

236. De markt voor cryptovaluta door een toezichtrechtelijke bril bekeken

THOM BEENEN

Dit artikel beschrijft de markt in cryptovaluta zoals Bitcoin en Ethereum en haar spelers, gezien vanuit het toezichtrecht. Eerst wordt kort stilgestaan bij de techniek achter cryptovaluta. Vervolgens zullen verschillende marktparticipanten aan bod komen, zoals crypto-exchanges en cryptobeurzen. De diensten en activiteiten van deze participanten zullen worden belicht aan de hand van het huidige Nederlandse toezichtrecht. Tot slot zal er ook een zijstap worden gemaakt naar het regelgevende kader in de Verenigde Staten en wordt stilgestaan bij de wens van autoriteiten om de cryptomarkt te reguleren.

1. Inleiding

In 2017 nam de markt in cryptovaluta, zoals Bitcoin en Ether (van Ethereum), volwassen proporties aan. Zo steeg de totale marktkapitalisatie naar USD 800 miljard eind december 2017, werd er voor USD 6 miljard opgehaald met zogeheten *initial coin offerings* ('ICO's')¹ en werden er financiële producten gelanceerd met cryptovaluta als onderliggende waarden, zoals Ethereum-trackers² en Bitcoinfutures.³ De mondiale handel in cryptovaluta heeft risico's, zoals volatiele koersen,⁴ handel met voorkennis en *pump-and-dump schemes* en er komen *hacks* en *glitches* voor op online cryptobeurzen. Ook staat vast dat cryptovaluta worden gebruikt om gelden wit te wassen en te frauderen, zoals *Ponzi schemes*. Deze risico's bestaan mede omdat de cryptomarkt niet of beperkt is gereguleerd.

Daarnaast betreden steeds meer consumenten de cryptomarkt. Begin 2018 waren in Nederland ongeveer een half miljoen huishoudens in het bezit van cryptovaluta.⁵

De AFM waarschuwde consumenten reeds voor de grote risico's die zijn verbonden aan het investeren in cryptovaluta vanwege onder meer de volatiele koers⁶ en de risico's van investeren in ICO's.⁷ Ook financiële ondernemingen die zich willen richten op de cryptomarkt kunnen worden blootgesteld aan integriteitsrisico's.⁸

Ondanks dat de toezichthouders waarschuwen, bestaat er op dit moment zowel op nationaal als op Europees niveau (nog) geen specifiek regelgevend kader dat toeziet op de cryptomarkt. Dit artikel beziet hoe de diensten en spelers op de cryptomarkt zich verhouden tot het huidige Nederlandse toezichtrecht. Ik bespreek in hoofdstuk 2 eerst enkele belangrijke definities alsmede enkele spelers op de cryptomarkt. Hoofdstuk 3 behandelt het huidige Nederlandse toezichtrecht en de vraag of dat de activiteiten op de cryptomarkt raakt. Vervolgens wordt in hoofdstuk 4 besproken hoe de cryptomarkt wordt gereguleerd in de Verenigde Staten. Ik sluit af met een slotwoord.⁹

1 Cointelegraph, 'Post-ICO Review: What Happens to the Tokens of the Largest ICOs?', 10 januari 2018, te raadplegen via <https://cointelegraph.com/news/post-ico-review-what-happens-to-the-tokens-of-the-largest-icos>.

2 Zie de Zweedse Ethereum-trackers op <https://markets.ft.com/data/etfs/tearsheet/summary?s=ETHEREUM/X:STO:EUR>.

3 Trouw, 'Bitcoin zet stapje naar geregleerde handel', 11 december 2017, te raadplegen via <https://www.trouw.nl/home/bitcoin-zet-stapje-naar-geregleerde-handel~a01ad662/>.

4 Zo steeg de koers van Bitcoin in december 2017 naar ongeveer € 16.000 per Bitcoin, maar daalde begin 2018 naar ongeveer € 8.000 per Bitcoin.

5 Zie het onderzoek van Kantar TNS van 8 februari 2018, te raadplegen via <http://www.tns-nipo.com/nieuws/persberichten/aantal-nederlandse-beleggers-cryptovaluta-geexplod>.

6 AFM, 'Reële risico's bij cryptocurrencies', 13 november 2017, te raadplegen via <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/nov/risico-cryptocurrencies>. Zie eerder ook DNB, 'Consumenten dienen zich bewust te zijn van de risico's van virtuele valuta', 3 december 2013, te raadplegen via <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/nieuws-2013/dnb300672.jsp>.

7 Zie ook de AFM, 'Initial Coin Offerings (ICO's): groter risico's', te raadplegen via <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/ico>.

8 DNB, 'DNB waarschuwt banken en betaalinstanties voor integriteitsrisico's bij virtuele valuta', 10 juli 2014, te raadplegen via <https://www.dnb.nl/nieuws/dnb-nieuwsbrieven/nieuwsbrief-betaalinstanties/nieuwsbrief-betaalinstanties-juli-2014/dnb309446.jsp>.

9 Dit artikel is afgerond op 9 maart 2018. Ontwikkelingen van nadien zijn niet meegenomen, met uitzondering van de Wetgevingsbrief van 9 april 2018 van de AFM aan de minister van Financiën. Door de snelle ontwikkelingen van de cryptomarkt alsmede de complexiteit van sommige onderwerpen kan deze bijdrage op onderdelen onvolledig zijn.

2. De cryptomarkt en belangrijke begrippen

2.1 Cryptovaluta en blockchain

Cryptovaluta zijn immateriële activa met een inherente waarde om financiële transacties te verrichten, en worden vaak vergeleken met gefiatteerde valuta (zoals euro's of dollars) of goud. Toch bestaan er enkele fundamentele verschillen. Kort gezegd zijn cryptovaluta virtuele valuta waarbij cryptografie gebruikt wordt om (i) de creatie en toevoer van nieuwe valuta te reguleren¹⁰ en (ii) transacties in de desbetreffende valuta te verifiëren en te valideren, zodat de valuta onafhankelijk van een centrale autoriteit kunnen opereren. De vraag rijst hoe cryptovaluta worden uitgegeven en beheerd zonder de tussenkomst van een centrale uitgevende instelling, zoals de ECB of FED, die toeziet op het creëren, ontvangen en uitgeven van valuta. Ik licht dit toe aan de hand van het Bitcoin-ecosysteem.

In het Bitcoin-ecosysteem kunnen door houders van Bitcoin transacties worden geïnitieerd. Deze geïnitieerde Bitcoin-transacties worden geverifieerd en gevalideerd doordat participanten, nodes genoemd, in een *peer-to-peer* netwerk van computers cryptografische berekeningen verrichten. Dit is te vergelijken met het oplossen van een wiskundige puzzel. De nodes zetten computerkracht en energie in om de wiskundige puzzel op te lossen. De node die de puzzel het snelst oplost wordt daarvoor beloond met nieuwe Bitcoins die ontstaan door een algoritme op de Bitcoin-blockchain. Het oplossen van de wiskundige puzzel heet *'mining'* en de nodes worden *'miners'* genoemd, omdat zij nieuwe Bitcoins delven. Nadat de wiskundige puzzel is opgelost, wordt het nieuwe *'block'* met gevalideerde Bitcoin-transacties aan de reeds bestaande *blocks* gekoppeld: de *'blockchain'*. Ieder *block* aan transacties krijgt hierdoor een *timestamp*, waardoor altijd in de blockchain kan worden geverifieerd wanneer een bepaalde transactie heeft plaatsgevonden.

Blockchain is de techniek achter cryptovaluta en bestaat kort gezegd uit het (online) decentraal ontvangen en opslaan van (afgeleiden van) rechten, waarden en informatie. Blockchain is daarmee een vorm van een *distributed ledger*-technologie.¹¹ De meest radicale gedachte over de impact en potentie van het op grote schaal toepassen van publieke blockchaintechnologie is dat bepaalde intermediairs – zoals (centrale) banken, betaalinstanties, verzekeraars, maar ook het Kadaster of de notaris – worden vervangen door een publiek, decentraal en zelf-verifiërend en zelf-validerend grootboek. In dat geval geeft de blockchain in plaats van een intermediair vertrouwen aan data of transacties.

2.2 Smart contracts

De functionaliteiten van blockchaintechnologie zoals die volgen uit het Bitcoin protocol, namelijk het zonder vertrouwde tussenpersoon verrichten van betaaltransacties, zijn doorontwikkeld door bijvoorbeeld de Ethereum Foundation. Het Ethereum-ecosysteem biedt de mogelijkheid zogeheten *smart contracts* te programmeren op de blockchain. Een smart contract is kort gezegd een digitale overeenkomst die staat opgeslagen op de blockchain en bestaat uit een set van voorgeprogrammeerde regels die automatisch waardes en informatie ontvangen en verzenden als bepaalde voorwaarden zijn vervuld. Een toepassing van een smart contract is een verzekeringspolis die automatisch uitkeert. Zo heeft verzekeraar AXA een smart contract genaamd Fizzy geïntroduceerd, dat aan de hand van een database van vluchttijden reizigers automatisch een compensatie uitbetaalt als hun vlucht vertraagd is.¹²

2.3 Tokens en ICO's

Op het Ethereum-ecosysteem kunnen participanten smart contracts programmeren die zogeheten 'tokens' vrijgeven als aan bepaalde voorwaarden is voldaan. Tokens kunnen bijvoorbeeld een recht op een goed of dienst vertegenwoordigen (*utility tokens*) of stem- en winstrechten bevatten (*equity tokens*). De programmeur van het smart contract bepaalt hoeveel tokens hij uitgeeft, wat de prijs daarvan is en wat de functionaliteiten zijn.

Het uitgeven van tokens kan ook een financieringsdoel hebben. Een bekend voorbeeld betreft 'The DAO'.¹³ The DAO was een op de Ethereum-blockchain geprogrammeerd smart contract dat de functie had van een *venture capital fund*. Investeerders konden Ethers inleggen en kregen zogenaamde 'DAO-tokens' uitgekeerd. De DAO-tokens vertegenwoordigden stemrechten ten aanzien van investeringsbeslissingen in het fonds, alsmede winstrechten van toekomstige rendementen. The DAO is uiteindelijk gehackt, waardoor ongeveer USD 50 miljoen verloren is gegaan.¹⁴

Cryptovaluta worden uitgegeven door een open source blockchain-protocol terwijl tokens worden uitgegeven door een smart contract op de blockchain

The DAO liet zien dat het uitgeven van tokens door middel van een smart contract een vorm van (crowd)funding kan zijn van een onderneming; een ICO.¹⁵ Bij een ICO geeft een onderneming tokens uit die staan geregistreerd op

10 Zo is Bitcoin gecapt op een totaal van 21 miljoen Bitcoins. Hierdoor zullen er door het Bitcoin-algoritme nooit meer Bitcoins in omloop worden gebracht.

11 Het gaat het bestek van dit artikel te buiten hier dieper op in te gaan.

12 AXA, 'AXA goes blockchain with fizzy', 13 september 2017, te raadplegen via <https://www.axa.com/en/newsroom/news/axagoes-blockchain-with-fizzy>.

13 The DAO staat voor 'decentralized autonomous organization'.

14 *The New York Times*, 'A Venture Fund With Plenty of Virtual Capital, but No Capitalist', 5 mei 2016.

15 Een ICO lijkt op een *initial public offer* (IPO); het is initieel ophalen van gelden bij het publiek.

een blockchain in ruil voor doorgaans cryptovaluta, zoals Bitcoin of Ether, maar dit kunnen ook gefiatteerde valuta zijn.¹⁶ Het smart contract faciliteert automatisch de collectie van (crypto)valuta en uitgifte van tokens. Het is van belang een onderscheid te maken tussen enerzijds cryptovaluta, zoals Ether en Bitcoin,¹⁷ en anderzijds met smart contracts ontwikkelde tokens. Zeker nu cryptovaluta en tokens regelmatig in één adem worden genoemd. Cryptovaluta worden uitgegeven *door* een algoritme op een blockchain-protocol terwijl tokens worden uitgegeven *door* een smart contract *op* de blockchain.

2.4 Spelers op de cryptomarkt

Inmiddels zijn er veel verschillende partijen actief op de cryptomarkt. Voor de leesbaarheid van dit artikel zal ik hierna enkele spelers bespreken.

Allereerst bestaan er partijen die zogenaamde *wallet services* aanbieden: de ‘wallet providers’. Een wallet is een online (*hot storage*) of offline (*cold storage*) portemonnee waarin cryptovaluta kunnen worden bewaard. Het bewaren van cryptovaluta in een online wallet¹⁸ is te vergelijken met het aanhouden van een online bankrekening. Cryptovaluta kunnen ook offline worden bewaard, bijvoorbeeld op een *ledger wallet* (soort USB-stick)¹⁹ of op de computerdesktop.²⁰

Ten tweede bestaan er partijen die cryptovaluta ten behoeve van derden online kopen- en verkopen tegen gefiatteerde valuta: de ‘crypto-exchanges’.²¹ Op een crypto-exchange is het bijvoorbeeld mogelijk met iDeal of een creditcard cryptovaluta te kopen en te verkopen. Deze partijen zijn het portaal tussen de gefiatteerde valuta en de cryptomarkt en vertonen gelijkenissen met geldwisselkantoren.

Ten derde zijn er partijen die een online handelsplatform exploiteren waar cryptovaluta secundair kunnen worden verhandeld: de ‘cryptobeurzen’.²² Participanten van een cryptobeurs bewaren hun cryptovaluta in een online wallet, en kunnen deze real-time verhandelen. Op een cryptobeurs kan ook worden gehandeld in tokens die niet met gefiatteerde valuta via crypto-exchange kunnen worden aangekocht. Vaak worden deze tokens kort na een ICO secundair verhandelbaar gemaakt.

Tot slot zijn er partijen – vaak startups – die een business plan hebben voor een nieuwe *blockchain use case* en geld ophalen door middel van een ICO. Beleggers kunnen dan

bijvoorbeeld cryptovaluta overmaken naar de wallet van de startup, waarna het smart contract tokens vrijgeeft. Voor het initiëren van een ICO publiceert de startup doorgaans een *whitepaper*, een soort prospectus, waarin het business plan wordt beschreven.

De vier hierboven besproken soorten partijen verlenen diensten met betrekking tot cryptovaluta die veel weg hebben van bestaande financiële diensten en activiteiten. Zo lijkt het verschaffen van een online wallet op het verstrekken van een betaalrekening of het bewaren van financiële instrumenten, lijken crypto-exchanges en cryptobeurzen beleggingsdiensten te verlenen en is de financiering van een startup via een ICO te vergelijken met prospectusplichtige activiteiten. In hoofdstuk 3 zullen de hierboven beschreven activiteiten langs het huidige Nederlandse toezichtrechtelijke kader worden gehouden.

3. Toezichtrechtelijk kader

3.1 Toezichtrechtelijke kwalificatie cryptovaluta

Het antwoord op de vraag of de diensten en activiteiten van spelers op de cryptomarkt onder het Nederlandse toezichtrecht vallen, hangt af van de kwalificatie van de desbetreffende cryptovaluta. Op dit moment zijn cryptovaluta niet gereguleerd in de Wft, waardoor de in paragraaf 2.4 besproken diensten en activiteiten in beginsel niet onder toezicht staan van DNB en de AFM.

Cryptovaluta kwalificeren naar Nederlandse recht niet als (elektronisch) geld. In de Nederlandse rechtspraak is reeds uitgemaakt dat Bitcoin²³ en Ether²⁴ vermogensrechtelijk niet zijn aan te merken als geld in de zin van titel van afdeling 6.1.11 BW. Ook heeft de minister van Financiën in 2013 aangegeven dat Bitcoin niet binnen de definitie van elektronisch geld in de zin van artikel 1:1 Wft valt, omdat het geen vordering op een uitgever (zoals een elektronisch geldinstelling of bank) vertegenwoordigt.²⁵

De analyse dat cryptovaluta niet kwalificeren als (elektronisch) geld, heeft implicaties voor enkele toezichtrechtelijke kwalificaties. Zo heeft Rank betoogd dat Bitcoinactiviteiten niet kwalificeren als een betaaldienst, omdat de Bitcoin niet onder het begrip geldmiddelen valt.²⁶ Ook stelt Rank dat Bitcoins niet kwalificeren als beleggingsobject omdat (onder andere) op grond van artikel 1:1 Wft alleen zaken of daarvan afgeleide rechten een beleggingsobject zijn, en Bitcoins zijn vermogensrechtelijk geen zaken.²⁷ Ranks

16 Naast Ethereum wordt ook de Chinese NEO-blockchain gebruikt om smart contract te programmeren en een ICO te initiëren.

17 Andere voorbeelden zijn Ripple, Litecoin, NEO en Qtum.

18 Voorbeelden zijn MyEther en BitGo.

19 Voorbeelden zijn Trezor, KeepKey of Ledger Nano S.

20 Voorbeelden zijn Bitcoin Knots en Green Address.

21 Voorbeelden zijn het Amerikaanse Coinbase Kraken en het Nederlandse Bitonic.

22 Voorbeelden zijn onder meer de Amerikaanse beurzen Kraken, Poloniex en Bittrex en de Chinese beurzen Binance en KuCoin.

23 Rb. Overijssel 14 mei 2014, ECLI:NL:RBOVE:2014:2667 en Hof Arnhem-Leeuwarden 31 mei 2016, ECLI:NL:GHARL:2016:4219.

24 Rb. Midden-Nederland 7 december 2017, ECLI:NL:RBMNE:2017:6646, r.o. 4.6.

25 Brief minister van Financiën van 19 december 2013 aan de voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal, kenmerk FM/2013/1939 U.

26 W.A.K. Rank, ‘Betaling in bitcoins: geld of ruilmiddel, betaling of inbetaalinggeving?’, *Ars Aequi* 2015, p. 185.

27 W.A.K. Rank, ‘Betaling in bitcoins: geld of ruilmiddel, betaling of inbetaalinggeving?’, *Ars Aequi* 2015, p. 185.

analyse geldt mijns inziens voor alle ‘traditionele cryptovaluta’ die worden gegenereerd door middel van een algoritme op een blockchain-ecosysteem.

Het is de vraag of (de structuur van) bepaalde soorten cryptovaluta of daarvan afgeleide instrumenten wel kwalificeren als een financieel instrument in de zin van artikel 1:1 Wft. Hieronder zal worden gezien of cryptovaluta, tokens of daarvan afgeleide instrumenten kwalificeren als een effect, deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling of derivaat en daarmee onder de reikwijdte van een breed scala aan Europese toezichtrechtelijke regimes vallen, zoals de Prospectusrichtlijn, de Verordening Marktmissbruik, MiFID II/MiFIR, de AIFMD- of UCITS-richtlijn, EMIR of de Short selling-verordening.²⁸

3.1.1 Effecten

Een effect is een verhandelbaar aandeel of een daarmee gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs of recht, een verhandelbare obligatie of een ander verhandelbaar schuldinstrument of verhandelbare instrumenten waarmee aandelen of obligaties kunnen worden verworven of die recht geven op afwikkeling in geld.²⁹ Zoals hiervoor besproken worden cryptovaluta niet uitgegeven door een uitgevende stelling en hebben zij ook geen karakteristieken van een aandeel of obligaties, zoals stemrecht, recht op dividend of recht op een rentevergoeding. Cryptovaluta kwalificeren kortom niet als effecten in de zin van de Wft.

De AFM stelt dat voor de kwalificatie van een token als een met een aandeel gelijk te stellen waardebewijs, onder meer van belang is of de tokenhouders participeren in het kapitaal van de onderneming en daarvoor een vergoeding ontvangen

Dit kan anders liggen bij tokens die met een ICO worden uitgegeven. Zoals besproken, kan een programmeur van een smart contract de karakteristieken van de tokens bepalen en daarmee tokens ook de functionaliteit geven van een aandeel of daarmee te vergelijken waardebewijs. De AFM stelt dat voor de kwalificatie van een token als een met een aandeel gelijk te stellen waardebewijs onder meer van belang is of de tokenhouders participeren in het kapitaal van de onderneming en daarvoor een vergoeding ontvangen.³⁰ Die vergoeding moet samenhangen met

het rendement dat met het geïnvesteerde kapitaal wordt behaald. Dat kan bijvoorbeeld het geval zijn wanneer een token een aandeel in het project vertegenwoordigt, of als de token recht geeft op een deel van de (toekomstige) rendementen, zoals de hiervoor besproken DAO-token. Zeggenschapsrechten zijn niet doorslaggevend voor de vraag of een token kwalificeert als een effect.³¹ Daarnaast moet worden vastgesteld of de token verhandelbaar is. De AFM gaat uit van een ruime economische benadering van het begrip verhandelbaarheid en beschouwt alle constructies waarbij het economische belang van een gestandaardiseerd waardebewijs of deelnemingsrecht middellijk of onmiddellijk wordt of kan worden overgedragen aan een derde als verhandelbare instrumenten.³² De meeste tokens worden na de ICO genoteerd op een cryptobeurs, waardoor ook aan het begrip van verhandelbaarheid is voldaan. Tokens kunnen derhalve onder bepaalde omstandigheden kwalificeren als een effect in de zin van artikel 1:1 Wft. Het gevolg daarvan is dat diensten of activiteiten rondom dergelijke tokens mogelijk gereguleerd zijn (zie par. 3.2 hierna).

3.1.2. Deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling

Een deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling is een financieel instrument in de zin van artikel 1:1 Wft.³³ Een cryptovaluta kwalificeert in beginsel niet als een deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling, omdat het geen recht van deelneming betreft in een collectief beleggingsvehikel waarbij de participant *pro rata* aanspraak maakt op de beleggingen van het fonds. Onder omstandigheden kunnen tokens echter wel kwalificeren als deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling.³⁴ Dit heeft de AFM reeds vastgesteld.³⁵ Het is bijvoorbeeld denkbaar dat een token wordt uitgegeven om kapitaal op te halen en met dit kapitaal collectief wordt belegd ten behoeve van de deelnemers, zoals in het geval van The DAO (zie par. 2.3 hiervoor).

3.1.3 Derivaten

Derivaten zoals termijncontracten, opties, futures en financiële contracten ter verrekening van verschillen (CFDs) kwalificeren als een financieel instrument in de zin van artikel 1:1 Wft. De AFM is duidelijk wat betreft cryptoderivaten en stelt dat futures en CFDs met cryptovaluta als onderliggende waarden kwalificeren als financiële instrumenten in de zin van artikel 1:1 Wft.³⁶ Een voorbeeld van een cryptoderivaat is de Bitcoinfuture, waarmee kan worden gespeculeerd op de toekomstige waarde of gebeurtenis van de Bitcoin als onderliggend instrument.

28 Hierna zullen enkele regimes worden aangestipt. Dit artikel leent zich niet voor een diepe(re) analyse.

29 Definitie van ‘effect’ in artikel 1:1 Wft.

30 Zie <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/ico>.

31 Zie <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/ico>.

32 Zie <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/ico>.

33 Een deelnemingsrecht kwalificeert als een effect indien het verhandelbaar is en is uitgegeven door een *closed-end* beleggingsinstelling.

34 Een UCITS ligt minder voor de hand, aangezien dit een beleggingsvorm is waar alleen in effecten mag worden gehandeld. Het is wel mogelijk indien het fonds besluit te beleggen in cryptovaluta die enkel kwalificeren als effecten.

35 Zie <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/ico>.

36 AFM, ‘Position paper AFM. Hoorzitting cryptocurrencies’, 24 januari 2018, p. 5.

3.2 Reikwijdte van het toezicht

3.2.1 *Wallet providers*

Wallet providers vallen mogelijk onder financieel toezicht indien tokens die worden bewaard kwalificeren als financiële instrumenten. Mochten bepaalde tokens kwalificeren als financiële instrumenten dan kan het bewaren ervan kwalificeren als de nevendienst ‘het bewaren en beheren van financiële instrumenten’.³⁷ De wallet provider heeft voor het uitsluitend verlenen van die nevendienst – namelijk het bewaren van de tokens – echter geen vergunning nodig als beleggingsonderneming in de zin van artikel 2:96 Wft.

3.2.2 *Crypto-exchanges en cryptobeurzen*

Crypto-exchanges die enkel de dienst aanbieden van het met gefiatteerde valuta kopen en verkopen van cryptovaluta zullen geen beleggingsdiensten verlenen in de zin van artikel 1:1 Wft. Cryptovaluta kwalificeren immers niet als financiële instrumenten. De exchange is dan ook niet vergunningplichtig als beleggingsonderneming op grond van artikel 2:96 Wft. Concreet betekent dit dat een crypto-exchange – anders dan een beleggingsonderneming – niet verplicht is om te voldoen aan allerlei verplichtingen waaronder onder meer informatie- en transparantieplichtingen, KYC-verplichtingen, cliëntenclassificatie, vermogensscheidingregels, en verplichtingen ten aanzien van provisies, belangenconflicten en best execution.³⁸ De best execution-regels wil ik specifiek uitlichten. Een niet gereguleerde exchange (of cryptobeurs) is vanuit toezichtrechtelijk perspectief niet verplicht de orders in cryptovaluta op de meest optimale wijze uit te voeren rekening houdende met de prijs, de uitvoeringskosten, de snelheid, de waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, de omvang, de aard en alle andere voor de uitvoering van de order relevante aspecten.³⁹ Dit kan ervoor zorgen dat de prijs van bijvoorbeeld een kooporder Bitcoin tussen de verschillende aanbiederende crypto-exchanges substantieel verschilt in marktprijs en transactiekosten.

Dit is anders indien de crypto-exchange tokens aanbiedt die kwalificeren als effecten. In dat geval kunnen de diensten van de exchange worden aangemerkt als (i) het ontvangen en doorgeven van orders in financiële instrumenten en (ii) het uitvoeren van orders in financiële instrumenten in de zin van artikel 1:1 Wft (‘execution-only diensten’). De AFM heeft reeds gesteld dat platformen die de verhandeling van tokens mogelijk maken die onder de Wft vallen, een vergunning nodig hebben als beleggingsonderneming.⁴⁰ In dat geval staat de crypto-exchange onder toezicht van de AFM en DNB.

Ongeacht of de cryptovaluta of tokens onder de Wft vallen, kunnen crypto-exchanges bij het omwisselen van gefiatteerde valuta in cryptovaluta of tokens, opvorderbare gelden aantrekken en verkrijgen en daarmee onder de reikwijdte van de verbodsbepaling van artikel 3:5 Wft vallen.⁴¹ Indien bijvoorbeeld een cliënt in Nederland via een crypto-exchange met euro’s Ethers wil aankopen, dient de exchange die euro’s binnen vijf werkdagen om te zetten in Ethers of terug te storten naar de rekening van de cliënt. Doet de crypto-exchange dat niet, dan handelt de exchange mogelijk in strijd met het verbod uit artikel 3:5 Wft. Enkele grote crypto-exchanges die acteren in de EU houden – mogelijk om die reden – ook een bankrekening aan bij een Europese bank.⁴²

Voor een cryptobeurs geldt hetzelfde als voor een crypto-exchange. Zo’n beurs heeft een vergunning nodig als beleggingsonderneming indien zij de verhandeling van cryptovaluta of tokens mogelijk maakt die onder de Wft vallen. Dit stelt ook de AFM.⁴³ Het is (nog) onduidelijk of de AFM ook doelt op een vergunning als multilateral trading facility (‘MTF’). Mijns inziens verrichten partijen die een cryptobeurs exploiteren waar als effecten kwalificerende tokens secundair verhandelbaar worden gemaakt door middel van het samenbrengen van vraag en aanbod, een beleggingsactiviteit in de zin van artikel 1:1 Wft, namelijk het exploiteren van een MTF.⁴⁴ In dat geval dient de cryptobeurs een vergunning aan te vragen als beleggingsonderneming. Als exploitant van een MTF dient de cryptobeurs bovendien rekening te houden met vermogensscheidingregels, waaronder het giralisieren van de als effecten kwalificerende tokens conform de Wet giraal effectenverkeer.⁴⁵

3.2.3 *Partijen die een ICO opzetten*

Partijen die een ICO initiëren kunnen mogelijk onder toezicht staande activiteiten verrichten. Indien een token kwalificeert als een effect, dient te worden bezien of de uitgevende partij een prospectusplicht heeft op grond van artikel 5:2 Wft. Dit is mogelijk het geval indien de uitgevende partij (i) in Nederland tokens aan het publiek aanbiedt of (ii) tokens toelaat tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt.⁴⁶ Indien tokens door middel van een ICO worden uitgegeven voor

37 Zie Bijlage 1, deel B onder 1 MiFID II.

38 Art. 4:90a t/m 4:90d Wft.

39 L. Silverentand (red.), *Hoofdlijnen Wft*, Kluwer: Deventer 2016, p. 237.

40 Zie <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/ico>.

41 Zie DNB, ‘InnovationHub AFM & DNB, Frequently Asked Questions’, te raadplegen via <https://www.dnb.nl/en/supervision/innovationhub/veelgestelde-vragen-aan-de-innovationhub/#>.

42 Zo houden de Amerikaanse exchanges Coinbase en Kraken rekeningen aan bij respectievelijk een bank uit Estland, LHV Pank en Duitsland, Fidor Bank.

43 Zie <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/ico>.

44 Zie art. 2 van de MiFID Uitvoeringsverordening.

45 In dat geval dient de als MTF opererende cryptobeurs de als effecten kwalificerende tokens aan een Central Securities Depository, zoals Euroclear Nederland, te ‘leveren’ ter opname in het girodepot. Vervolgens zou de cryptobeurs een eigen administratie met betrekking tot de verhandeling van de tokens op haar MTF moeten bijhouden.

46 Art. 5:1a, 5:3 en 5:4 van de Wft bevatten uitzonderingen op de verbodsbepaling uit art. 5:2 Wft en art. 53, 54, 54a, 54b, 55 en 55a van de Vrijstellingsregeling Wft bevatten vrijstellingen van het verbod van art. 5:2 Wft.

gefiatteerde valuta, speelt mogelijk ook het verbod voor het aantrekken van opvorderbare gelden uit artikel 3:5 Wft een rol. Om niet onder de verbodsbepaling te vallen dient het smart contract zo te worden geprogrammeerd dat binnen vijf werkdagen de tokens vrij worden gegeven of de gelden automatisch worden terugstort.

3.2.4 Aanbieders van cryptoderivaten

Cryptoderivaten kwalificeren als financiële instrumenten. Aanbieders van dergelijke derivaten zullen onder het MiFID-regime vallen en een vergunning als beleggingsonderneming nodig hebben. Bestaande financiële ondernemingen die cryptoderivaten, zoals Bitcoinfutures, aanbieden aan niet-professionele beleggers zijn door de AFM reeds gewezen op hun zorgplicht.⁴⁷ De minister van Financiën vindt het bovendien belangrijk dat de toezichthouders de verkoop van cryptoderivaten aan niet-professionele beleggers kritisch tegen het licht houden en waar nodig ingrijpen.⁴⁸ De AFM zou bijvoorbeeld kunnen ingrijpen door middel van haar uit MiFIR toebedeelde productinterventiebevoegdheden waarmee zij de handel in Bitcoinfutures op de Nederlandse markt zou kunnen beperken of verbieden.⁴⁹

3.2.5 Tussenconclusie

Op dit moment bestaat er in Nederland geen specifiek regelgevend kader voor cryptovaluta en daarom vallen marktpartijen die op de cryptomarkt actief zijn in beginsel niet onder toezicht van de AFM en DNB. Zo kwalificeren cryptovaluta in beginsel niet als financiële producten of financiële instrumenten in de zin van de Wft. Tokens kunnen echter onder omstandigheden wel kwalificeren als effecten of deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling, waardoor cryptomarktpartijen, afhankelijk van de dienst of activiteit, onder een toezichtrechtelijk regime kunnen vallen. Dat betekent dat marktpartijen die activiteiten verrichten rondom dergelijke tokens mogelijk een vergunning als beleggingsonderneming moeten aanvragen bij de AFM. Activiteiten rondom cryptoderivaten vallen in beginsel wel onder toezicht van de AFM.

4. Toezicht in de VS

Op dit moment zijn cryptovaluta in de VS niet eenduidig en op federaal niveau gereguleerd, maar vallen zij onder verschillende toezichtrechtelijke regimes. Zo worden cryptovaluta door de Internal Revenue Services fiscaal gereguleerd en monitort het Financial Crimes Enforcement Network van de U.S. Treasury cryptovaluta vanuit een anti-witwas en -terrorismedinanciering perspectief. Federaal houden de Securities and Exchange Commission ('SEC') en de Commodity Futures Trading Commission ('CFTC') toezicht op cryptovaluta waar zij de financiële

markten raken. Net als in het Nederlandse toezichtrecht is het antwoord op de vraag of bepaalde partijen op de cryptomarkt onder het toezicht van de SEC of de CFTC vallen, afhankelijk van de vraag hoe cryptovaluta en tokens naar Amerikaans toezichtrecht kwalificeren. Zowel de SEC (par. 4.1) als de CFTC (par. 4.2) hebben handhavende bevoegdheden. Bovendien hebben bepaalde staten, zoals de staat New York,⁵⁰ een eigen regelgevend kader ingevoerd (par. 4.3).

4.1 SEC

De Securities Act 1933 en de Securities Exchange Act 1934 (hierna: de 'Securities Act') geven een brede definitie van de term 'security', en bepalen dat securities "(...) encompass virtually any financial instruments that constitute an investment, and able to enact securities laws regardless of the name given (...)", waaronder "notes, stock, (...) bonds, (...) investment contract".⁵¹ Cryptovaluta hebben niet de karakteristieken van *stocks*, zoals stemrechten of het recht op dividend,⁵² en zijn geen *bonds*, omdat er geen recht ontstaat tot terugbetaling van gelden of een recht op vergoeding van rente.⁵³ De aankoop van cryptovaluta, via bijvoorbeeld een crypto-exchange, wordt ook niet beschouwd als een 'investment contract', omdat het (i) geen investering is in een onderneming en (ii) de koper geen (toekomstige) winst kan verwachten.⁵⁴ Cryptovaluta kwalificeren in beginsel niet als een security in de zin van de Securities Act.⁵⁵

Net als in het Nederlandse toezichtrecht is het antwoord op de vraag of bepaalde partijen op de cryptomarkt onder het toezicht van de SEC of de CFTC vallen, afhankelijk van de vraag hoe cryptovaluta en tokens naar Amerikaans toezichtrecht kwalificeren

De SEC heeft daarnaast onderzocht of tokens die worden uitgegeven door middel van ICO's kwalificeren als securities in de zin van de Securities Act.⁵⁶ De SEC heeft daartoe

47 Zie <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/dec/bitcoin-futures-zorgplicht>.

48 Kamerbrief over de ontwikkelingen rondom cryptovaluta van minister van Financiën Hoekstra, 8 maart 2018, p. 5.

49 Art. 42 MiFIR.

50 Maar ook de staten Californië en Texas.

51 Zie voor een uitgebreide definitie van 'security': 15 U.S.C. § 77b(a)(1).

52 E. Engle, 'Is Bitcoin Rat Poison: Cryptocurrency, Crime and Counterfeiting, CCC', 16 *Journal of High Technology Law* 340, 393 (2016), p. 376 en J.E. Alberts & B. Fry, 'Is Bitcoin a Security?', *Boston University Journal of Science & Technology Law*, vol. 21:1, 2015.

53 E. Engle, 'Is Bitcoin Rat Poison: Cryptocurrency, Crime and Counterfeiting, CCC', 16 *Journal of High Technology Law* 340, 393 (2016), p. 376.

54 J.E. Alberts & B. Fry, 'Is Bitcoin a Security?', *Boston University Journal of Science & Technology Law*, vol. 21:1, 2015.

55 S.J. Hughes & S.T. Middlebrook, 'Advancing a Framework for Regulating Cryptocurrency Payments Intermediaries', *Yale Journal on Regulation*, Vol. 32, 2015, p. 528.

56 Jay Clayton, 'Chairman's Testimony on Virtual Currencies: The Role of the SEC and CFTC', 6 februari 2018, te raadplegen via <https://www.sec.gov/news/testimony/testimony-virtual-currencies-oversight-role-us-securities-and-exchange-commission>.

de hiervoor besproken DAO-token als voorbeeld genomen.⁵⁷ Kort gezegd concludeert de SEC dat de DAO-token kwalificeerde als een security en dat bij de beoordeling of een uitgegeven token kwalificeert als security gekeken dient te worden naar de economische rationale en niet naar de terminologie en technologie die erachter zit. De SEC heeft ook toezichthoudende bevoegdheden rondom securities-based derivaten, zoals securities-swaps. Dit betekent dat ook derivaten die zien op als securities kwalificerende tokens onder de reikwijdte van de SEC vallen.

De SEC heeft toezichthoudende bevoegdheden indien cryptovaluta kwalificeren als security. Indien de in paragraaf 2.3 besproken crypto-exchange of cryptobeurs activiteiten verrichten met betrekking tot cryptovaluta die kwalificeren als securities, dan dienen die partijen zich mogelijk te registreren bij de SEC als *national securities exchange*, *alternative trading platform* of *broker-dealer*.⁵⁸ *Broker-dealers* zijn vergelijkbaar met beleggingsondernemingen en zijn onderworpen aan allerlei vereisten rondom beleggersbescherming, transparantie- en informatieverplichtingen, KYC en AML.⁵⁹ Een *national securities exchange* of een *alternative trading platform*⁶⁰ is te vergelijken met een gereguleerde markt of MTF.

Daarnaast monitort de SEC ICO's en tokens die worden uitgegeven. Partijen die door middel van een ICO een security uitgeven, dienen zich te registreren bij de SEC door middel van een 'Form S-1' en een prospectus publiekelijk beschikbaar te stellen. De SEC heeft reeds meerdere keren handhavend opgetreden en ICO's tegengehouden.⁶¹

4.2 CFTC

De CFTC houdt federaal toezicht op commodities- en derivatenmarkten. De definitie van 'commodity' omvat zowel tastbare goederen, zoals graan, katoen en rijst, als een brede definitie van "all services, rights, and interests in which contracts for future delivery are presently or in the future dealt in".⁶² De CFTC heeft reeds bepaald dat cryptovaluta kwalificeren als commodity en daarmee onder de reik-

wijdte van de Commodity Exchange Act ('CEA') vallen.⁶³ De CFTC heeft daarmee toezichthoudende bevoegdheden als cryptovaluta onderdeel zijn van een commodity-derivaat, zoals een commodity-swap of -future. Hierdoor kan de CFTC handhavend optreden rondom cryptoderivaten.

Zo heeft de CFTC een handelsplatform in Bitcoinswaps (TeraExchange) geregistreerd als *swap execution facility*, en heeft zij de Chicago Mercantile Exchange en de Chicago Board Options Exchange toestemming gegeven de Bitcoin-futures en binaire opties verhandelbaar te maken.⁶⁴ Daarnaast heeft de CFTC toezichthoudende bevoegdheden indien cryptovaluta worden gebruikt om te frauderen of te manipuleren.⁶⁵ Zo heeft de CFTC handhavend opgetreden tegen een *Ponzi scheme*⁶⁶ en tegen een cryptobeurs (Bitfinex) die hefboomhandel (*margin trading*) mogelijk maakte.⁶⁷

4.3 New York: BitLicense

In de staat New York is op 24 juni 2015 door de New York State Department of Financial Services een regelgevend kader geïntroduceerd: het BitLicense Regulatory Framework.⁶⁸ Iedere onderneming die activiteiten verricht die binnen de definitie van 'virtual currency business activity' valt, dient een BitLicense aan te vragen. Onder de definitie van 'virtual currency business activity' valt:⁶⁹

"(...) (i) receiving Virtual Currency for Transmission or Transmitting Virtual Currency, except where the transaction is undertaken for non-financial purposes and does not involve the transfer of more than a nominal amount of Virtual Currency; (ii) storing, holding, or maintaining custody or control of Virtual Currency on behalf of others; (iii) buying and selling Virtual Currency as a customer business; (iv) performing Exchange Services as a customer business; or (v) controlling, administering, or issuing a Virtual Currency".

Alle in paragraaf 2.4 beschreven spelers op de cryptomarkt zouden op grond van deze definitie een BitLicense moeten

57 SEC, 'Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO', Release No. 81207 (25 July, 2017).

58 S.J. Hughes & S.T. Middlebrook, 'Advancing a Framework for Regulating Cryptocurrency Payments Intermediaries', *Yale Journal on Regulation*, Vol. 32, 2015, p. 527 en <https://www.sec.gov/news/public-statement/enforcement-tm-statement-potentially-unlawful-online-platforms-trading>.

59 S.J. Hughes & S.T. Middlebrook, 'Advancing a Framework for Regulating Cryptocurrency Payments Intermediaries', *Yale Journal on Regulation*, Vol. 32, 2015, p. 527.

60 17 CFR 242.301. Een *alternative trading platform* is ook een *broker-dealer*, gelijk aan een MTF of OTF dat ook een beleggingsonderneming is onder MiFID II.

61 Zie SEC Press releases: 'Company Halts ICO after SEC Raises Registration Concerns', te raadplegen via <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-227>; 'SEC Emergency Action Halts ICO Scam', te raadplegen via <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-219> en 'SEC Halts Alleged Initial Coin Offering Scam', te raadplegen via <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-8>.

62 7 U.S.C. § 1a(9).

63 Coinflip, Inc., d/b/a Derivabit, and Francisco Riordan, CFTC Docket No. 15-29, 2015 WL 5535736, (CFTC, 17 September 2015) en CFTC Chairman Timothy Massad voor de U.S. Senate Committee on Agriculture, Nutrition and Forestry (December 10, 2014), te raadplegen via <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opamassad-6>.

64 CFTC, 'Statement on Self-Certification of Bitcoin Products by CME, CFE and Cantor Exchange', 1 december 2017, te raadplegen via <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7654-17>.

65 Zie CFTC, 'Bitcoin Basics', te raadplegen via http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@customerprotection/documents/file/occeo_bitcoinbasics0218.pdf.

66 Zie CFTC v. Nicholas Gelfman and Gelfman Blueprint, Inc., te raadplegen via <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfgelfmancomplaint09212017.pdf>.

67 Zie BXFNA Inc. d/b/a Bitfinex, Dkt. No. 16-19 (CFTC June 2, 2016), te raadplegen via <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfbfxnaorder060216.pdf>.

68 Zie http://www.dfs.ny.gov/legal/regulations/bitlicense_reg_framework.htm.

69 Section 200.2.

aanvragen. Zo valt de dienstverlening van een wallet provider mogelijk onder de hierboven beschreven activiteiten (ii), verleent een crypto-exchange en cryptobeurs mogelijk de diensten beschreven onder (ii), (iii) en (iv) en valt een partij die een ICO initieert mogelijk binnen de reikwijdte van activiteit (v). Partijen met een BitLicense dienen onder meer te voldoen aan rapportage- en informatieverplichtingen, kapitaalvereisten, regels voor consumentenbescherming, regels voor vermogensscheiding en dienen een AML en een cybersecuritybeleid te hebben.⁷⁰

Volgens de minister van Financiën ligt een verbod op cryptovaluta echter niet voor de hand gezien het decentrale en grensoverschrijdende karakter ervan

4.4 Tussenconclusie

In de VS hebben zowel de SEC als de CFTC handhavende bevoegdheden met betrekking tot cryptovaluta en tokens. Op federaal niveau is het toezicht op de cryptomarkt gefragmenteerd. Enkele staten, zoals de staat New York, hebben daarentegen wel een meer geharmoniseerd regelgevend regime ingevoerd. Net als de AFM kwalificeert de SEC cryptovaluta niet als securities, maar tokens in beginsel wel. Ook hebben zowel de SEC als de CFTC bevoegdheden rondom cryptoderivaten. Opvallend is dat enerzijds de SEC streng lijkt op te treden tegen ongeregelde activiteiten van crypto-exchanges, cryptobeurzen en ICO's, en anderzijds de CFTC toestemming geeft voor de handel in risicovolle cryptoderivaten (zoals Bitcoinfutures, -swaps en -opties). Vanuit een gemeenschappelijk en federaal belang om toezicht te houden op de risico's van de cryptomarkt is dit mijns inziens opmerkelijk.

5. Tot slot

Hoe nu verder? De AFM en DNB hebben reeds *position papers* gepubliceerd waarin zij de huidige cryptomarkt en de daarop acterende spelers enige richtlijn geven over

de reikwijdte van hun bevoegdheden, maar tegelijkertijd constateren zij dat er stappen nodig zijn om het toezicht uit te breiden.⁷¹ Ook de minister van Financiën heeft in een Kamerbrief van 8 maart 2018 laten weten dat het huidige toezicht en regelgevend kader nog onvoldoende zijn toegerust op de cryptomarkt.⁷² Volgens de minister ligt een verbod op cryptovaluta echter niet voor de hand, gezien het decentrale en grensoverschrijdende karakter ervan. Bovendien kan een verbod naar verwachting onvoldoende worden gehandhaafd.⁷³ Hij pleit er zodoende voor om cryptovaluta binnen een passend regelgevend kader te brengen en langs die weg oneigenlijk gebruik aan te pakken, maar de potentie van de techniek daarbij te behouden. Gelet op het grensoverschrijdende karakter van de cryptomarkt is een Europese en internationale aanpak essentieel.⁷⁴ Die wens wordt gedeeld door de AFM, die in haar wetgevingsbrief van 9 april 2018 de minister van Financiën verzoekt een voortrekkersrol te nemen bij de totstandkoming van een gecoördineerde Europese aanpak van de risico's bij cryptovaluta en ICO's.⁷⁵ Op Europees niveau heeft EU-commissaris Dombrovskis (financiële stabiliteit) in een rondetafelgesprek van 26 februari 2018 aangegeven dat de EU nadenkt over Europese wetgeving.⁷⁶ Het lijkt dan ook een kwestie van tijd totdat vanuit mondiaal (G-20) of Europees niveau actie wordt ondernomen om de cryptomarkt te reguleren.

Mijns inziens zal alleen een mondiale aanpak effectief werken. De opkomst van cryptovaluta en ICO's betekent nieuwe digitale ontwikkelingen, net zoals blockchain, big data, internet of things of artificial intelligence dat zijn. Deze digitale ontwikkelingen kenmerken zich door internetgestuurde processen en activiteiten die niet meer worden tegenhouden door landsgrenzen en jurisdicties. Dit vergt een nieuwe vorm van toezicht en met name – nog meer dan voorheen – een adequate samenwerking tussen toezichthoudende autoriteiten en staten.

Over de auteur

Mr. T.W. (Thom) Beenen
Advocaat te Amsterdam

70 Section 200.8, 200.9, 200.14, 200.15, 200.16, 200.19 van Titel 23 van het Department of Financial Services, Chapter 1. Regulations of the Superintendent of Financial Services Part 200, Virtual Currencies, te raadplegen via <http://www.dfs.ny.gov/legal/regulations/adoptions/dfsp200t.pdf>.

71 Zie https://www.dnb.nl/binaries/Position%20Paper%20DNB%20Cryptocurrencies_tcm46-371493.pdf?2018030720.

72 Kamerbrief over de ontwikkelingen rondom cryptovaluta van minister van Financiën Hoekstra, 8 maart 2018, te raadplegen via <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2018/03/08/kamerbrief-over-de-ontwikkelingen-rondom-cryptovaluta>.

73 Dit stelt DNB ook in haar position paper voor de hoorzitting cryptovaluta/ICO's van 24 januari jl.

74 Kamerbrief over de ontwikkelingen rondom cryptovaluta van minister van Financiën Hoekstra, 8 maart 2018, te raadplegen via <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2018/03/08/kamerbrief-over-de-ontwikkelingen-rondom-cryptovaluta>.

75 Zie de wetgevingsbrief van de AFM van 9 april 2018, te raadplegen via <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2018/apr/wetgevingsbrief>.

76 Zie https://ec.europa.eu/commission/news/roundtable-cryptocurrencies-2018-feb-26_en.