. 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van richtlijn nr. 2002/92/EG en richtlijn nr. 2011/61/EU (*Pb. L.* 12 juni 2014, afl. 173, 349) (“*MiFID II-richtlijn*”).

<sup>143</sup> Zie ESMA, “Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (9 januari 2019), 19-20 ([www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdNMN](http://www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdNMN)): de ESMA verwijst in haar advies naar een survey die werd uitgevoerd bij de nationale bevoegde autoriteiten (zoals de Belgische FSMA): “*The survey highlighted that most NCAs assessed that crypto-asset case 1, 2, 4 and 6 could be deemed as transferable securities and/or other types of financial instruments as defined under MiFID II, although there were some variations across NCAs on the number of cases that would qualify, depending on the Member State’s national definition of financial instruments.*” (eigen benadrukking). Zie voor de survey zelf: ESMA, “Annex 1 under Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets: Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs” (9 januari 2019), 28 p. ([www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Usl59BT0](http://www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Usl59BT0)).

men<sup>144</sup>, kan voor heel wat tokens worden beargumenteerd dat ze samenvallen met een bestaande subcategorie van “financiële instrumenten”, namelijk de categorie van de “effecten” (“*valeurs mobilières*” of “*transferable securities*”).

Effecten worden in artikel 2, 1<sup>o</sup>, a) *jo.* artikel 2, 31<sup>o</sup> van de wet financieel Toezicht (art. 4, 1., 44. van de MiFID II-richtlijn) gedefinieerd als: “*alle categorieën op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren, betaalinstrumenten uitgezonderd, zoals:*

- a) *aandelen in vennootschappen en andere met aandelen in vennootschappen, partnerships of andere entiteiten gelijk te stellen waardepapieren, alsmede aandelen-certificaten;*
- b) *obligaties en andere schuldinstrumenten, alsmede certificaten betreffende dergelijke effecten;*
- c) *alle andere waardepapieren die het recht verlenen die effecten te verwerven of te verkopen of die aanleiding geven tot een afwikkeling in contanten waarvan het bedrag wordt bepaald op grond van effecten, valuta's, rentevoeten of rendementen, grondstoffenprijzen of andere indexen of maatstaven*” (eigen benadrukking).

Wanneer we deze definitie wat verder ontleden wordt duidelijk welke tokens precies geacht kunnen worden effecten te zijn.

### ***i. Effecten zijn op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren, met uitzondering van betaalinstrumenten***

Effecten zijn volgens artikel 2, 31<sup>o</sup> van de wet financieel toezicht alle op “*de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren, betaalinstrumenten uitgezonderd*”. Wat betekent dit precies?

#### ***a) Overdraagbaarheid***

Een eerste en noodzakelijke voorwaarde om te kunnen spreken over een effect, is dat het moet gaan om een waardepapier dat overdraagbaar (“*transferable*”) is. Een waardepapier kan immers maar verhandelbaar zijn wanneer het kan worden overgedragen<sup>145</sup>.

Zoals we hiervoor reeds hebben uiteengezet geldt voor de meeste tokens die vandaag worden uitgegeven – of het nu gaat om investment of utility tokens – dat ze “*by design transferable*” zijn. Hun overdraagbaarheid is in hun programmering ingebed. Er bestaan echter ook tokens die volledig onoverdraagbaar zijn gemaakt. Is die onoverdraagbaarheid permanent (*i.e.* gaat het niet om een tijdelijke “*lock-up*”) dan zijn de betrokken tokens geen effecten<sup>146</sup>.

#### ***b) Verhandelbaarheid op de kapitaalmarkt***

Een tweede belangrijk element in de definitie van een effect is de “*verhandelbaarheid op de kapitaalmarkt*”. Wat precies onder het begrip kapitaalmarkt moet worden verstaan wordt niet in de wet vermeld. In het kader van een Q&A over de MiFID I-richtlijn werd hierover door de Europese Commissie gezegd: “*The notion of ‘capital market’ is not explicitly defined in MiFID. It is a broad one and is meant to include all contexts where buying and selling interests in securities meet.*” (eigen benadrukking)<sup>147</sup>.

De Europese Commissie laat het begrip kapitaalmarkt bewust open om het mogelijk te maken om de wetgeving inzake financiële markten toe te passen op nieuwe marktstructuren die bij het opstellen van de MiFID-reglementering niet waren of konden worden voorzien<sup>148</sup>. Jammer genoeg leidt de omschrijving die de Europese Commissie geeft tot een cirkelredenering, omdat ze zelf verwijst naar het begrip “*securities*” (effecten), waardoor opnieuw de vraag rijst wat daaronder precies moet worden verstaan<sup>149</sup>.

<sup>144</sup>. P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 20-25 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)); I. BARSAN, “Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO)” (2 november 2017), *Revue Trimestrielle de Droit Financier (RTDF)*, n° 3, 2017, 62-63 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3064397](http://www.ssrn.com/abstract=3064397)); P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 29-43 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)); L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 27-33 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)). Zie ook: SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 12-16 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)).

<sup>145</sup>. P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 30 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)).

<sup>146</sup>. P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 20-21 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)); P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 31-32 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)). Zie ook: A. COLLOMB, P. DE FILIPPI en K. SOK, “From IPOs to ICOs: The Impact of Blockchain Technology on Financial Regulation” (26 mei 2018), 12 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3185347](http://www.ssrn.com/abstract=3185347)).

<sup>147</sup>. European Commission, Q&As on MiFID, 1 beschikbaar via [www.ec.europa.eu/info/file/80605/download\\_en?token=eUK6oZzj](http://www.ec.europa.eu/info/file/80605/download_en?token=eUK6oZzj).

<sup>148</sup>. Zie ook N. VANDEZANDE, *Virtual currencies: a legal framework*, Leuven, Intersentia, 2018, 320.

<sup>149</sup>. P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 32 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)).

Wat in ieder geval vaststaat is dat een zogenaamde gereglementeerde markt in de zin van artikel 2, 3<sup>o</sup> van de wet financieel toezicht, dat ter zake naar artikel 3, 7<sup>o</sup> van de wet van 21 november 2017<sup>150</sup> verwijst, een kapitaalmarkt is<sup>151</sup>. Het probleem is dat tokens niet op die markten worden verhandeld, maar wel op zogenaamde *crypto exchanges*<sup>152</sup>.

De vraag of die *exchanges* kapitaalmarkten zijn, blijft dus open, maar is in wezen eigenlijk minder van belang<sup>153</sup>. Wat volgens de omschrijving van een effect wel van belang is, is dat de betrokken waardepapieren op een kapitaalmarkt *verhandelbaar* zijn. Er staat niet dat ze daar ook verhandeld moeten worden<sup>154</sup>. Welnu, het feit dat de meeste tokens actief worden verhandeld op *crypto exchanges* is o.i. een zeer duidelijke aanwijzing dat zij ook “op de kapitaalmarkten verhandelbaar zijn”<sup>155</sup>.

### c) Gestandaardiseerd

In het algemeen wordt aangenomen dat om verhandelbaar te kunnen zijn op de kapitaalmarkt, waardepapieren niet alleen overdraagbaar moeten zijn, maar ook “gestandaardiseerd”<sup>156</sup>. Dit wil zeggen dat ze moeten kunnen worden omschreven aan de hand van gemeenschappelijke kenmerken, zodat het voldoende is te verwijzen naar het type en het aantal waardepapieren om ze te kunnen verhandelen<sup>157</sup>. Anders gezegd, moet het mogelijk zijn ze te verhandelen zonder dat nog verdere onderhandelingen tussen partijen nodig zijn<sup>158</sup>.

We gaven al op verschillende plaatsen in deze bijdrage aan dat tokens verschillende kenmerken kunnen vertonen en diverse rechten kunnen belichamen. Hieruit mag niet worden afgeleid dat ze niet gestandaardiseerd zouden zijn. Ook binnen de meer klassieke effecten zoals aandelen kunnen verschillende klassen bestaan. Men neemt doorgaans aan dat het voldoende is dat de betrokken waardepapieren binnen dezelfde klasse onderling verwisselbaar zijn<sup>159</sup>. Voor tokens betekent dit het volgende: indien alle tokens in een bepaalde ITO van dezelfde soort zijn en dezelfde relevante kenmerken vertonen, dan zijn zij “gestandaardiseerd”. Dit is vandaag in de regel het geval<sup>160</sup>.

### d) Geen betaalinstrument

Om een effect te zijn, mag een waardepapier geen “betaalinstrument” zijn. Wat precies moet worden verstaan onder het begrip betaalinstrument wordt opnieuw niet in de wet vermeld. De Europese Commissie heeft in haar Q&A over de MiFID I-richtlijn evenwel aangegeven dat hieronder het volgende moet worden verstaan: “‘*Instruments of payment*’ are securities which are used only for the purposes of payment and not for investment. For example, this notion usually includes cheques, bills of exchanges, etc.”<sup>161</sup>.

Het mag duidelijk zijn dat tokens in principe niet zullen kwalificeren als betaalinstrumenten.

<sup>150</sup> Wet van 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van richtlijn 2014/65/EU (BS 7 december 2017, p. 107.933).

<sup>151</sup> Art. 3, 7<sup>o</sup> van de wet van 21 november 2017 definieert een gereglementeerde markt als “een door een marktexploitant geëxploiteerd en/of beheerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem – samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten, en waaraan vergunning is verleend en die regelmatig werkt, overeenkomstig Titel III van richtlijn nr. 2014/65/EU”.

<sup>152</sup> Zie: P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 21 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)).

<sup>153</sup> Zie: P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 21 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)).

<sup>154</sup> European Commission, Q&As on MiFID, 9 beschikbaar via [www.ec.europa.eu/info/file/80605/download\\_en?token=eUK6oZzj](http://www.ec.europa.eu/info/file/80605/download_en?token=eUK6oZzj); P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 35 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)). Zie ook: ESMA, “Annex 1 under Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets: Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs” (9 januari 2019), 6 ([www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BTo](http://www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BTo)).

<sup>155</sup> Wij treden op dit punt P. HACKER en C. THOMALE bij. Zie: P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 21-22 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)). Zie ook: ESMA, “Annex 1 under Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets: Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs” (9 januari 2019), 6 ([www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BTo](http://www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BTo)).

<sup>156</sup> Zie opnieuw P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 22 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)), met verschillende verwijzingen naar Duitse doctrine.

<sup>157</sup> P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 22 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)).

<sup>158</sup> P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 37 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)).

<sup>159</sup> P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 23 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)). Zie ook: ESMA, “Annex 1 under Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets: Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs” (9 januari 2019), 5 ([www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BTo](http://www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BTo)).

<sup>160</sup> P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 38 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)).

<sup>161</sup> European Commission, Q&As on MiFID, 1 beschikbaar via [www.ec.europa.eu/info/file/80605/download\\_en?token=eUK6oZzj](http://www.ec.europa.eu/info/file/80605/download_en?token=eUK6oZzj). Zie ook N. VANDEZANDE, *Virtual currencies: a legal framework*, Leuven, Intersentia, 2018, 320.



## ii. *Vergelijkbaarheid met bestaande categorieën van waardepapieren*

Volgens verschillende auteurs is het niet voldoende dat tokens overdraagbaar, verhandelbaar en gestandaardiseerd zijn, om als effecten te kunnen kwalificeren<sup>162</sup>. Zij zouden bovendien ook vergelijkbaar moeten zijn met de voorbeelden van waardepapieren die in artikel 2, 31°, a), b) en c) van de wet financieel toezicht (art. 4, 1., 44, a), b) en c) van de MiFID II-richtlijn) zijn opgesomd. Andere auteurs geven o.i. terecht aan dat er geen enkele reden is om aan te nemen dat alleen “vergelijkbare” waardepapieren effecten zouden uitmaken<sup>163</sup>. Het is ook totaal niet duidelijk welke mate van vergelijkbaarheid dan nodig zou zijn, opdat een ander waardepapier dan opgesomd in artikel 2, 31°, a), b) of c) van de wet financieel toezicht (art. 4, 1., 44., a), b) of c) van de MiFID II-richtlijn), een effect zou zijn.

We kunnen uit de inleidende overwegingen bij de MiFID II-richtlijn alleen maar afleiden dat de Europese wetgever het aangewezen vond om “*in de lijst van financiële instrumenten ook van grondstoffen afgeleide instrumenten op te nemen alsmede andere instrumenten die zodanig zijn ontworpen en zodanig worden verhandeld dat zij regelgevingskwesties doen rijzen die vergelijkbaar zijn met die welke zich voordoen in verband met traditionele financiële instrumenten*”<sup>164</sup> (eigen benadrukking). De Europese wetgever heeft hier o.i. evenwel geen vergelijkbaarheidsvoorwaarde voor de waardepapieren zelf mee ingesteld.

Als men dan toch zo graag wil vergelijken, moet men ook erkennen dat empirisch onderzoek heeft uitgewezen dat nagenoeg alle tokens – met name deze die verhandelbaar zijn op *crypto exchanges* (i.e. deze die “*by design transferable*”

zijn) – zich gedragen zoals aandelen<sup>165</sup>. Dit ondersteunt het standpunt dat zij evenzeer effecten zijn.

Hoe het ook zij, het kamp van degenen die vergelijkbaarheid met bestaande waardepapieren prediken, lijkt vandaag door de meeste nationale toezichthouders te worden verwoed<sup>166</sup>. Een zelfde teneur valt op te tekenen in een expertenrapport dat recent door een *Securities and Markets Stakeholder Group* (“SMSG”) werd opgesteld ter attentie van de ESMA<sup>167</sup>.

Hoe wordt er vandaag vanuit financieel regulator oogpunt meestal naar tokens gekeken? Kort gesteld, worden de tokens die wij investment tokens hebben genoemd in het algemeen geacht voldoende vergelijkbaar te zijn met aandelen en obligaties om als effecten (en bij uitbreiding financiële instrumenten) te kunnen worden gekwalificeerd. Determinerend daarbij is dat zij net als klassieke aandelen en obligaties recht geven op toekomstige kasstromen of uitkeringen (*cf.* dividenden)<sup>168</sup> en het vermogen hebben om in waarde te stijgen door hun verhandelbaarheid op *crypto exchanges*<sup>169</sup>. Ook het feit dat zij hun houders een vorm van stem- en/of bestuursrechten toekennen, wederom vergelijkbaar met aandelen, wordt in aanmerking genomen<sup>170</sup>. Dit alles evenwel zonder dat zij noodzakelijkerwijze eigendomsrechten in een vennootschap hoeven te vertegenwoordigen<sup>171</sup>.

De tokens die algemeen bekend staan onder de noemer utility tokens worden doorgaans niet gezien als effecten, ondanks het feit dat ze in de regel net als investment tokens overdraagbaar, verhandelbaar en gestandaardiseerd zijn. Dit komt omdat zij in principe niet worden gecreëerd om toekomstige kasstromen te genereren, maar om op een functio-

<sup>162</sup>. P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 24 *et seq.* (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)); L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 29-33 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>163</sup>. P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 40-41 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)).

<sup>164</sup>. Zie inleidende overw. 8 bij de MiFID II-richtlijn. Het mag duidelijk zijn dat de meeste tokens inderdaad regelgevingskwestie doen rijzen die vergelijkbaar zijn met die welke zich voordoen in verband met traditionele instrumenten.

<sup>165</sup>. E. LYANDRES, B. PALAZZO en D. RABETTI, “Are Tokens Securities? An Anatomy of Initial Coin Offerings” (18 november 2018), 29 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3287583](http://www.ssrn.com/abstract=3287583)).

<sup>166</sup>. Zo kan worden afgeleid uit ESMA, “Annex 1 under Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets: Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs” (9 januari 2019), 12-16 ([www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BT0](http://www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BT0)).

<sup>167</sup>. SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 12-16 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)).

<sup>168</sup>. L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 31-32 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)). Zie ook: SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 14 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)); ESMA, “Annex 1 under Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets: Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs” (9 januari 2019), 12 ([www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BT0](http://www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BT0)).

<sup>169</sup>. Zie ook: SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 14 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)).

<sup>170</sup>. P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 26-27 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)); L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 32 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>171</sup>. Zie ook: ESMA, “Annex 1 under Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets: Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs” (9 januari 2019), 3 ([www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BT0](http://www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BT0)).

nele wijze gebruik te maken van een bepaald product of een bepaalde dienst<sup>172</sup>. Ze verschillen hierdoor van het model van aandelen. Als zij hun houder(s) al bepaalde “stemrechten” verlenen, dan zijn deze rechten veelal bedoeld om hen toe te laten de functionaliteit van het product of de dienst mee vorm te geven. De houders van utility tokens worden dus eerder als consumenten gezien dan als beleggers<sup>173</sup>.

Utility tokens worden ook niet als vergelijkbaar beschouwd met schuldinstrumenten, omdat ze hun houders geen vordering van een geldelijke of financiële aard verlenen, maar

hoogstens een vordering om gebruik te maken van een product of dienst<sup>174</sup>.

Voor wat we pure utility tokens hebben genoemd is de conclusie heel eenvoudig. Ze zijn niet overdraagbaar dus kunnen geen effecten zijn. De vraag of zij al dan niet vergelijkbaar zijn met traditionele effecten hoeft bijgevolg zelfs niet te worden gesteld.

De huidige “*state of the art*” inzake de kwalificatie van tokens als financiële instrumenten lijkt dan ook als volgt te kunnen worden samengevat<sup>175</sup>:

**Figuur 2**

	Investment token	Utility token	Pure utility token	Cryptocurrency
Financieel instrument?	Ja	Neen	Neen	Neen

Zoals aangegeven wijkt ons persoonlijk standpunt hier enigszins van af. In tegenstelling tot wat vandaag de courante opvatting lijkt te zijn, menen wij dat ook utility tokens kwalificeren als effecten en bijgevolg als financiële instrumenten. Zo goed als alle utility tokens zijn “*by design transferable*”. Die overdraagbaarheid of “*transferability*” zorgt ervoor dat ze kunnen worden “genoteerd” en verhandeld op een *crypto exchange*. Dit maakt dat zij “verhandelbaar zijn op de kapitaalmarkt”. We stellen verder vast dat de utility tokens die in het kader van een utility token ITO worden uitgegeven in de regel ook “gestandaardiseerd” zijn. Deze elementen zijn o.i. voldoende om te kunnen besluiten dat zij evenzeer effecten zijn.

Het gros van de utility tokens die vandaag op de markt zijn worden actief – en vaak uitsluitend speculatief – verhandeld<sup>176</sup>. Investeerders kopen ze niet vanwege de “*utility*” die eraan vastkleeft, maar veeleer omdat zij verwachten op korte termijn een meerwaarde op deze tokens te kunnen realiseren door ze te verkopen via een *crypto exchange*<sup>177</sup>. Deze realiteit doet risico’s voor beleggers ontstaan die – om in het in de geest van de MiFID II-richtlijn te zeggen – zeer vergelijk-

baar zijn met de risico’s gekend op de traditionele kapitaalmarkten (bv. wat betreft marktmisbruik)<sup>178</sup>.

Om te beoordelen of tokens effecten zijn, zou men o.i. veel beter kijken naar het eigenlijke ontwerp van de tokens. Zijn de tokens “*by design transferable*” of overdraagbaar – en dat is zoals we reeds hebben aangegeven zeer vaak het geval – dan kunnen zij worden “genoteerd” op een secundaire markt (*i.e.* een zogenaamde *crypto exchange*) en het voorwerp uitmaken van een handel die vergelijkbaar is met de klassieke effectenhandel. Zijn zij daarenboven ook nog eens gestandaardiseerd, wat veelal het geval is, dan moet men hen behandelen als financiële instrumenten.

We zijn ons er terdege van bewust dat dit standpunt vandaag allicht maar een zeer beperkt aantal medestanders vindt. Echter, ook de *Securities and Markets Stakeholder Group* (“SMSG”) erkende recent in haar rapport aan de ESMA dat het wenselijk zou zijn om overdraagbare utility tokens als financiële instrumenten aan te merken. Hoewel de SMSG meent dat hiervoor een uitbreiding van de lijst van financiële instrumenten onder de MiFID II-richtlijn nodig is, is haar insteek wel dezelfde.

<sup>172</sup> P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 33-34 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)); L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 31-32 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>173</sup> P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 34 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)). Vgl. V. BURILOV, “Utility Token Offerings and Crypto Exchange Listings: how regulation can help?” (13 november 2018), 6 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3284049](http://www.ssrn.com/abstract=3284049)).

<sup>174</sup> P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 29 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)).

<sup>175</sup> Zie ook: ESMA, “Annex 1 under Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets: Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs” (9 januari 2019), 28 p. ([www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BT0](http://www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BT0)).

<sup>176</sup> Een andere vaststelling is dat meer en meer ondernemers lijken te kiezen voor de ontwikkeling van utility tokens om fondsen voor hun onderneming op te halen, gevoerd door het idee dat dergelijke tokens buiten het toepassingsgebied van de financiële reglementering vallen.

<sup>177</sup> A. COLLOMB, P. DE FILIPPI en K. SOK, “From IPOs to ICOs: The Impact of Blockchain Technology on Financial Regulation” (26 mei 2018), 31-32 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3185347](http://www.ssrn.com/abstract=3185347)).

<sup>178</sup> Vgl. SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 14 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)).

### iii. *Lessen uit het buitenland?*

Het idee dat tokens in bepaalde omstandigheden kunnen worden aangemerkt als effecten, werd in de regulatoire context voor het eerst geopperd in de Verenigde Staten van Amerika door de Securities and Exchange Commission (“SEC”). De SEC was de eerste toezichthouder die een standpunt innam omtrent de toepassing van effectenwetgeving op de verkoop van tokens. Zij bracht op 25 juli 2017 een onderzoeksrapport uit over de toepassing van de Amerikaanse effectenwetgeving op zogenaamde “DAO-tokens”<sup>179</sup>. De DAO (kort voor “*Decentralised Autonomous Organisation*”) was<sup>180</sup> een virtueel netwerk van “*smart contracts*” dat in 2016 werd opgezet in Duitsland en dat bedoeld was om te functioneren als een gedistribueerd investeringsvehikel<sup>181</sup>. De DAO-tokens gaven beleggers de mogelijkheid om mee te beslissen hoe de middelen die in het kader van de openbare aanbidding ervan werden opgehaald verder zouden worden geïnvesteerd. Zij kenden hun houders stemrechten toe betreffende bepaalde investeringsvoorstellen en het recht om te delen in eventuele toekomstige winsten<sup>182</sup>. Het DAO-token toonde zo belangrijke gelijkenissen met een klassiek aandeel<sup>183</sup>; niettegenstaande het feit dat de DAO zelf uitsluitend een virtueel bestaande kende<sup>184</sup>.

De vraag die door de SEC moest worden beantwoord, was of de DAO-token een “*investment contract*” was, een *catch-all* subcategorie van het begrip “*security*”, het aanknopingspunt

voor de toepassing van de Amerikaanse effectenwetgeving<sup>185</sup>. De subcategorie “*investment contract*” werd jaren geleden door de Amerikaanse federale wetgever in het leven geroepen om nieuwe en innovatieve financiële instrumenten te ondervangen die niet de vorm hebben van klassieke effecten, maar soortgelijke rechten toekennen<sup>186</sup>. De precieze invulling ervan werd – en wordt ook vandaag nog steeds – overgelaten aan de rechtspraak. Een van de belangrijkste uitspraken in deze context is die van het Amerikaanse Hoogerechtshof in de *Howey*-zaak<sup>187</sup>. In deze zaak werd een test ontwikkeld om te bepalen of een bepaalde belegging (sactiviteit) kan worden aangemerkt als een “*investment contract*”. Die test – die vandaag algemeen bekend staat als de “*Howey*-test” – bestaat uit vier elementen die gezamenlijk een “*investment contract*” definiëren, namelijk: 1) een investering van geld (“*an investment of money*”) in 2) een gemeenschappelijke onderneming (“*in a common enterprise*”) met 3) de redelijke verwachting van winst (“*with a reasonable expectation of profit*”) die 4) voortvloeit uit de ondernemings- of managementinspanningen van anderen (“*derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others*”)<sup>188</sup>. Men zegt wel eens dat de *Howey*-test een typisch voorbeeld is van een “*substance over form*”-benadering, omdat hij zich richt op het resultaat van een transactie en niet op de manier waarop ze is gestructureerd<sup>189</sup>.

De SEC kwam in haar onderzoeksrapport tot de conclusie dat de door de DAO uitgegeven tokens een “*investment contract*” vormden en “*securities*” waren in de zin van de Ame-

<sup>179</sup> SEC, “Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO” (25 juli 2017), 18p. (elektronisch beschikbaar via [www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf](http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf)).

<sup>180</sup> Niet lang na de lancering ervan en voordat hij volledig operationeel was werd de DAO gehackt omwille van een bug in de code. Zie o.m. R. ROBINSON, “The new digital wild west: regulating the explosion of initial coin offerings” (1 september 2017), 4 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3087541](http://www.ssrn.com/abstract=3087541)); H. BENEDETTI en L. KOSTOVETSKY, “Digital Tulips? Returns to Investors in Initial Coin Offerings” (20 mei 2018), 10 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3182169](http://www.ssrn.com/abstract=3182169)); A. GURREA-MARTINEZ en N. REMOLINA, “The Law and Finance of Initial Coin Offerings” (21 mei 2018), *Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper No. 4/2018*, 18-19 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3182261](http://www.ssrn.com/abstract=3182261)); A. COLLOMB, P. DE FILIPPI en K. SOK, “From IPOs to ICOs: The Impact of Blockchain Technology on Financial Regulation” (26 mei 2018), 34 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3185347](http://www.ssrn.com/abstract=3185347)).

<sup>181</sup> C. JENTZSCH, “Decentralized Autonomous Organization to Automate Governance” (2016), 1-3 (elektronisch beschikbaar via [www.download.slock.it/public/DAO/WhitePaper.pdf](http://www.download.slock.it/public/DAO/WhitePaper.pdf)). Zie ook: P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 10 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)).

<sup>182</sup> C. JENTZSCH, “Decentralized Autonomous Organization to Automate Governance” (2016), 2 (elektronisch beschikbaar via [www.download.slock.it/public/DAO/WhitePaper.pdf](http://www.download.slock.it/public/DAO/WhitePaper.pdf)). Zie voor een overzichtelijke beschrijving ook: R. ROBINSON, “The new digital wild west: regulating the explosion of initial coin offerings” (1 september 2017), 31-34 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3087541](http://www.ssrn.com/abstract=3087541)); L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 6-7 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>183</sup> J. ROHR en A. WRIGHT, “Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets” (4 oktober 2017), *Cardozo Legal Studies Research Paper No. 527*, 24-25 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3048104](http://www.ssrn.com/abstract=3048104)); P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 10-11 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)).

<sup>184</sup> R. ROBINSON, “The new digital wild west: regulating the explosion of initial coin offerings” (1 september 2017), 3 en 5 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3087541](http://www.ssrn.com/abstract=3087541)).

<sup>185</sup> Zie Sec. 2(a) van de US Securities Act van 1933. Zie ook: L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 18 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>186</sup> P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 17 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)).

<sup>187</sup> *SEC / W.J. Howey Co.*, 1946, 328 U.S. 293.

<sup>188</sup> *SEC / W.J. Howey Co.*, 1946, 328 U.S. 293, 301. Zie ook: *United Housing Found., Inc. / Forman*, 1975, 421 U.S. 837, 852-853; *SEC / Edwards*, 2004, 540 U.S. 389, 393.

<sup>189</sup> P. MAUME en M. FROMBERGER, “Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws” (15 juni 2018), 18 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3200037](http://www.ssrn.com/abstract=3200037)); L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 18 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

rikaanse effectenwetgeving. Beleggers betaalden voor de DAO-tokens met ether, wat volgens de SEC kon worden gezien als een inbreng van waarde en dus als een “investering van geld”<sup>190</sup>. Omdat de houders van de DAO-tokens mee projecten konden kiezen en zicht hadden op deelname in de winsten van de gekozen projecten, maakte de DAO volgens de SEC een gemeenschappelijke onderneming uit en was er ook sprake van een redelijke verwachting van winst<sup>191</sup>. Die verwachting zou mee zijn geschapen door het Duitse bedrijf Slock.it dat betrokken was geweest bij het opzetten van het DAO-project en de zogenaamde DAO-beheerders (“*DAO-curators*”), door Slock.it uitgekozen personen die de taak hadden om interessante investeringsprojecten op te sporen<sup>192</sup>. Hoewel de “*smart contracts*” zo waren geprogrammeerd dat de finale investeringsbeslissingen zouden worden genomen door de houders van de DAO-tokens, meende de SEC dat Slock.it en de DAO-beheerders, een onmisbare rol hadden gespeeld in de functionering van de DAO. De door de beleggers te verwachte winsten konden dus ook geacht worden voort te vloeien uit de management-inspanningen van anderen. Kortom, de uitgifte van de DAO-tokens had bij de SEC moeten worden geregistreerd<sup>193</sup>.

Van belang om te noteren is dat de DAO-tokens onder onze tokenclassificatie kwalificeren als investment tokens<sup>194</sup>. De SEC heeft in haar onderzoeksrapport dus in wezen bevestigd dat deze tokens effecten (“*securities*”) zijn onder de Amerikaanse effectenwetgeving<sup>195</sup>.

Niet lang nadat zij een oordeel velde in het DAO-onderzoek, herhaalde de SEC haar standpunt in de *Munchee*-zaak<sup>196</sup>,

stellende dat zogeheten MUN-tokens “*investment contracts*” waren en dus “*securities*” onder de Amerikaanse effectenwetgeving. Munchee was een Californisch bedrijf dat een applicatie ontwikkelde om restaurantmaaltijden te beoordelen. Om die applicatie verder te kunnen uitbouwen en een nieuw ecosysteem tot stand te kunnen brengen waarbinnen restauranthouders ertoe zouden worden aangezet advertenties te kopen, wilde Munchee MUN-tokens uitgeven<sup>197</sup>. De verkoop van een deel van die tokens moest de verdere ontwikkeling van de applicatie ondersteunen. Munchee hield een deel van de tokens voor zichzelf, om algemene bedrijfsuitgaven te dekken en om beloningen in de Munchee-app te kunnen uitbetalen met tokens<sup>198</sup>. Munchee had het plan opgevat om wie in een restaurant maaltijden consumeerde met MUN-tokens te betalen voor het schrijven van recensies en advertentieruimte te verkopen aan restauranthouders in ruil voor MUN-tokens. De tokens zouden verder ook in-app gebruikt kunnen worden om bepaalde voordelen te kopen. De bedoeling was dat de MUN-tokens na de uitgifte zouden kunnen worden verhandeld op een secundaire markt (met name op een *crypto exchange*)<sup>199</sup>. De MUN-tokens gaven geen recht op een dividend of op een andere periodieke betaling, maar beleggers konden verwachten te profiteren van de waardestijging van hun MUN-tokens als gevolg van de inspanningen van Munchee. Niet onbelangrijk is dat de MUN-tokens zo ook actief waren gepromoot ten aanzien van kandidaat beleggers<sup>200</sup>.

Het valt meteen op dat de MUN-tokens niet helemaal hetzelfde zijn als de DAO-tokens. Het belangrijkste verschil

<sup>190</sup> SEC, “Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO” (25 juli 2017), 11 (elektronisch beschikbaar via [www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf](http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf)).

<sup>191</sup> SEC, “Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO” (25 juli 2017), 11-12 (elektronisch beschikbaar via [www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf](http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf)). Zie ook: J. PRESTON, “Initial Coin Offerings: Innovation, Democratization and the SEC”, *16 Duke L. & Tech. Rev.* 318 (2017-2018), (318) 324.

<sup>192</sup> SEC, “Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO” (25 juli 2017), 12-15 (elektronisch beschikbaar via [www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf](http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf)).

<sup>193</sup> Zie ook: L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 19 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>194</sup> Zie ook: I. BARSAN, “Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO)” (2 november 2017), *Revue Trimestrielle de Droit Financier (RTDF)*, n° 3, 2017, 55 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3064397](http://www.ssrn.com/abstract=3064397)); I. H-Y CHIU, “Decoupling tokens from trading: reaching beyond investment regulation for regulatory policy in initial coin offerings”, *International Business Law Journal (I.B.L.J.)*, 2018/3, (265) 266; L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 16 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>195</sup> R. AMSDEN en D. SCHWEIZER, “Are Blockchain Crowdsales the New ‘Gold Rush’? Success Determinants of Initial Coin Offerings” (16 april 2018), 9. (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3163849](http://www.ssrn.com/abstract=3163849)). Zie voor een aantal zeer kritische beschouwingen ten aanzien van het oordeel van de SEC: R. ROBINSON, “The new digital wild west: regulating the explosion of initial coin offerings” (1 september 2017), 36-48 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3087541](http://www.ssrn.com/abstract=3087541)).

<sup>196</sup> SEC, “Order instituting cease-and-desist proceedings pursuant to section 8A of the securities Act of 1933, making finds, and imposing a cease-and-desist order, in the matter of Munchee, Inc.” (11 december 2017), Release No. 10445, 10 p. (elektronisch beschikbaar via [www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf](http://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf)).

<sup>197</sup> L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 5 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>198</sup> L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 5 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>199</sup> SEC, “Order instituting cease-and-desist proceedings pursuant to section 8A of the securities Act of 1933, making finds, and imposing a cease-and-desist order, in the matter of Munchee, Inc.” (11 december 2017), Release No. 10445, 9 (elektronisch beschikbaar via [www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf](http://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf)).

<sup>200</sup> SEC, “Order instituting cease-and-desist proceedings pursuant to section 8A of the securities Act of 1933, making finds, and imposing a cease-and-desist order, in the matter of Munchee, Inc.” (11 december 2017), Release No. 10445, 9 (elektronisch beschikbaar via [www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf](http://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf)).

tussen beiden – maar er zijn er zeker nog andere – is dat de MUN-tokens hun houders bepaalde gebruiksrechten (zogenaamde “*utility rights*”) toekenden. De SEC stelde in haar “*order*” evenwel dat het feit dat de MUN-tokens een praktisch gebruik hadden op zich niet uitsluit dat zij kwalificeren als “*securities*”<sup>201</sup>.

Met haar Munchee *order* gaf de SEC aan dat ook die tokens die inmiddels algemeen bekend staan als “*utility tokens*” onder de Amerikaanse effectenwetgeving (kunnen) vallen. De SEC hanteert – in vergelijking met sommige andere toezichthouders (zie ook verder) – een ruime interpretatie van het effectenbegrip en kijkt naar de economische realiteit die achter iedere transactie schuilgaat.

SEC-voorzitter Jay Clayton verklaarde in dit verband op 11 december 2017 zeer treffend: “*Certain market professionals have attempted to highlight utility characteristics of their proposed initial coin offerings in an effort to claim that their proposed tokens or coins are not securities. Many of these assertions appear to elevate form over substance. Merely calling a token a ‘utility’ token or structuring it to provide some utility does not prevent the token from being a security. Tokens and offerings that incorporate features and marketing efforts that emphasize the potential for profits based on the entrepreneurial or managerial efforts of others continue to contain the hallmarks of a security under U.S. law.*

(...)

*It is especially troubling when the promoters of these offerings emphasize the secondary market trading potential of these tokens. Prospective purchasers are being sold on the potential for tokens to increase in value – with the ability to lock in those increases by reselling the tokens on a secondary market – or to otherwise profit from the tokens based on the efforts of others. These are key hallmarks of a security and a securities offering.*”<sup>202</sup>.

Het feit dat het niet altijd eenvoudig is om te bepalen of een token kwalificeert als een financieel instrument, of buiten deze notie valt, werd vorig jaar ook in Malta onderkend. Na

twee publieke consultaties over enerzijds een “*Discussion Paper on Initial Coin Offerings, Virtual Currencies and Related Service Providers*”<sup>203</sup> en anderzijds een “*Consultation Paper on the Financial Instrument Test*”<sup>204</sup>, werd in Malta een afzonderlijk wettelijk kader ingevoerd om orde op zaken te stellen in het domein van de cryptoactiva én een oplossing voor dit probleem aan te reiken.

Die oplossing kreeg vorm in de *Virtual Financial Assets Act* (“VFAA”), aangenomen door het Maltese parlement in juli 2018<sup>205</sup>. De VFAA heeft als doel een belangrijke leemte op te vullen in de bescherming van beleggers die intekenen op wat de Maltese wetgever virtuele financiële activa (“*virtual financial assets*”) heeft genoemd. Ze bevat zowel regels voor het aanbieden van virtuele financiële activa aan het publiek, als regels over het aanbieden van beleggingsdiensten met betrekking tot dergelijke activa, in of vanuit Malta<sup>206</sup>. Zonder op alle details van het VFAA-regime te willen ingaan, is het relevant om er hier even bij stil te staan. De Maltezen hebben namelijk een eigen manier ontwikkeld om met de kwalificatieproblematiek omtrent tokens om te gaan.

Kort gesteld wordt in de VFAA een onderscheid gemaakt tussen vier categorieën van activa die gebaseerd zijn op/ gebruik maken van *distributed ledger technologie* (door de Maltese wetgever “*DLT assets*” of “*DLT activa*” genoemd – in weze cryptoactiva). Het gaat om:

- (i) financiële instrumenten (“*financial instruments*”), zijnde die DLT activa die kwalificeren als financiële instrumenten onder de MiFID II-richtlijn;
- (ii) elektronisch geld (“*electronic money*”), zijnde die DLT activa die kwalificeren als elektronisch geld onder de E-Money-richtlijn<sup>207</sup>;
- (iii) virtuele tokens (“*virtual tokens*”), zijnde die DLT activa wier gebruik (“*utility*”), waarde of toepassing beperkt is tot de aankoop van goederen of diensten, hetzij op het DLT platform waarop of in verband waarmee ze werden uitgegeven, hetzij binnen een beperkt netwerk van DLT platforms, met uitsluiting van DLT exchanges (*i.e. crypto exchanges*); en

<sup>201</sup>. De SEC stelde letterlijk het volgende: “*Even if MUN tokens had a practical use at the time of the offering, it would not preclude the token from being a security. Determining whether a transaction involves a security does not turn on labelling – such as characterizing an ICO as involving a ‘utility token’ – but instead requires an assessment of the economic realities underlying a transaction.*” (eigen benadrukking) (SEC, “Order instituting cease-and-desist proceedings pursuant to section 8A of the securities Act of 1933, making finds, and imposing a cease-and-desist order, in the matter of Munchee, Inc.” (11 december 2017), Release No. 10445, 9 (elektronisch beschikbaar via [www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf](http://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf))).

<sup>202</sup>. Zie J. CLAYTON, “Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings”, 11 december 2017, [www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11](http://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11).

<sup>203</sup>. MFSA, “Discussion Paper on Initial Coin Offerings, Virtual Currencies and Related Service Providers” (30 november 2017) 8 (elektronisch beschikbaar via [www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/Announcements/Consultation/2017/20171130\\_DiscussionPaperVCs.pdf](http://www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/Announcements/Consultation/2017/20171130_DiscussionPaperVCs.pdf)).

<sup>204</sup>. MFSA, “Consultation Paper on the Financial Instrument Test” (13 april 2018) (elektronisch beschikbaar via [www.maltablockchainsummit.com/wp-content/uploads/2018/06/Financial-instruments-test.pdf](http://www.maltablockchainsummit.com/wp-content/uploads/2018/06/Financial-instruments-test.pdf)).

<sup>205</sup>. De Engelstalige versie van deze wet kan worden geraadpleegd via: [www.justiceservices.gov.mt/DownloadDocument.aspx?app=lp&itemid=29079&l=1](http://www.justiceservices.gov.mt/DownloadDocument.aspx?app=lp&itemid=29079&l=1).

<sup>206</sup>. Zie ook C. BUTTIGIEG en C. EFTHYMIPOULOS, “The regulation of crypto assets in Malta: The Virtual Financial Assets Act and beyond”, *Law and Financial Markets Review* 2018, 4 (elektronisch beschikbaar via [www.doi.org/10.1080/17521440.2018.1524687](http://www.doi.org/10.1080/17521440.2018.1524687)).

<sup>207</sup>. Richtlijn nr. 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 nr. 2005/60/EG en nr. 2006/48/EG en tot intrekking van richtlijn nr. 2000/46/EG (*Pb. L.* 10 oktober 2009, afl. 267, 7) (de “*E-Money-richtlijn*”).

- (iv) virtuele financiële activa (“*virtual financial assets*”), zijnde die DLT activa die buiten het toepassingsgebied vallen van de andere drie genoemde categorieën<sup>208</sup>.

Voor deze laatste categorie – en enkel deze – werd in de VFAA een afzonderlijk regulatorisch regime uitgewerkt. Duiding over de precieze invulling en omvang ervan, kan worden teruggevonden in een FAQs-document over het “*Virtual Financial Assets Framework*” dat op de website van de *Maltese Financial Services Authority* (“MFSA”) kan worden geraadpleegd<sup>209</sup>. Daaruit kan worden afgeleid dat de tokens die wij utility tokens hebben genoemd, onder het VFAA-regime kwalificeren als gereguleerde virtuele financiële activa (zij kunnen in de regel immers worden verhandeld op DLT exchanges)<sup>210</sup> en dat de groep van tokens die wij pure utility tokens hebben genoemd, onder de derde niet nader gereguleerde categorie virtuele tokens valt<sup>211</sup>.

De VFAA is erop gericht om de informatieasymmetrie tussen emittenten van virtuele financiële activa en beleggers die erop intekenen weg te nemen. Ze bevat een set regels die emittenten die virtuele financiële activa willen aanbieden aan het publiek verplicht om een “*white paper*” op te stellen en dat document – dat aan een reeks wettelijk vastgestelde minimumvereisten dient te voldoen<sup>212</sup> – voorafgaandelijk te laten registreren bij de MFSA. Emittenten moeten hiervoor verplicht een zogenaamde “VFA-agent” aanstellen, die zowel in het kader van de uitgifte, als daarna een belangrijke compliancerol heeft te vervullen<sup>213</sup>.

Het feit dat de Maltese wetgever het nodig vond om voor “virtuele financiële activa” een eigen regime uit te werken, toont aan dat hij er een beperktere interpretatie van de notie “financieel instrument” op nahoudt dan degene die wij hierboven hebben verdedigd. Hoewel we het niet helemaal met die interpretatie eens zijn, moeten we wel erkentelijk zijn voor de manier waarop hij is omgegaan met de problematiek

die gepaard gaat met de financieelrechtelijke kwalificatie van een token. De Maltese wetgever heeft de MFSA de bevoegdheid gegeven om een test uit te werken om te bepalen of een DLT actief binnen het toepassingsgebied van de VFAA valt of niet<sup>214</sup>. Die test, die uiteindelijk de “*Financial Instrument Test*” werd gedoopt, werd uitgewerkt in een interactieve excel-file die op de website van de MFSA kan worden gedownload<sup>215</sup>. Hij is als volgt opgebouwd: wie de test invult moet vragen beantwoorden in verschillende kwalificatie sub-tests (*i.e.* tabs in de excel-file). Deze vragen houden verband met de overdraagbaarheid/uitwisselbaarheid van het DLT actief en de rechten die eraan verbonden zijn (bv. het recht op een financiële uitkering)<sup>216</sup>. Wanneer de uitkomst van elk van de kwalificatie sub-tests negatief is, dan kwalificeert het betrokken DLT actief als een “virtueel financieel actief” en valt het binnen het toepassingsgebied van de VFAA<sup>217</sup>. Deze benaderingswijze verschilt van de eerder besproken *Howey-test*, die een stuk subjectiever is<sup>218</sup>. Ze knoopt aan bij de rechten en karakteristieken van een bepaald cryptoactief en niet bij de inspanningen en intenties van de emittent ervan en de motivatie van de belegger om het digitale actief aan te kopen<sup>219</sup>.

Wanneer we iets dichter bij huis kijken, zien we dat ook onze Franse bureaus zich zeer recent over de kwalificatieproblematiek hebben gebogen. Zij hebben het wel over een ietwat andere boeg gegooid. Vergelijkbaar met de situatie in Malta, heeft de Franse wetgever er met het oog op de bescherming van de beleggers voor gekozen om een eigen wettelijk kader uit te werken voor de verschillende activiteiten die verband houden met de uitgifte van, de belegging in, en de levering van diensten in verband met cryptoactiva. Dit kader, momenteel nog in ontwerp, zal naar alle waarschijnlijkheid dit jaar van kracht worden. “*Le projet de loi PACTE*”<sup>220</sup>, waarin het is opgenomen, werd op 9 oktober 2018 in eerste lezing goedgekeurd door de Assemblée nationale. Bij het

<sup>208</sup>. Zie art. 2 van de VFAA.

<sup>209</sup>. Zie MFSA, “Virtual Financial Assets Framework, Frequently Asked Questions”, [www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/LegislationRegulation/regulation/VF%20Framework/20180831\\_VFARFAQs\\_v1.00.pdf](http://www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/LegislationRegulation/regulation/VF%20Framework/20180831_VFARFAQs_v1.00.pdf).

<sup>210</sup>. Zie MFSA, “Virtual Financial Assets Framework, Frequently Asked Questions”, 7 [www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/LegislationRegulation/regulation/VF%20Framework/20180831\\_VFARFAQs\\_v1.00.pdf](http://www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/LegislationRegulation/regulation/VF%20Framework/20180831_VFARFAQs_v1.00.pdf).

<sup>211</sup>. Zie voor een gelijkaardige conclusie en kritische beschouwingen: V. BURILOV, “Utility Token Offerings and Crypto Exchange Listings: how regulation can help?” (13 november 2018), 65 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3284049](http://www.ssrn.com/abstract=3284049)).

<sup>212</sup>. Die minimumvereisten zijn geïnspireerd op de vereisten die zijn opgenomen in de prospectusverordening. Zie ook C. BUTTIGIEG en C. EFTHYMIPOULOS, “The regulation of crypto assets in Malta: The Virtual Financial Assets Act and beyond”, *Law and Financial Markets Review* 2018, 5 (elektronisch beschikbaar via [www.doi.org/10.1080/17521440.2018.1524687](http://www.doi.org/10.1080/17521440.2018.1524687)).

<sup>213</sup>. C. BUTTIGIEG en C. EFTHYMIPOULOS, “The regulation of crypto assets in Malta: The Virtual Financial Assets Act and beyond”, *Law and Financial Markets Review* 2018, 6-7 (elektronisch beschikbaar via [www.doi.org/10.1080/17521440.2018.1524687](http://www.doi.org/10.1080/17521440.2018.1524687)). Art. 47 van de VFAA.

<sup>214</sup>. De excel-file kan worden gedownload via: [www.mfsa.com.mt/pages/viewcontent.aspx?id=680](http://www.mfsa.com.mt/pages/viewcontent.aspx?id=680).

<sup>215</sup>. Zie ter zake ook de “*Guidance Note to the Financial Instrument Test*”, beschikbaar via [www.mfsa.com.mt/pages/viewcontent.aspx?id=680](http://www.mfsa.com.mt/pages/viewcontent.aspx?id=680).

<sup>216</sup>. Zie ook V. BURILOV, “Utility Token Offerings and Crypto Exchange Listings: how regulation can help?” (13 november 2018), 66 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3284049](http://www.ssrn.com/abstract=3284049)).

<sup>217</sup>. C. BUTTIGIEG en C. EFTHYMIPOULOS, “The regulation of crypto assets in Malta: The Virtual Financial Assets Act and beyond”, *Law and Financial Markets Review* 2018, 5 (elektronisch beschikbaar via [www.doi.org/10.1080/17521440.2018.1524687](http://www.doi.org/10.1080/17521440.2018.1524687)).

<sup>218</sup>. C. BUTTIGIEG en C. EFTHYMIPOULOS, “The regulation of crypto assets in Malta: The Virtual Financial Assets Act and beyond”, *Law and Financial Markets Review* 2018, 5 (elektronisch beschikbaar via [www.doi.org/10.1080/17521440.2018.1524687](http://www.doi.org/10.1080/17521440.2018.1524687)).

<sup>219</sup>. Het ontwerp – dat voluit *projet de loi relatif a la croissance et la transformation des entreprises* heet – kan worden geraadpleegd via: [www.assemblee-nationale.fr/15/pdf/projets/pl1088.pdf](http://www.assemblee-nationale.fr/15/pdf/projets/pl1088.pdf).

schrijven van deze bijdrage is het in behandeling in de Franse Senaat<sup>221</sup>.

De krachtlijnen van de nieuwe Franse wetgeving kunnen als volgt worden samengevat. Om te beginnen voorziet de Franse wetgever in artikel 26 van *Le projet de loi PACTE* een systeem van facultatieve goedkeuring van een openbare aanbidding van tokens (in het Frans “*jetons*”)<sup>222</sup>. Artikel 26 – dat voorziet in de invoering van een aantal nieuwe bepalingen in de Franse Code monétaire et financier – bepaalt dat emittenten van tokens op vrijwillige basis een visum kunnen aanvragen bij de Autorité des Marchés Financiers (“AMF”). Om daarvoor in aanmerking te komen, mogen zij niet binnen het toepassingsgebied van de bestaande regelgeving vallen (men denke hierbij in het bijzonder aan de financiële regelgeving<sup>223</sup>) en moeten zij in Frankrijk gevestigd zijn of daar als rechtspersoon geregistreerd zijn. Concreet betekent dit dat tokens die kwalificeren als financiële instrumenten – en de Franse wetgever lijkt daarbij de tokens die wij investment tokens hebben genoemd voor ogen te hebben<sup>224</sup> – niet onder het visum-regime zullen vallen<sup>225</sup>. Het zijn de uitgevers van de hierboven besproken utility tokens die van het nieuwe regime gebruik zullen kunnen maken<sup>226</sup>. Men houdt er met andere woorden ook in Frankrijk een engere interpretatie van de notie financieel instrument op na<sup>227</sup>.

De AMF zal voor het verlenen van een visum aan een emittent van tokens moeten nagaan of de voorgestelde aanbidding bepaalde minimumgaranties biedt inzake beleggersbescherming. Ze zal daarbij in het bijzonder aandacht besteden aan de kwaliteit van het informatiedocument dat ter beschikking zal worden gesteld aan beleggers (de inhoud van de zogenaamde “*white paper*” wordt dus erg belangrijk), het

bestaan van een systeem voor het toezicht op en de bescherming van de opgehaalde middelen, de aard van het te gebruiken promotiemateriaal en de reclame. Na afloop van de aanbidding zal de emittent die een AMF-visum heeft aangevraagd verplicht zijn de beleggers in kennis te stellen van de opgehaalde middelen en het bestaan van een secundaire markt, als die er is. De emittent die een AMF-visum aanvraagt zal tevens onderworpen zijn aan de Franse AMF-wetgeving<sup>228</sup>.

Emittenten die een visum hebben verkregen zullen worden opgenomen op een “witte lijst” die door de AMF op haar website zal worden bekendgemaakt. Wie op die lijst voorkomt zal worden geacht een respectabele emittent te zijn die voldoet aan de regelgeving. Het AMF-visum zal dus als het ware gelden als een soort van kwaliteitslabel. De Franse wetgever wil op deze manier het aantal frauduleuze uitgiftes tot een minimum beperken<sup>229</sup>. Wordt er foutieve of misleidende informatie verspreid over het AMF-visum, de reikwijdte of de gevolgen ervan, dan kan de AMF een openbare verklaring afleggen waarin naar deze feiten en naar de personen die ervoor verantwoordelijk zijn wordt verwezen<sup>230</sup>.

*Le projet de loi PACTE* bepaalt ook dat door de AMF goedgekeurde emittenten van tokens recht hebben op een bankrekening. Hun toegang tot spaar- en zichtrekeningen moet voldoende uitgebreid zijn om hen in staat te stellen deze diensten ook daadwerkelijk te gebruiken. Een kredietinstelling die de toegang tot een bankrekening weigert, moet de reden daarvoor meedelen aan de Franse banktoezichthouder<sup>231</sup>. De Franse wetgever wil er op deze manier voor zorgen dat tech-ondernemers ook daadwerkelijk een onderneming in Frankrijk kunnen ontplooiën.

<sup>221</sup>. Zie m.b.t. de status van het wetgevend proces: [www.economie.gouv.fr/plan-entreprises-pacte](http://www.economie.gouv.fr/plan-entreprises-pacte).

<sup>222</sup>. Een *jeton* wordt in de *Le projet de loi PACTE* gedefinieerd als “*tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits, pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d’un dispositif d’enregistrement électronique partage permettant d’identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien*”.

<sup>223</sup>. Dit wordt in *Le projet de loi PACTE* tot uitdrukking gebracht via de bewoordingen: “*Les dispositions du présent chapitre s’appliquent à toute offre de jetons qui n’est pas régie par les livres I<sup>er</sup> à IV, le chapitre VIII du titre IV du présent livre ou le chapitre I<sup>er</sup> du présent titre*”, die bij aanneming van het wetsontwerp in een nieuw in de Code monétaire et financier in te voegen art. L. 552-1, tweede lid zullen worden opgenomen. Worden o.m. bedoeld, de bepalingen over “*les instruments financiers*” (livre II, titre I<sup>er</sup>), “*les produits d’épargne*” (livre II, titre II), enz.

<sup>224</sup>. Zo kan impliciet worden afgeleid uit de *memorie van toelichting* bij het voorgestelde art. 26 van *Le projet de loi PACTE*. Zie *exposé des motifs projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises*, p. 29 (elektronisch beschikbaar via [www.assemblee-nationale.fr/15/pdf/projets/pl1088.pdf](http://www.assemblee-nationale.fr/15/pdf/projets/pl1088.pdf)).

<sup>225</sup>. Zie ook C. LE MOIGN, “French ICOs – A new method of financing?” (november 2018), 10 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Letres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Letres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)).

<sup>226</sup>. Zie voor een gelijkkluidende vaststelling: C. BUTTIGIEG en C. EFTHYMIPOULOS, “The regulation of crypto assets in Malta: The Virtual Financial Assets Act and beyond”, *Law and Financial Markets Review* 2018, 2 (elektronisch beschikbaar via [www.doi.org/10.1080/17521440.2018.1524687](http://www.doi.org/10.1080/17521440.2018.1524687)).

<sup>227</sup>. Zo blijkt opnieuw ook uit de *memorie van toelichting* bij het voorgestelde art. 26 van *Le projet de loi PACTE*, waarin wordt gesteld: “*En particulier, la plupart de ces jetons ne répondent pas aux éléments de définition des titres financiers. Cette situation a pour avantage de laisser libre cours à l’innovation. Elle a néanmoins pour inconvénient de mettre sur le même plan tout type d’émetteur et de projet, sans fournir aux souscripteurs de jetons des moyens suffisants pour distinguer les offres sérieuses de celles abusives, et les acteurs qui mettent en œuvre des diligences en matière d’information, d’identification et de connaissance du client, de ceux qui ne respectent aucune règle.*” Zie *exposé des motifs projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises*, p. 29 (elektronisch beschikbaar via [www.assemblee-nationale.fr/15/pdf/projets/pl1088.pdf](http://www.assemblee-nationale.fr/15/pdf/projets/pl1088.pdf)).

<sup>228</sup>. C. LE MOIGN, “French ICOs – A new method of financing?” (november 2018), 22 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Letres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Letres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)).

<sup>229</sup>. Zie ook *exposé des motifs projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises*, p. 30 (elektronisch beschikbaar via [www.assemblee-nationale.fr/15/pdf/projets/pl1088.pdf](http://www.assemblee-nationale.fr/15/pdf/projets/pl1088.pdf)).

<sup>230</sup>. Zie art. 26 van *Le projet de loi PACTE*.

<sup>231</sup>. De “*Autorité de contrôle prudentiel et de résolution*”.

Naast deze nieuwe regels die tot doel hebben de primaire markt voor tokens te reguleren, bevat *le projet de loi PACTE* ook een nieuw statuut van “aanbieder van diensten op het gebied van digitale activa”. De Franse wetgever wil daarmee de bemiddelingsactiviteiten in verband met tokens: bewaring, aan- en verkoop, het aanbieden van handelsplatformen, enz., nader regelen. Het nieuwe statuut omvat een aantal regels die gemeenschappelijk zijn voor alle diensten (zoals anti-witwasverplichtingen), en een reeks regels die specifiek zijn voor de betrokken activiteit. Deze laatste regels zijn gebaseerd op de vereisten die gelden voor diensten in verband met financiële instrumenten<sup>232</sup>.

Nog interessant om te noteren is dat *le projet de loi PACTE* ook de voorwaarden voor belegging door gespecialiseerde professionele beleggingsfondsen versoepelt om hen in staat te stellen in tokens te beleggen<sup>233</sup>.

De Franse benadering van het cryptofenomeen is interessant en kan tegen de achtergrond van de doelstelling ervan, met name om een minimale bescherming te bieden aan token beleggers, worden toegejuicht. Helaas biedt zij geen antwoord op de vraag welke criteria in aanmerking worden genomen om te bepalen of een token kwalificeert als een financieel instrument of niet. Daarvoor blijft overleg met de AMF nodig op een “*case by case*” basis. Het valt af te wachten of de determinerende elementen die tijdens dat overleg tot een welbepaalde beslissing hebben geleid, zullen worden bekendgemaakt.

Voor zover hierover nog twijfel zou bestaan, blijkt uit voorafgevoerde voorbeelden uit het buitenland dat er vandaag heel wat onduidelijkheid bestaat omtrent de vraag welke tokens kunnen worden gekwalificeerd als “effecten” (en bij uitbreiding als “financiële instrumenten” onder de MiFID II-richtlijn)<sup>234</sup>. Dit leidt tot regulatoire competitie in een domein dat om een uniforme en globale aanpak vraagt<sup>235</sup>. Wij hopen

samen met de MSG dat de ESMA er alsnog voor kiest om waar mogelijk verdere sturing te geven omtrent de interpretatie van het Europese effectenbegrip en dat de Europese wetgever het cryptofenomeen ter harte neemt en – hetzij via een uitbreiding van de huidige regelgeving, hetzij via een afzonderlijk *bespoke* regime – een einde maakt aan de onzekerheid in dit domein<sup>236</sup>.

## B. Kunnen tokens worden gekwalificeerd als beleggingsinstrumenten?

Om deze vraag te kunnen beantwoorden dienen we, net als in de vorige afdeling over financiële instrumenten, te weten wat juist onder het begrip “beleggingsinstrumenten” wordt verstaan. De definitie van dit begrip is opgenomen in artikel 4<sup>237</sup> van de prospectuswet<sup>238</sup>. Dit artikel bevat net als artikel 2 van de wet financieel toezicht een lijst met categorieën van waarden en rechten die elk een beleggingsinstrument uitmaken. Het zal allicht niet verwonderen dat tokens niet in deze lijst zijn opgenomen. Echter, in tegenstelling tot de lijst opgenomen in artikel 2 van de wet financieel toezicht is de lijst opgenomen in artikel 4 van de prospectuswet niet exhaustief. Artikel 4 bevat twee ruim geformuleerde vangnet- of “*catch-all*”-clausules die bepalen dat:

- (i) alle contracten die rechten vertegenwoordigen op andere beleggingsinstrumenten dan effecten (art. 4, § 1, 9<sup>o</sup>)<sup>239</sup>, en
- (ii) alle andere instrumenten die het mogelijk maken een financiële belegging uit te voeren, ongeacht de onderliggende activa (art. 4, § 1, 10<sup>o</sup>)<sup>240</sup>, beleggingsinstrumenten zijn.

Als we deze “*catch-all*”-clausules toepassen op tokens, dan zijn o.i. alle tokens – en alle daarop gebaseerde derivaten – die “*by design*” kunnen worden overgedragen (dus met uit-

<sup>232</sup> Zie ook C. LE MOIGN, “French ICOs – A new method of financing?” (november 2018), 22 (elektronisch beschikbaar via [www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b)).

<sup>233</sup> De betrokken digitale activa moeten op een betrouwbare wijze zijn gevalideerd en over voldoende liquiditeit beschikken om het beleggingsfonds in staat te stellen om aan zijn verplichtingen tegenover zijn aandeelhouders te voldoen.

<sup>234</sup> Zo blijkt ook zeer duidelijk uit ESMA, “Annex 1 under Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets: Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs” (9 januari 2019), 28 p. ([www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BT0](http://www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BT0)).

<sup>235</sup> Zie ook ESMA, “Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (9 januari 2019), 40 ([www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdNMN](http://www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdNMN)).

<sup>236</sup> Vgl. SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 16 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)).

<sup>237</sup> Vanaf 21 juli 2019 art. 3 van de wet van 11 juli 2018 op de aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt (*BS* 20 juli 2019, ed. 2, p. 58.312), hierna de “*nieuwe prospectuswet*”.

<sup>238</sup> Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt (*BS* 21 juni 2006, p. 31.352). Deze wet zal na een overgangsfase volledig worden opgeheven en vervangen door de nieuwe prospectuswet. Deze wet treedt gefaseerd in werking. De bepalingen over de drempel voor de toepassing van de prospectusplicht (art. 7, § 1) en de regeling rond de zogenaamde informatienota (*i.e.* een document dat veel beperkter is dan een prospectus en dat ertoe sterkt de toegang tot financiering te vergemakkelijken voor kleine ondernemingen – zie Boek II, Titel III, Hoofdstuk II) zijn in werking getreden op 21 juli 2018. De resterende bepalingen, die de eigenlijke implementatie van de prospectusverordening (zoals hierna gedefinieerd) inhouden, zullen op 21 juli 2019 in werking treden samen met de prospectusverordening. Zie art. 102-104 van de nieuwe prospectuswet voor een overzicht van de overgangsbepalingen en de gefaseerde inwerkingtreding van de nieuwe prospectuswet.

<sup>239</sup> Vanaf 21 juli 2019 art. 3, § 1, 10<sup>o</sup> van de nieuwe prospectuswet.

<sup>240</sup> Vanaf 21 juli 2019 art. 3, § 1, 11<sup>o</sup> van de nieuwe prospectuswet.



zondering van wat we “pure utility tokens” hebben genoemd) beleggingsinstrumenten. Zij kunnen als gevolg van hun overdraagbaar karakter (dat is vastgelegd in hun programmering) worden “genoteerd” en verhandeld op *crypto exchanges*, waar zij het voorwerp kunnen uitmaken van speculatie door beleggers. Deze kenmerken maken dat zij een beleggingsaspect belichamen (*i.e.* ze maken een financiële belegging mogelijk)<sup>241</sup>.

Hierbij valt op te merken dat het Belgische begrip “beleggingsinstrumenten” veel ruimer is dan het begrip “effecten”<sup>242</sup> dat wordt gebruikt als aanknopingspunt in de prospectusrichtlijn<sup>243</sup> en de opvolger daarvan, de prospectusverordening<sup>244</sup>. Beleggingsinstrumenten omvatten de categorie “effecten”, waarvan de definitie is gebaseerd op de tekst van artikel art. 4, 1., 18. van de MiFID I-richtlijn (vervangen door art. 4, 1., 44. van de MiFID II-richtlijn). De reikwijdte van deze definitie en de toepassing ervan op tokens hebben we al besproken in onze analyse van het begrip “financieel instrument” hierboven.

Wanneer we verder kijken naar de structuur van de prospectuswet, dan blijkt dat daarin een onderscheid wordt gemaakt tussen twee prospectusregimes: een regime voor transacties die zijn geharmoniseerd door de prospectusrichtlijn en een regime voor transacties die niet zijn geharmoniseerd door de prospectusrichtlijn. Het eerste regime – dat nog geldt tot 21 juli 2019 – geldt voor elke openbare aanbieding van effecten met een totale tegenwaarde van meer dan 5.000.000 EUR (en op elke toelating van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt waarvoor de publicatie van een prospectus vereist is); het tweede regime is bij het finaliseren van deze tekst niet langer onverkort van toepassing. Het gold tot 21 juli 2018 voor alle openbare aanbiedingen in België van andere “beleggingsinstrumenten” dan effecten (en de toelating tot de verhandeling ervan op een gereglementeerde markt waarvoor de publicatie van een prospectus vereist was) en alle openbare aanbiedingen van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 5.000.000 EUR die geheel of gedeeltelijk op het Belgische grondgebied werden gedaan.

Sedert 21 juli 2018 moet, ingevolge de gedeeltelijke inwerkingtreding van de nieuwe prospectuswet en een aantal bepalingen van de prospectusverordening, rekening worden gehouden met een nieuw regime<sup>245</sup>. Op (i) de aanbiedingen

van beleggingsinstrumenten aan het publiek waarvan de totale tegenwaarde in de Unie minder bedraagt dan of gelijk is aan 5.000.000 EUR, berekend over een periode van 12 maanden; (ii) de aanbiedingen van beleggingsinstrumenten aan het publiek die zijn of zullen worden toegelaten tot de verhandeling op een advies van de FSMA door de Koning aangeduide MTF, en waarvan de totale tegenwaarde in de Unie minder bedraagt dan of gelijk is aan 8.000.000 EUR, berekend over een periode van 12 maanden; en (iii) de toelatingen van beleggingsinstrumenten tot verhandeling op een op advies van de FSMA door de Koning aangeduide MTF of een bepaald segment daarvan (art. 10 nieuwe prospectuswet), is voortaan niet langer het niet-geharmoniseerde regime uit de prospectuswet van toepassing, maar wel het nieuwe regime uit Boek II, Titel III, Hoofdstuk II van de nieuwe prospectuswet. Kort gesteld moet volgens dit nieuwe regime een informatienota worden gepubliceerd, die veel beknopter is dan een prospectus, waarin volgens een bepaald schema belangrijke informatie over het aanbod aan beleggers wordt gegeven.

Vanaf 21 juli 2019 zal ook het eerste regime uit de prospectuswet volledig verdwijnen, omdat dan de prospectusverordening volledig in werking treedt. Vanaf dat ogenblik zullen de regimes uit de nieuwe prospectuswet (die de huidige prospectuswet integraal zal vervangen en onder meer (de drempel voor de toepassing van) de prospectusplicht volledig zal doortrekken naar aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die geen effecten zijn) en de prospectusverordening (die rechtstreeks toepasselijk is) gezamenlijk het nieuwe reglementaire kader vormen.

Als we het standpunt innemen dat alle tokens die “*by design*” overdraagbaar (en verhandelbaar) zijn “effecten” zijn, dan zijn de daaraan gerelateerde ITO’s in de regel onderworpen aan het geharmoniseerde prospectusregime uit de prospectuswet (en met ingang van 21 juli 2019 aan de prospectusverordening)<sup>246</sup>. Dit betekent zeer concreet dat deze verrichtingen maar mogen plaatsvinden mits publicatie van een prospectus. Zoals we hierboven al hebben aangegeven bij onze analyse van de vraag of tokens kunnen worden gekwalificeerd als financiële instrumenten lijkt er voor dit standpunt niet m.b.t. alle tokens eenzelfde draagvlak te bestaan (in het bijzonder niet voor wat betreft op een secundaire markt verhandelbare utility tokens). Het past evenwel te benadruk-

<sup>241</sup>. Zie voor een meer uitgebreide analyse van en discussie over de verstrekende gevolgen van de ruime definitie van beleggingsinstrumenten in de prospectuswet: J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006. Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank Fin.R.* 2006, 185-186.

<sup>242</sup>. Vgl. R. HOUBEN, “Bitcoin: there are two sides to every coin”, *TBH* 2015, 152.

<sup>243</sup>. Richtlijn nr. 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van richtlijn nr. 2001/34/EG (*Pb. L.* 31 december 2003, afl. 345, 64) (“*prospectusrichtlijn*”).

<sup>244</sup>. Verordening (EU) nr. 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van richtlijn nr. 2003/71/EG (*Pb. L.* 30 juni 2017, afl. 168, 12) (“*prospectusverordening*”).

<sup>245</sup>. Zie art. 104, § 2 van de nieuwe prospectuswet en art. 49 van de prospectusverordening.

<sup>246</sup>. Vgl. ESMA, “Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (9 januari 2019), 23 ([www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdNMN](http://www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdNMN)).

ken dat zelfs wanneer deze tokens niet zouden kwalificeren als effecten, ze naar Belgisch recht nog altijd zullen kwalificeren als (andere) beleggingsinstrumenten. Dit betekent dat de openbare aanbidding<sup>247</sup> ervan op zijn minst de opmaak en publicatie van een informatienota vereist<sup>248</sup>.

We merken volledigheidshalve op dat de nieuwe prospectuswet – die op dit punt tot 21 juli 2019 nog gedeeltelijk van toepassing blijft samen met de prospectuswet<sup>249</sup> – wel nog altijd een aantal aanbiedingen uitdrukkelijk vrijstelt van voormelde informatieverplichtingen, zoals:

- a) de aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die uitsluitend gericht zijn aan gekwalificeerde beleggers<sup>250</sup>;
- b) de aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die, per lidstaat van de Europese Economische Ruimte, gericht zijn aan minder dan 150 natuurlijke of rechtspersonen die geen gekwalificeerde beleggers zijn;
- c) de aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die een totale tegenwaarde van ten minste 100.000 EUR per belegger en per afzonderlijke aanbidding vereisen;
- d) de aanbiedingen van beleggingsinstrumenten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 100.000 EUR<sup>251</sup>.

Deze vrijstellingen, in de praktijk beter bekend als “*private placement exemptions*”, worden vaak ingeroepen bij traditionele kapitaalmarkttransacties. Zij kunnen – minstens in theorie – ook worden ingeroepen in het kader van ITO’s<sup>252</sup>. De vraag is echter of ze in die context veel soelaas zullen bieden<sup>253</sup>.

## C. Kunnen tokens worden gekwalificeerd als financiële producten?

In België heeft het directiecomité van de FSMA de bevoegdheid gekregen om, overeenkomstig artikel 30*bis*, eerste lid, 1° van de wet financieel toezicht, de commercialisering of bepaalde vormen van commercialisering van “financiële producten” aan niet-professionele cliënten te verbieden of aan beperkende voorwaarden te onderwerpen. Het heeft van die bevoegdheid gebruik gemaakt op 3 april 2014 en heeft een reglement uitgevaardigd tot instelling van een commercialiseringsverbod van bepaalde financiële producten aan niet-professionele cliënten in België, dat werd goedgekeurd bij koninklijk besluit van 24 april 2014 (hierna het “*FSMA-reglement*”)<sup>254</sup>.

Artikel 2, 2° van het FSMA-reglement bepaalt dat “*het verboden is om in België beroepshalve een financieel product te commercialiseren aan een of meerdere niet-professionele cliënten waarvan het rendement rechtstreeks of onrechtstreeks afhangt van virtueel geld*”. Dit artikel werd aanvankelijk ingevoerd om een verbod in te stellen op de commercialisering van derivaten op virtueel geld (zoals Bitcoin)<sup>255</sup>. Het toepassingsgebied ervan is evenwel veel ruimer. In de eerste plaats omdat het begrip “financiële producten” in zeer ruime termen wordt gedefinieerd als “spaar-, beleggings- en verzekeringsproducten” (“*les produits d’épargne, d’investissement ou d’assurance*”)<sup>256</sup>. Maar vooral omdat de term “virtueel geld” gedefinieerd wordt als “*elke vorm van niet gereguleerd digitaal geld zonder wettelijke betaalkracht*”<sup>257</sup>.

<sup>247</sup>. Als een aanbidding van beleggingsinstrumenten aan het publiek wordt beschouwd: “*een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling (dus ook het Internet (!)) waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbidding en de aangeboden effecten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze beleggingsinstrumenten te besluiten*” (art. 4, 2° nieuwe prospectuswet). Vgl. met art. 3, § 1 van de prospectuswet dat een openbare aanbidding definieert als “*een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling verstaan waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbidding en de aangeboden beleggingsinstrumenten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze beleggingsinstrumenten te besluiten, en die wordt verricht door de persoon die in staat is om de beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen, dan wel door een persoon die handelt voor rekening van laatstgenoemde persoon*”.

<sup>248</sup>. En wanneer bij volledige inwerkingtreding van de nieuwe prospectuswet op 21 juli 2019 de drempel voor de prospectusplicht wordt bereikt (*i.e.* wanneer de totale tegenwaarde van de aanbidding in de Unie meer bedraagt dan 5.000.000 EUR, berekend over een periode van 12 maanden of 8.000.000 EUR, eveneens berekend over een periode van 12 maanden, voor zover de aanbidding betrekking heeft op andere beleggingsinstrumenten dan effecten die zijn of zullen worden toegelaten tot de verhandeling op een op advies van de FSMA door de Koning aangeduide MTF) een prospectus.

<sup>249</sup>. Zie art. 103, § 2 van de nieuwe prospectuswet.

<sup>250</sup>. Bv.: kredietinstellingen of beleggingsondernemingen, nationale en regionale overheden, enz.

<sup>251</sup>. Zie art. 3, § 2 prospectuswet en art. 10, § 3, 1° van de nieuwe prospectuswet, samengelezen met art. 1, 4. van de prospectusverordening.

<sup>252</sup>. Vgl. met de *private placement exemptions* opgenomen in de *Federal Securities Laws* van de Verenigde Staten van Amerika, die recent succesvol werden ingeroepen als “*safe harbour*” voor hogergenoemde SAFT’s. Zie in dit verband bv. de ITO van Filecoin ([www.coinlist.co/assets/index/filecoin\\_index/Protocol%20Labs%20-%20SAFT%20-%20Private%20Placement%20Memorandum-bbd65da01fd4a15219c49ad20fb9e28681adec9fae744c41cccd124545c4c73.pdf](http://www.coinlist.co/assets/index/filecoin_index/Protocol%20Labs%20-%20SAFT%20-%20Private%20Placement%20Memorandum-bbd65da01fd4a15219c49ad20fb9e28681adec9fae744c41cccd124545c4c73.pdf)).

<sup>253</sup>. P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 37 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)).

<sup>254</sup>. Reglement van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten betreffende het commercialiseringsverbod van bepaalde financiële producten aan niet-professionele cliënten (*BS* 20 mei 2014, ed. 2, p. 40.096).

<sup>255</sup>. Persbericht FSMA, “Commercialiseringsverbod van bepaalde financiële producten”, 21 mei 2014 ([www.fsma.be/en/news/ban-marketing-certain-financial-products](http://www.fsma.be/en/news/ban-marketing-certain-financial-products)).

<sup>256</sup>. Een financieel product wordt in art. 1, 1° van het FSMA-reglement gedefinieerd door te verwijzen naar art. 2, 39° van de wet financieel toezicht.

<sup>257</sup>. Art. 1, 6° van het FSMA-reglement.

Als we deze definities toepassen op ITO's en ICO's en de "tokens", respectievelijk "cryptocurrencies" die in het kader daarvan worden uitgegeven, dan is het duidelijk dat artikel 2, 2° van het FSMA-reglement ook kan worden toegepast op andere cryptocurrencies dan Bitcoin (bv. XRP of Litecoin). Minder duidelijk is of artikel 2, 2° van het FSMA-reglement ook kan worden toegepast op tokens. De term "beleggingsproducten" – een subcategorie van het begrip financiële producten – lijkt tokens te omvatten, maar is helaas niet gedefinieerd in het FSMA-reglement. Uit een nadere analyse van het begrip financiële producten blijkt dat dit begrip ook wordt gebruikt om het toepassingsgebied af te bakenen van het koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten<sup>258</sup> (het "KB commercialisering"). Welnu, in tegenstelling tot het FSMA-reglement bevat het KB commercialisering een definitie van het begrip "beleggingsproducten" (art. 2, 5°). Deze definitie bevat een verwijzing naar het begrip "beleggingsinstrumenten" zoals gedefinieerd in artikel 4 van de prospectuswet. We gaven eerder al aan dat dit begrip o.i. ook tokens omvat (zie *supra*). En wanneer tokens als beleggingsinstrumenten kwalificeren, dan kwalificeren ze ook als beleggingsproducten en bij uitbreiding als financiële producten. De volgende vraag is natuurlijk of dit betekent dat de commercialisering van tokens aan niet-professionele cliënten in België verboden is. Wij menen van niet. Hoewel tokens kunnen worden gekwalificeerd als financiële producten<sup>259</sup>, hangt hun rendement niet direct of indirect af van virtueel geld (zoals een derivaat op Bitcoin), maar van hun gebruik en/of de inspanningen van de tokenemittent. Minstens spelen deze elementen een belangrijke rol.

#### D. Mogen in België (beleggings)diensten m.b.t. ITO's en tokens worden aangeboden?

Zoals we in de inleiding bij deze bijdrage hebben aangegeven, gaan er in de ITO-markt als maar meer (virtuele) fondsen om. Het feit dat de ITO-markt zo lucratief is geworden, heeft tot gevolg dat ook andere actoren dan tokenemittenten zich op deze markt zijn beginnen te begeven. Zij hopen via de aanbieder van diverse diensten in verband met ITO's en tokens ook een graantje van het hele cryptogebeuren te kunnen meepikken. De vraag rijst of zij dat ook in België kunnen en vooral mogen doen.

Het korte antwoord op die vraag klinkt allicht bevestigend. Als we er echter van uitgaan dat "by design" overdraagbare tokens financiële instrumenten zijn (zie *supra*), dan zullen ze voor een groot aantal van deze diensten – namelijk voor die diensten die "beleggingsdiensten" zijn – wel een vergunning nodig hebben<sup>260</sup>. Beleggingsdiensten mogen uitsluitend worden aangeboden door financiële dienstverleners die op grond van de wet van 25 oktober 2016 betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies<sup>261</sup> van de FSMA (of de NBB) een vergunning hebben verkregen om beleggingsdiensten te verstrekken. Het gaat daarbij om de volgende diensten en activiteiten (art. 2, 1°):

- het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten, met inbegrip van het met elkaar in contact brengen van twee of meer beleggers waardoor tussen deze beleggers een verrichting tot stand kan komen;
- het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten;
- het handelen voor eigen rekening;
- vermogensbeheer;
- beleggingsadvies;
- het overnemen van financiële instrumenten en/of plaatsen van financiële instrumenten met plaatsingsgarantie;
- het plaatsen van financiële instrumenten zonder plaatsingsgarantie;
- het uitbaten van multilaterale handelsfaciliteiten;
- het uitbaten van georganiseerde handelsfaciliteiten.

Wanneer de uitgegeven tokens kwalificeren als beleggingsinstrumenten (zie *supra*) – dan moet de betrokken financiële dienstverlener ook rekening houden met het bemiddelingsmonopolie uiteengezet in de artikelen 55 en 56 van de prospectuswet<sup>262</sup>. Laatstgenoemde artikelen bepalen dat enkel gereguleerde financiële instellingen die zijn opgelijst in de prospectuswet<sup>263</sup> in België bemiddelingswerkzaamheden mogen verrichten die verband houden met een aanbod van beleggingsinstrumenten. Volgens artikel 13 van de prospectuswet<sup>264</sup> wordt onder bemiddeling verstaan "elke tussenkomst ten aanzien van beleggers, zelfs al is zij tijdelijk of bijkomstig en in welke hoedanigheid ook, in de plaatsing van beleggingsinstrumenten voor rekening van de aanbieder of de uitgevende instelling, tegen een vergoeding of voordeel van welke aard ook, rechtstreeks of onrecht-

<sup>258</sup>. Koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten (BS 12 juni 2014, p. 44.471). Vgl. R. HOUBEN, "Bitcoin: there are two sides to every coin", *TBH* 2015, 152-154.

<sup>259</sup>. Dit betekent, voor alle duidelijkheid, dat de verkoop ervan aan niet-professionele cliënten onderworpen is aan het KB commercialisering.

<sup>260</sup>. Het is op heden onduidelijk of de FSMA dit standpunt (ten volle) deelt. Bij gebrek aan verdere richtlijnen, is het raadzaam om eerst met de FSMA te overleggen alvorens diensten in verband met tokens aan te bieden aan klanten in België.

<sup>261</sup>. Wet van 25 oktober 2016 betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies (BS 18 november 2016, ed. 2, p. 76.915).

<sup>262</sup>. Vanaf 21 juli 2019 de artikelen 20 en 21 van de nieuwe prospectuswet.

<sup>263</sup>. Bv. de NBB, kredietinstellingen, bepaalde beleggingsondernemingen, enz.

<sup>264</sup>. Vanaf 21 juli 2019 art. 4, 6° van de nieuwe prospectuswet.

*streeks verleend door de aanbieder of de uitgevende instelling*”.

Het bemiddelingsmonopolie is niet van toepassing wanneer beleggingsinstrumenten uitsluitend worden aangeboden hetzij aan gekwalificeerde beleggers<sup>265</sup>, hetzij aan niet meer dan 150 niet-gekwalificeerde beleggers. Het mag duidelijk zijn dat deze uitzonderingen in het kader van een ITO weinig zoden aan de dijk zullen brengen.

## E. Is de crowdfundingwet van toepassing op ITO's?

ITO's zijn een alternatieve financieringsvorm waarbij fondsen worden opgehaald bij het grotere publiek via het Internet. Zij worden omwille van die omschrijving vaak in één adem genoemd met crowdfunding, of er zelfs volledig mee vereenzelvigd<sup>266</sup>. Crowdfunding is een fenomeen dat in België is geregeld in de wet van 18 december 2016 tot regeling van de erkenning en de afbakening van crowdfunding<sup>267</sup> (de “*crowdfundingwet*”). Een interessante vraag, gelet op de samenhang tussen ITO's en crowdfunding, is of ITO's binnen het toepassingsgebied van deze wet vallen.

De crowdfundingwet bevat regels over elektronische platformen die het mogelijk maken in te schrijven op beleggingsinstrumenten<sup>268</sup> die worden uitgegeven door ondernemingen. Zij bepaalt in het bijzonder dat ondernemingen waarvan de gewone professionele activiteit erin bestaat een elektronisch platform te organiseren om “alternatieve financieringsdiensten”<sup>269</sup> aan te bieden in België, over een vergunning moeten beschikken om dat te mogen doen (art. 3 jo. 5, § 1).

De crowdfundingwet viseert financiële tussenpersonen. Bijzonder aan een ITO is dat hierbij doorgaans geen gebruik wordt gemaakt van dergelijke tussenpersonen. Een token-emittent biedt zijn tokens gewoon zelf aan aan het publiek via zijn eigen website<sup>270</sup>. Hij houdt zich via dat kanaal in principe niet op een professionele wijze bezig met de com-

mercialisatie van tokens (of andere beleggingsinstrumenten) die zijn uitgegeven door andere ondernemingen, wat maakt dat hij in de regel buiten het vaarwater van de crowdfundingwet zal blijven.

Nu dit duidelijk is, brengen we graag even in herinnering dat de wetgever bij het opstellen van de crowdfundingwet in 2016 niet enkel een nieuwe wet uitwerkte, maar ook een bepaling voorzag in de prospectuswet die specifiek was toegespitst op crowdfundinginitiatieven. Het artikel 18, § 1, k) stelde een uitgever van beleggingsinstrumenten vrij van de prospectusplicht, op voorwaarde dat i) het maximale investeringsbedrag per belegger niet hoger was dan 5.000 EUR, ii) de totale tegenwaarde van de openbare aanbieding lager was dan 300.000 EUR, iii) de aanbieding werd gecommercialiseerd door hetzij een gereguleerde onderneming, hetzij een alternatief financieringsplatform en iv) alle beleggers voldoende informatie over de openbare aanbieding werd verstrekt, *inter alia* de totale tegenwaarde van de aanbieding en het maximale investeringsbedrag per belegger. Deze vrijstelling werd met ingang van 21 juli 2018 opgeheven door de nieuwe prospectuswet.

De nieuwe prospectuswet bepaalt voortaan dat de aanbiedingen van beleggingsinstrumenten aan het publiek waarvan de totale tegenwaarde in de Unie minder bedraagt dan of gelijk is aan 500.000 EUR, berekend over een periode van 12 maanden, vrijgesteld is van de publicatie van een informatie-nota, voor zover (a) elke belegger slechts voor een maximumbedrag van 5.000 EUR op de aanbieding aan het publiek kan ingaan; en (b) alle documenten met betrekking tot de aanbieding aan het publiek het totaalbedrag van die aanbieding en het maximumbedrag per belegger vermelden (art. 10, § 3 nieuwe prospectuswet).

Indien we er van uitgaan dat “by design” overdraagbare tokens kwalificeren als beleggingsinstrumenten (zie *supra*), dan zou voormelde afwijking in theorie ook op ITO's kunnen worden toegepast. Of dit veel soelaas zal bieden, valt sterk te betwijfelen; de meeste ITO's trekken een veelvoud aan van 500.000 EUR.

<sup>265</sup> Dit begrip wordt nader omschreven in art. 10 van de prospectuswet.

<sup>266</sup> Zie bv. T. BOEDTS, “Kunnen crowdfunding en virtuele munten innoveren zonder bijkomende regulering” in V. BOVEROUX, L. COULON, L. DE BRABANDERE, J. DE WACHTER, J. DUMORTIER, E. KINDT, K. MACOURS en C. THIRY (eds.), *L'innovation, source de droit. Le droit, source d'innovation / Innovatie, bron van recht. Recht, bron van innovatie*, Brussel, Bruylant, 2014, 125-170; J. BAUKEMA, “Initial Coin Offerings (ICO's): crowdfunding 2.0?” *TFR* (NL) 2018, 113-121. Zie ook I. BARSAN, “Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO)” (2 november 2017), *Revue Trimestrielle de Droit Financier (RTDF)*, n° 3, 2017, 54 (elektronisch beschikbaar via [www.srn.com/abstract=3064397](http://www.srn.com/abstract=3064397)); H. BENEDETTI en L. KOSTOVETSKY, “Digital Tulips? Returns to Investors in Initial Coin Offerings” (20 mei 2018), 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3182169](http://www.ssrn.com/abstract=3182169)); V. BURILOV, “Utility Token Offerings and Crypto Exchange Listings: how regulation can help?” (13 november 2018), 16 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3284049](http://www.ssrn.com/abstract=3284049)).

<sup>267</sup> Wet van 18 december 2016 tot regeling van de erkenning en de afbakening van crowdfunding en houdende diverse bepalingen inzake financiën (*BS* 20 december 2016, ed. 3, p. 87.668).

<sup>268</sup> Zoals we hiervoor hebben aangegeven kunnen onder dit begrip o.i. ook tokens worden begrepen.

<sup>269</sup> Alternatieve financieringsdiensten worden gedefinieerd als “diensten die erin bestaan om, via een website of enig ander elektronisch middel, beleggingsinstrumenten te commercialiseren die zijn uitgegeven door ondernemers-emittenten, startersfondsen of financieringsvehikels in het kader van een al dan niet openbare aanbieding, zonder dat een beleggingsdienst met betrekking tot deze beleggingsinstrumenten wordt verleend, met uitzondering, in voorkomend geval, van de volgende diensten: het verlenen van beleggingsadvies en het in ontvangst nemen en doorgeven van orders” (art. 4, 1° van de crowdfundingwet).

<sup>270</sup> R. AMSDEN en D. SCHWEIZER, “Are Blockchain Crowdsales the New ‘Gold Rush’? Success Determinants of Initial Coin Offerings” (16 april 2018), 12 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3163849](http://www.ssrn.com/abstract=3163849)).

Om het plaatje vol te maken, geven we graag nog mee dat de samenhang tussen crowdfunding en ITO's/ICO's zeer recent ook op Europees niveau nog ter sprake kwam. Vooraleer we hier kort bij stilstaan, is het van belang om te weten dat er op dit niveau al enige tijd wordt gewerkt aan een voorstel tot invoering van een Europese crowdfundingverordening<sup>271</sup> (hierna het “EU-crowdfundingvoorstel”). Het *Committee on Economic and Monetary Affairs*, een comité in de schoot van het Europees Parlement, werd vorig jaar gevraagd om het EU-crowdfundingvoorstel kritisch onder de loep te nemen. Het bracht op 10 augustus 2018 onder leiding van de heer Ashley Fox een ontwerpverslag uit (hierna het “ontwerp Fox-verslag”)<sup>272</sup> waarin werd voorgesteld om dit voorstel op verschillende punten aan te passen.

Kort gesteld werd in het ontwerp Fox-verslag voorgesteld om in het EU-crowdfundingvoorstel een drempel van 8.000.000 EUR op te nemen waaronder geld zou kunnen worden opgehaald bij het publiek zonder dat een prospectus zou moeten worden opgesteld en gepubliceerd (maar er zouden dan wel andere informatieverplichtingen gelden). Er werd verder ook voorgesteld om emittenten van tokens de keuze te geven om van dit regime gebruik te maken (“opt-in”) om hun tokens op de markt te brengen. Dat zou dan wel alleen via geregistreerde tussenpersonen kunnen<sup>273</sup>.

Na besprekingen in het Europees Parlement werd besloten om de voorstellen van de heer Fox aangaande ITO's/ICO's niet te weerhouden. In de uiteindelijk door het Europees Parlement aangenomen versie van het Fox-verslag, wordt ter zake het volgende vermeld<sup>274</sup>:

*“(11a) The characteristics of initial coin offerings (ICOs) differ considerably from crowdfunding regulated in this Regulation. Among others, ICOs typically do not use intermediaries, such as crowdfunding platforms, and often raise funds in excess of EUR 1 000 000. The inclusion of ICOs in this Regulation would not tackle the problems associated with ICOs as a whole.*

*(15a) For the same reasons, crowdfunding service providers that use ICOs on their platform should be excluded from this Regulation. To achieve efficient regulation on the emerging ICO technology, the Commission could in future propose a comprehensive Union-level legislative framework based on a thorough impact assessment.*

*(15b) Alternative investment instruments, such as ICOs, have potential in funding SMEs, innovative start-ups and scale-ups, can accelerate technology transfer, and can be an essential part of the capital markets union. The Commission should assess the need to propose a separate, Union legislative framework for ICOs. Increased legal certainty across the board could be instrumental in increasing investor and consumer protection and reducing risks stemming from asymmetric information, fraudulent behaviour and illegal activities.”*

## F. Wat met het MAR, AML, ICB en AICB-regime?

Een laatste punt dat we in deze bijdrage kort willen aansnijden, is hoe ITO's zich verhouden tot andere financieelrechtelijke regimes zoals het marktmisbruikregime, het anti-witwasregime, het ICB-regime en het AICB-regime.

### i. ITO's en het marktmisbruikregime

Als we ervan uitgaan dat “by design” overdraagbare tokens financiële instrumenten zijn en kijken naar de markten waarop ze worden verhandeld, worden we bijna onvermijdelijk geconfronteerd met de vraag of transacties in tokens ook onder de marktmisbruikverordening<sup>275</sup> (hierna verkort “MAR”) vallen<sup>276</sup>. De MAR werd uitgevaardigd op Europees niveau om de integriteit van de financiële markten te bewaren en het risico op handel met voorwetenschap en marktmanipulatie op gereglementeerde markten, multilaterale han-

<sup>271</sup>. Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende Europese aanbieders van crowdfundingdiensten voor ondernemingen (ECSP), COM(2018/0113 final – 2018/048 (COD), [www.eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:0ea638be-22cb-11e8-ac73-01aa75ed71a1.0023.02/DOC\\_1&format=PDF](http://www.eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:0ea638be-22cb-11e8-ac73-01aa75ed71a1.0023.02/DOC_1&format=PDF). Zie ook: M. GUTFLEISCH, “Prospects for Future EU Legislation on Crowdfunding and Initial Coin Offerings”, *Banking & Financial Services Policy Report*, Vol. 37, nr. 8, augustus 2018, 4-13.

<sup>272</sup>. COMMITTEE ON ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS, “Draft report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business” (10 augustus 2018), COM(2018)0113 – C8-0103/2018 – 2018/0048(COD), [www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=COMPARL&reference=PE-626.662&format=PDF&language=EN&secondRef=02](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=COMPARL&reference=PE-626.662&format=PDF&language=EN&secondRef=02).

<sup>273</sup>. Zie ook L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 25 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

<sup>274</sup>. COMMITTEE ON ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS, “Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business” (9 november 2018), COM(2018)0113 – C8-0103/2018 – 2018/0048(COD), 8-9, [www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A8-2018-0364+0+DOC+PDF+V0//EN](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A8-2018-0364+0+DOC+PDF+V0//EN).

<sup>275</sup>. Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van richtlijn nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en richtlijnen nr. 2003/124, nr. 2003/125/EG en nr. 004/72/EG van de Commissie (*Pb. L.* 12 juni 2014, afl.173, 1).

<sup>276</sup>. De FSMA gaf in deze context al aan dat het niet uitgesloten is dat de verkoop van tokens binnen het toepassingsgebied van de MAR valt (zie: FSMA, “Initial coin offerings (ICOs)” (13 november 2017), 2 ([www.fsma.be/sites/default/files/public/content/NL/circ/fsma\\_2017\\_20\\_nl.pdf](http://www.fsma.be/sites/default/files/public/content/NL/circ/fsma_2017_20_nl.pdf)). Dit werd zeer recent op 9 januari 2019 door de ESMA bevestigd in een advies over ICO's en cryptoactiva (zie ESMA, “Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (9 januari 2019), 29 ([www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdnMN](http://www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdnMN)). Zie ook: L. KLOHN, N. PARHOFER en D. RESAS, “Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation” (26 november 2018), 13 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3290882](http://www.ssrn.com/abstract=3290882)).

delsfaciliteiten (“MTF’s”) en georganiseerde handelsfaciliteiten (“OTF’s”) tot een minimum te beperken<sup>277</sup>.

Op dit ogenblik kwalificeren *crypto exchanges* niet als geregelende markten<sup>278</sup>, maar ze zouden mogelijk wel kunnen worden aangemerkt als MTF’s. Een MTF wordt gedefinieerd als “*een door een beleggingsonderneming of een marktexploitant geëxploiteerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens niet-discretionaire regels – samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit overeenkomstig Titel II van de MiFID II-richtlijn*”<sup>279</sup>.

Als *crypto exchanges* inderdaad kwalificeren als MTF’s dan zullen de meeste verkopen van tokens binnen het toepassingsgebied van de MAR vallen<sup>280</sup>. De toepassing daarvan op deze markten is op zijn minst gezegd een uitdaging. Het gebrek aan informatie over prijsvorming en orderuitvoering maakt het zeer moeilijk om (prijs)manipulaties zoals “*pump and dump*”<sup>281</sup> en “*spoofing*” aan het licht te brengen<sup>282</sup>. Daarnaast is het zeer onduidelijk hoe de klassieke bepalingen inzake openbaarmaking van voorwetenschap<sup>283</sup> en transacties van leidinggevende personen<sup>284</sup> in deze context concreet zouden moeten worden toegepast<sup>285</sup>.

## ii. ITO’s en het antiwitwasregime

Men leest vaak dat ICO’s – en in het verlengde daarvan de nader in dit artikel besproken ITO’s – bijzonder kwetsbaar zijn voor witwas- en terrorismefinancieringsrisico’s. Dit omwille van de anonimiteit die ermee gepaard gaat en het gemak waarmee in zeer korte tijd grote sommen geld kunnen worden opgehaald<sup>286</sup>. Zonder hierna *in extenso* op alle met ICO’s en ITO’s verbonden risico’s in te gaan, enkele overwegingen hierbij.

Op papier kunnen witwassers op verschillende manieren gebruik maken van het ITO-proces. Zij kunnen bijvoorbeeld proberen om:

- illegale middelen aan te wenden om tokens te kopen op een secundaire markt en deze vervolgens te verkopen voor cryptocurrencies of – zij het eerder uitzonderlijk – rechtstreeks voor fiatgeld; of
- rechtstreeks te investeren in een ITO met illegale middelen.

Een interessante vraag is of deze verrichtingen binnen het toepassingsgebied vallen van de wet van 18 september 2017 tot voorkoming van het witwassen van geld en de financiering van terrorisme en tot beperking van het gebruik van contanten<sup>287</sup> (de “*AML-wet*”), die de vierde antiwitwasrichtlijn<sup>288</sup> omzet in het Belgisch recht.

Artikel 5 van de AML-wet somt een aantal entiteiten op (de zogenaamde “meldingsplichtige entiteiten”) die verplicht

<sup>277</sup>. Zie inleidende overwegingen bij de MAR. Zie ook P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 13 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)).

<sup>278</sup>. Een geregelende markt wordt in art. 4, 1., 21. van de MiFID II-richtlijn gedefinieerd als “*een door een marktexploitant geëxploiteerd en/of beheerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem – samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten, en waaraan vergunning is verleend en die regelmatig werkt, overeenkomstig Titel III van [de MiFID II-richtlijn]*” (eigen benadrukking).

<sup>279</sup>. Zie art. 3, 1., 7. MAR, dat verwijst naar art. 4, 1., 22. van de MiFID II-richtlijn.

<sup>280</sup>. Zie ook ESMA, “Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (9 januari 2019), 29 ([www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdnMN](http://www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdnMN)); SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 13 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)).

<sup>281</sup>. Zie ook A. COLLOMB, P. DE FILIPPI en K. SOK, “From IPOs to ICOs: The Impact of Blockchain Technology on Financial Regulation” (26 mei 2018), 27 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3185347](http://www.ssrn.com/abstract=3185347)); S. COHSEY, D. HOFFMAN, J. SKLAROFF en D. WISHNICK, “Coin-Operated Capitalism” (17 juli 2018), *U of Penn. Inst for Law & Econ Research Paper No. 18-37*, 64 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3215345](http://www.ssrn.com/abstract=3215345)).

<sup>282</sup>. Zie R. KEIDAR en S. BLEMUS, “Crypto-currencies and Market Abuse Risks: It’s Time for Self-Regulation”, 25 februari 2018, 2 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3123881](http://www.ssrn.com/abstract=3123881)).

<sup>283</sup>. Zie art. 17-18 MAR.

<sup>284</sup>. Zie art. 19 MAR.

<sup>285</sup>. R. KEIDAR en S. BLEMUS, “Crypto-currencies and Market Abuse Risks: It’s Time for Self-Regulation”, 25 februari 2018, 2-3 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3123881](http://www.ssrn.com/abstract=3123881)).

<sup>286</sup>. De FSMA gaf recent aan dat “*Specifieke aandachtspunten voor deelnemers in ICO’s de volgende zijn: [...] Het (mogelijks) ongereguleerde en anonieme karakter maakt ICO’s fraudegevoelig en geschikt voor illegale praktijken (zoals witwaspraktijken en terrorismefinanciering) [...]*”. Zie: FSMA, “Initial coin offerings (ICOs)”, 13 november 2017, 3 ([www.fsma.be/sites/default/files/public/content/NL/circ/fsma\\_2017\\_20\\_nl.pdf](http://www.fsma.be/sites/default/files/public/content/NL/circ/fsma_2017_20_nl.pdf)). Zie over deze problematiek ook uitvoeriger: R. HOUBEN en A. SNYERS, “Cryptocurrencies and blockchain: Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion” (5 juli 2018), 100p. (elektronisch beschikbaar via [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL\\_STU\(2018\)619024\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619024/IPOL_STU(2018)619024_EN.pdf)).

<sup>287</sup>. Wet van 18 september 2017 tot voorkoming van het witwassen van geld en de financiering van terrorisme en tot beperking van het gebruik van contanten (*BS* 6 oktober 2017, p. 90.839).

<sup>288</sup>. Richtlijn (EU) nr. 2015/849 van het Europees Parlement en de Raad van 20 mei 2015 inzake de voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld of terrorismefinanciering, tot wijziging van verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van richtlijn nr. 2005/60/EG van het Europees Parlement en de Raad en richtlijn nr. 2006/70/EG van de Commissie (*Pb. L.* 5 juni 2015, afl. 141, 73) (“*AMLD4*”).

zijn om “*know your customer*” of kortweg “KYC” checks uit te voeren – en dus een klantenonderzoek uit te voeren – en bepaalde transacties op te volgen teneinde verdachte activiteiten te melden aan de cel voor financiële informatieverwerking (“*cellule de traitement des informations financières*”) of CFI. Spelers die betrokken zijn bij het ITO-proces, en met name *crypto exchanges* en platformen die het mogelijk maken om “virtuele valuta” om te wisselen in fiatgeld, zijn niet in deze lijst opgenomen<sup>289</sup>. Dit is problematisch, omdat zij de eerstelijnscontacten zijn van witwassers.

Bovendien verwijst de AML-wet momenteel enkel naar “elektronisch geld”, dat in artikel 2, 77° van de wet van 11 maart 2018 betreffende het statuut van en het toezicht op de betalingsinstellingen en de instellingen voor elektronisch geld, de toegang tot het bedrijf van betalingsdientaanbieder en tot de activiteit van uitgifte van elektronisch geld, en de toegang tot betalingssystemen<sup>290</sup> wordt gedefinieerd als “*elektronisch, met inbegrip van magnetisch, opgeslagen monetaire waarde vertegenwoordigd door een vordering op de uitgever, die is uitgegeven in ruil voor ontvangen geld om betalingstransacties te verrichten [in de zin van artikel 2, 22°], en die wordt aanvaard door een andere natuurlijke of rechtspersoon dan de uitgever van elektronisch geld*”. Cryptocurrencies<sup>291</sup> en tokens worden niet door deze definitie gevat en dit lijkt de achilleshiel te zijn van de huidige antiwitwasreglementering. Voormelde transacties hebben immers stevast een link met deze cryptoactiva.

Kort samengevat is het toepassingsgebied van AMLD4 en de AML-wet te beperkt om de witwas- en terrorismefinancieringsrisico’s met betrekking tot virtuele valuta aan te pakken. Dit kwam al in 2016 onder de aandacht van de Europese Commissie. Op 5 juli 2016 stelde de Europese Commissie een vijfde herziening van de antiwitwasrichtlijn (hierna

“*AMLD5*”) voor, onder meer om de risico’s die inherent verbonden zijn aan virtuele valuta en anonieme prepaidkaarten aan te pakken<sup>292</sup>. Dit voorstel werd grondig bestudeerd door de leden van het Europees Parlement, die diverse amendementen voorstelden<sup>293</sup>. Deze werden besproken tijdens informele vergaderingen en op 19 december 2017 werd overeenstemming bereikt over een compromistekst<sup>294</sup>.

Op 19 april 2018 heeft het Europees Parlement een wetgevingsresolutie aangenomen waarin de compromistekst van AMLD5 formeel werd goedgekeurd<sup>295</sup>. Op 14 mei 2018 heeft de Raad zich na een eerste lezing bij het Europees Parlement aangesloten<sup>296</sup>. AMLD5 treedt in werking op de 20ste dag na die van de bekendmaking ervan in het *Publicatieblad van de Europese Unie*<sup>297</sup>. De lidstaten moeten de nodige wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen in werking doen treden om uiterlijk op 10 januari 2020 aan AMLD5 te voldoen.

Belangrijk voor ICO’s en ITO’s is dat AMLD5 een definitie van “virtuele valuta” introduceert en zowel aanbieders van diensten voor het wisselen tussen virtuele valuta en fiduciaire valuta (“*providers of exchange services*”) als aanbieders van bewaarportemonnees (“*custodian wallet providers*”) binnen het toepassingsgebied van de antiwitwasreglementering brengt.

In het nieuwe artikel 3, 18. van de geüpdatete antiwitwasrichtlijn wordt het begrip “virtuele valuta 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 of rechtspersonen als ruilmiddel wordt aanvaard en die elektronisch kan worden overgedragen, opgeslagen en verhandeld*”.

<sup>289</sup>. Wanneer zij kwalificeren als alternatief financieringsplatform of als een ICB- of AICB-beheerder, kunnen zij wel onder het personele toepassingsgebied van de huidige AML-wet vallen. Volgens een minderheidsopvatting zouden zij ook onder de definitie van “financiële instellingen” uit art. 3, 2., a) AMLD4 kunnen vallen, aangezien deze definitie ook de activiteiten van “wisselkantoren” (welke niet nader in AMLD4 worden gedefinieerd) omvat (zie: C. HAUBEN, “Bitcoin en EU-recht: de virtuele vreemde eend in de bijt” in M.E. STORME en F. HELSEN, *Innovatie en disruptie in het economisch recht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 87).

<sup>290</sup>. Wet van 11 maart 2018 betreffende het statuut van en het toezicht op de betalingsinstellingen en de instellingen voor elektronisch geld, de toegang tot het bedrijf van betalingsdientaanbieder en tot de activiteit van uitgifte van elektronisch geld, en de toegang tot betalingssystemen (*BS* 26 maart 2018, p. 29.444).

<sup>291</sup>. Zie voor een meer uitvoerige analyse van één van de meest bekende cryptocurrencies “Bitcoin”: C. HAUBEN, “Bitcoin en EU-recht: de virtuele vreemde eend in de bijt” in M.E. STORME en F. HELSEN, *Innovatie en disruptie in het economisch recht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 79-88.

<sup>292</sup>. COM(2016)0450, “Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive (EU) 2015/849 on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing and amending Directive 2009/101/EC”, 5 juli 2016 ([www.eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016PC0450&qid=1523358551244&from=EN](http://www.eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016PC0450&qid=1523358551244&from=EN)).

<sup>293</sup>. Verslag van het Europees Parlement over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van richtlijn (EU) nr. 2015/849 inzake de voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld of terrorismefinanciering en tot wijziging van richtlijn nr. 2009/101/EG, 9 maart 2017 ([www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A8-2017-0056+0+DOC+XML+V0//NL](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A8-2017-0056+0+DOC+XML+V0//NL)).

<sup>294</sup>. Zie: [www.data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15849-2017-INIT/en/pdf](http://www.data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15849-2017-INIT/en/pdf).

<sup>295</sup>. Wetgevingsresolutie van het Europees Parlement van 19 april 2018 over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van richtlijn (EU) nr. 2015/849 inzake de voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld of terrorismefinanciering en tot wijziging van richtlijn nr. 2009/101/EG ([www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P8-TA-2018-0178+0+DOC+PDF+V0//NL](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P8-TA-2018-0178+0+DOC+PDF+V0//NL)).

<sup>296</sup>. Zie: [www.eur-lex.europa.eu/procedure/EN/2016\\_208](http://www.eur-lex.europa.eu/procedure/EN/2016_208).

<sup>297</sup>. AMLD5 werd gepubliceerd in het *Publicatieblad van de Europese Unie* op 19 juni 2018. Zie: richtlijn (EU) nr. 2018/843 van het Europees Parlement en de Raad van 30 mei 2018 tot wijziging van richtlijn (EU) nr. 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 nr. 2009/138/EG en 2013/36/EU (*Pb. L.* 19 juni 2018, afl. 156, 43).

In de preambule van AMLD5 verduidelijkt de Europese wetgever verder dat “*hoewel virtuele valuta vaak als betaalmiddel kunnen worden gebruikt, zij ook voor andere doeleinden zouden kunnen worden gebruikt en ruimere toepassingen vinden, bijvoorbeeld als ruilmiddel, als belegging, om waarde op te slaan of voor gebruik in onlinecasino’s*” (eigen benadrukking)<sup>298</sup>. Onlangs werd betoogd dat deze bewoordingen ruim kunnen worden geïnterpreteerd, zodat zowel tokens als cryptocurrencies binnen het toepassingsgebied van het nieuwe artikel 3, 18. vallen<sup>299</sup>. Dit lijkt niet meteen te stroken met de term “valuta”, die duidelijk geschreven is op maat van de notie cryptocurrencies. Desalniettemin lijkt het *a priori* niet te kunnen worden uitgesloten dat sommige tokens virtuele valuta uitmaken of in de toekomst als dusdanig zouden kunnen worden gekwalificeerd. Het valt te betreuren dat de Europese wetgever niet verder op dit gegeven is ingegaan.

Zoals vermeld, breidt AMLD5 ook het toepassingsgebied van de definitie van “verplichte entiteiten” uit tot aanbieders van diensten voor het wisselen tussen virtuele valuta en fiduciaire valuta, en aanbieders van bewaarportemonnees (gedefinieerd als “*entiteiten die diensten aanbieden om namens hun cliënten cryptografische privésleutels te beveiligen om virtuele valuta aan te houden, op te slaan en over te dragen*”<sup>300</sup>). Het idee is om hen te verplichten zich te laten registreren (nieuw art. 47, 1.)<sup>301</sup> en dezelfde KYC- en rapporteringsverplichtingen na te leven als krediet- en financiële instellingen, waardoor het gemakkelijker zou moeten worden om criminele activiteiten op te sporen.

### iii. ITO's en het ICB-regime

Sommige ITO's zouden binnen het toepassingsgebied van de wet van 3 augustus 2012 betreffende de instellingen voor collectieve belegging die voldoen aan de voorwaarden van

richtlijn nr. 2009/65/EG<sup>302</sup> en de instellingen voor belegging in schuldvorderingen<sup>303</sup> (de “*ICB-wet*”) kunnen vallen.

Een “instelling voor collectieve belegging” of “ICB” wordt gedefinieerd als “*een Belgische of buitenlandse instelling waarvan het doel de collectieve belegging van financiële middelen is*” (art. 3, 1° van de ICB-wet). Het is een instelling die belegt in effecten<sup>304</sup> of andere liquide financiële activa, die het beginsel van risicospreiding hanteert en waarvan de rechten van deelneming op verzoek van de houders ten laste van de activa van deze instelling direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald<sup>305</sup>.

Entiteiten die een ICB wensen te beheren, moeten daarvoor voorafgaandelijk een vergunning hebben verkregen van de FSMA en moeten voldoen aan bepaalde transparantievereisten die zijn vastgelegd in de ICB-wet (en de koninklijke besluiten tot verdere uitvoering van deze wet).

Een emittent van tokens kan zo'n vergunningsplichtige ICB-beheerder zijn, met name wanneer de fondsen die hij via een ITO heeft opgehaald bedoeld zijn om collectief te worden belegd in effecten (bv. in aandelen, obligaties, enz., en – indien de kwalificatie van tokens als effecten wordt aangevaard – zelfs in tokens, zie *supra*) en wanneer zijn onderneming kwalificeert als een ICB<sup>306</sup>.

### iv. ITO's en het AICB-regime

Emittenten van tokens moeten niet alleen rekening houden met het ICB-regime, maar ook met het AICB-regime (*i.e.* het regime voor alternatieve instellingen voor collectieve belegging). Als het eerste regime niet van toepassing is, kan het tweede regime nog altijd van toepassing zijn.

In België is het AICB-regime vastgelegd in de wet van 19 april 2014 betreffende de alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders<sup>307</sup> (de “*AICB-wet*”).

<sup>298</sup> Lokale valuta – ook bekend als complementaire valuta – die worden gebruikt in zeer beperkte netwerken zoals een stad of een regio en door een klein aantal gebruikers, mogen niet als virtuele valuta worden beschouwd (zie overw. 11 preambule AMLD5).

<sup>299</sup> A. BAL, “Blockchain, Initial Coin Offerings and Other Developments in the Virtual Currency Market”, *Derivatives & Financial Instruments, Journals IBFD*, 2018, Vol. 20, afl. 2, 8.

<sup>300</sup> Het nieuwe art. 3, 19. van de herziene antiwitwasrichtlijn.

<sup>301</sup> Er zullen geen paspoortregels van toepassing zijn, dus zij zullen zich moeten laten registreren in elke lidstaat waar zij hun diensten willen aanbieden. Zie voor verdere bedenkingen over deze regeling: N. VANDEZANDE, “Virtual currencies under EU anti-money laundering law”, *Computer Law & Security Review*, 2017, afl. 33, 351.

<sup>302</sup> Richtlijn nr. 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) (*Pb.* L. 17 november 2009, afl. 302, 32), laatst gewijzigd door richtlijn nr. 2014/91/EU van het Europees Parlement en de Raad van 23 juli 2014 tot wijziging van richtlijn nr. 2009/65/EG tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) wat bewaartaken, beloningsbeleid en sancties betreft (*Pb.* L. 28 augustus 2014, afl. 257, 186).

<sup>303</sup> Wet van 3 augustus 2012 betreffende de instellingen voor collectieve belegging die voldoen aan de voorwaarden van richtlijn nr. 2009/65/EG en de instellingen voor belegging in schuldvorderingen (*BS* 19 oktober 2012, ed. 2, p. 63.652).

<sup>304</sup> Effecten worden gedefinieerd als “*a) aandelen en andere met aandelen gelijk te stellen waardepapieren, hierna aandelen te noemen; b) obligaties en andere schuldinstrumenten, hierna obligaties te noemen; c) alle andere verhandelbare waardepapieren waarmee dergelijke effecten via inschrijving of omruiling kunnen worden verworven*” (art. 2 KB 12 november 2012 met betrekking tot de instellingen voor collectieve belegging die voldoen aan de voorwaarden van richtlijn nr. 2009/65/EG (*BS* 30 november 2012, ed. 2, p. 76.604) – vgl. art. 2, 1., n) richtlijn nr. 2009/65/EG). Deze definitie is vergelijkbaar met de definitie die wordt gebruikt in de wet financieel toezicht (en de MiFID II-richtlijn) – zie *supra*.

<sup>305</sup> Vgl. art. 1, 2., richtlijn nr. 2009/65/EG.

<sup>306</sup> Zie ook: P. HACKER en C. THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law” (30 november 2017), 38-39 (elektronisch beschikbaar via [www.ssrn.com/abstract=3075820](http://www.ssrn.com/abstract=3075820)).

<sup>307</sup> Wet van 19 april 2014 betreffende de alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders (*BS* 17 juni 2014, p. 45.353).



De AICB-wet definieert “alternatieve instellingen voor collectieve belegging” of “AICB’s” als “instellingen voor collectieve belegging, met inbegrip van hun beleggingscompartimenten, die:

- (i) **bij een reeks beleggers kapitaal ophalen om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van die beleggers te beleggen; en**
- (ii) *niet voldoen aan de voorwaarden van richtlijn nr. 2009/65/EG* (art. 3, 2° AICB-wet – eigen benadruking).

De entiteit die een AICB beheert, wordt een “beheerder van alternatieve instellingen voor collectieve belegging” of kort-

weg “beheerder” genoemd. Net als een ICB-beheerder moet een AICB-beheerder een vergunning verkrijgen voordat hij zijn beheersactiviteiten mag aanvangen en rusten er bepaalde tussentijdse rapporteringsverplichtingen op hem. Wanneer een ITO erop gericht is om fondsen op te halen bij een aantal investeerders om deze vervolgens te investeren in een specifiek aantal externe projecten of (aandelen van startende) ondernemingen, dan kan niet worden uitgesloten dat de entiteit die de tokens heeft uitgegeven, als een beheerder van een AICB kan worden aangemerkt<sup>308</sup>. Zo’n ITO zal in de praktijk allicht eerder uitzonderlijk zijn<sup>309</sup>.

## BESLUIT

Ondernemingen die gebruik willen maken van het ITO-proces om op een alternatieve wijze financiering op te halen bij het publiek, moeten rekening houden met de spelregels die gelden op het kapitaalmarktenrecht. Het loutere gebruik van een technologisch innovatieve techniek kan dit recht niet zomaar buiten spel zetten.

Dat gezegd zijnde, doet de toepassing van het traditionele kapitaalmarktenrecht op ITO’s heel wat toepassingsvragen rijzen. In deze bijdrage werd kort op enkele van deze toepassingsvragen ingegaan, maar er zijn er ongetwijfeld nog veel meer. Het voornaamste besluit van onze analyse is dat ITO’s waarbij tokens worden uitgegeven die “*by design transferable*” zijn – dit betekent dat ze het potentieel hebben om te

worden ‘genoteerd’ en verhandeld op een secundaire markt – financiële instrumenten zijn, of minstens als dusdanig zouden moeten worden behandeld.

Wij zijn niet de enigen die tot dit besluit komen. Ook bij een *Securities and Markets Stakeholder Group* (“SMSG”), die op eigen initiatief een rapport over “*Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*” formuleerde aan het adres van de ESMA, zijn gelijkaardige signalen te horen<sup>310</sup>.

De hamvraag blijft wat de Europese wetgever, die ter zake het laatste woord heeft, in dit domein wil ondernemen om meer rechtszekerheid aan marktdeelnemers te bieden. De kans is groot dat dit verhaal nog een staartje krijgt.

<sup>308</sup>. De ESMA heeft recent nog benadrukt dat ondernemingen die betrokken zijn bij ITO’s mogelijk in het vaarwater komen van de AICB-richtlijn (richtlijn nr. 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 nr. 2003/41/EG en nr. 2009/65/EG en van de verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (*Pb. L.* 1 juli 2011, afl. 174, 1)). De AICB-richtlijn werd in België omgezet in de AICB-wet. Zie: ESMA, “Statement firms” (13 november 2017), 2 ([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)). Zie ook zeer recent nog het op 9 januari 2019 door de ESMA over ICO’s en cryptoactiva uitgebrachte advies, waarin de ESMA aangeeft dat verschillende nationale autoriteiten dit standpunt delen (zie ESMA, “Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (9 januari 2019), 36 ([www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdNMN](http://www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdNMN))).

<sup>309</sup>. Vgl. I. H-Y CHIU, “Decoupling tokens from trading: reaching beyond investment regulation for regulatory policy in initial coin offerings”, *International Business Law Journal (I.B.L.J.)*, 2018/3, (265) 276.

<sup>310</sup>. SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, “Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets” (19 oktober 2018), *ESMA22-106-1338*, 2 (elektronisch beschikbaar via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338\\_smsg\\_advice\\_report\\_on\\_icos\\_and\\_crypto-assets.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf)).