

Cryptoproducten en zorgplicht beleggingsdienstverleners - een verkenning

mr. T.W. Beenen en mr. L.B.G. Hillen¹

In deze bijdrage wordt ingegaan op de vraag in hoeverre beleggingsdienstverleners met civielrechtelijke zorgplichtaspecten worden geconfronteerd indien zij actief aan hun particuliere klanten diensten verlenen met betrekking tot cryptoproducten, en hoe zij aan deze zorgplichtaspecten invulling kunnen geven.

1. Inleiding

Cryptovaluta zoals Bitcoin staan ook in Nederland al langere tijd in de belangstelling van (overwegend relatief jonge) particuliere beleggers.² Tegelijkertijd wijzen toezichthouders in binnen- en buitenland op de grote risico's van het beleggen in cryptovaluta en andere cryptoproducten zoals tokens en Bitcoin futures. Steeds meer beleggingsdienstverleners, waaronder wij in dit artikel banken en beleggingsondernemingen verstaan, zullen zich dan ook wellicht afvragen met welke aandachtspunten zij te maken krijgen indien zij besluiten diensten aan hun particuliere klanten aan te bieden met betrekking tot deze producten. Op beleggingsdienstverleners rust een jegens de belegger in acht te nemen civielrechtelijke en, afhankelijk van de publiekrechtelijke kwalificatie van het betrokken product, publiekrechtelijke zorgplicht. De maatschappelijke positie van

beleggingsdienstverleners kan daarnaast meebrengen dat zij jegens particuliere beleggers een bijzondere zorgplicht hebben om hen te beschermen tegen eigen lichtvaardigheid en/of een gebrek aan inzicht en kennis. In deze bijdrage staat centraal in hoeverre beleggingsdienstverleners met civielrechtelijke zorgplichtaspecten worden geconfronteerd indien zij actief aan hun particuliere klanten diensten verlenen met betrekking tot cryptoproducten, en hoe zij aan deze zorgplichtaspecten invulling kunnen geven. De Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) alsmede de eventuele zorgplicht van een beleggingsdienstverlener jegens derden (niet-klanten), blijven buiten de reikwijdte van dit artikel.

Eerst gaan wij in op enkele veel voorkomende typen cryptoproducten en denkbare typen dienstverlening van beleggingsdienstverleners met betrekking tot deze cryptoproducten. Daarna komen achtereenvolgens aan de orde de (huidige) juridische kwalificatie van cryptoproducten, de opvattingen daarover van Nederlandse en buitenlandse toezichthouders en de belangrijkste aandachtspunten van de door beleggingsdienstverleners in acht te nemen zorgplicht. Onze conclusie is kort gezegd dat beleggingsdienstverleners er goed aan doen bij cryptodienstverlening de in de bijzondere zorgplichtjurisprudentie aangenomen informatie-, onderzoeks- en waarschuwingsverplichting in acht te nemen en daarbij ook de inhoud van de relevante publiekrechtelijke normen te betrekken.

2. Cryptoproducten en dienstverlening

Met betrekking tot cryptoproducten is van belang onderscheid te maken tussen (i) cryptovaluta, (ii) tokens en (iii) beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta. Deze drie hierna te bespreken

1. T.W. Beenen en L.B.G. Hillen zijn beiden advocaat te Amsterdam. Zij bedanken F.R.H. van der Leeuw, eveneens advocaat te Amsterdam, voor zijn waardevolle commentaar op eerdere versies van dit artikel.

2. Volgens onderzoek van Kantar TNS beschikten begin 2018 580.000 Nederlandse particulieren over cryptovaluta (voornamelijk Bitcoins). De gemiddelde leeftijd van deze groep is 38 jaar, zie 'Aantal Nederlandse beleggers cryptovaluta geëxplodeerd, maar nog geen kwart ervan staat op winst', Kantar TNS 8 februari 2018, <http://www.tns-nipo.com/nieuws/persberichten/aantal-nederlandse-beleggers-cryptovaluta-geexplod>. Vanwege de grote koersdalingen in 2018 van onder andere Bitcoin, is het aantal Nederlandse cryptobezitters inmiddels weer gedaald naar circa 480.000 in augustus 2018, zie 'Aantal crypto-investeerdere met 100.000 afgenomen', Kantar TNS 13 september 2018, <http://www.tns-nipo.com/nieuws/persberichten/aantal-crypto-investeerdere-met-100-000-afgenomen>.

productgroepen hebben elk hun eigen kenmerken die relevant zijn voor de juridische kwalificatie van deze producten.

Een belangrijk aan cryptovaluta en tokens verwant product is de zogeheten *wallet*. Een wallet is een digitale portemonnee bestaande uit een *public key* en een *private key*, die toegang geeft tot cryptovaluta en tokens.³ Wij zullen in deze bijdrage echter niet verder ingaan op zorgplichtaspecten met betrekking tot het aanbieden van wallets.

2.1. Cryptovaluta

Onder cryptovaluta verstaan wij virtuele valuta waarbij een blockchain-ecosysteem in combinatie met cryptografische technieken wordt gebruikt om (i) de creatie en toevoer van nieuwe virtuele valuta te reguleren en (ii) een verificatiemechanisme in te bouwen bij de overdracht van de desbetreffende virtuele valuta, zodat de valuta maar één keer kan worden uitgegeven en onafhankelijk van een centrale autoriteit kan opereren. De oudste (uit 2009) en bekendste cryptovaluta is Bitcoin.⁴ Cryptovaluta zoals Bitcoin zijn ontworpen met het doel als betaalmiddel te fungeren zonder tussenkomst van banken.⁵ Daarnaast dienen cryptovaluta als smeerolie voor het functioneren van de onderliggende blockchain-techniek, bijvoorbeeld door als beloning te fungeren voor het valideren van transacties in cryptovaluta op de blockchain.

Cryptovaluta komen tot stand doordat *core developers* van een blockchain-ecosysteem een set aan regels - een algoritme - programmeren en daarmee bepalen hoeveel cryptovaluta worden vrijgegeven en onder welke voorwaarden.⁶ Zo kunnen bepaalde cryptovaluta, waaronder Bitcoin, worden verkregen door middel van *mining*, waarbij (in het geval van Bitcoin veelal Chinese) partijen krachtige computers inzetten om als eerste een wiskundige puzzel op te lossen en daarmee transacties op de blockchain te valideren. De winnaar ontvangt - zolang de eventueel vooraf

vastgestelde maximale hoeveelheid cryptovaluta nog niet is bereikt - cryptovaluta als beloning.⁷ Naast het verkrijgen van cryptovaluta door middel van *mining*, kunnen reeds bestaande cryptovaluta worden aangekocht met gefatteerde valuta (zoals euro's en dollars) op online *exchanges*, zoals Coinbase, Kraken en Bitonic. Ook kunnen cryptovaluta op cryptobeurzen, zoals Bittrex en Poloniex, worden verhandeld tegen andere cryptovaluta of de hierna te bespreken tokens.

De blockchain fungeert als een decentraal - namelijk door de gebruikers ervan - onderhouden grootboek, waarin alle transacties in de betreffende cryptovaluta in een lange keten van blokken worden vastgelegd. Vanwege de daarin ingebouwde verificatiemechanismen en de ketenstructuur is het voor een kwaadwillende partij zeer moeilijk om daarin met terugwerkende kracht aanpassingen in transacties aan te brengen.

2.2. Tokens

Van de hiervoor besproken 'klassieke' cryptovaluta zoals Bitcoin, moeten worden onderscheiden de zogenaamde tokens. Onder tokens verstaan wij digitale eenheden die, anders dan cryptovaluta, een zekere belofte van de uitgevende partij symboliseren, zoals het recht op de afname van een goed of dienst (*utility tokens*) of stem- en winstrechten (*equity tokens*). Een ander verschil tussen cryptovaluta en tokens is dat waar cryptovaluta volgens een vooraf geprogrammeerd algoritme op een eigen blockchain-ecosysteem worden gecreëerd, tokens door eenieder kunnen worden gecreëerd door middel van (bijvoorbeeld) *smart contracts*⁸ op een reeds bestaande blockchain.⁹ Het *smart contract* geeft de tokens in dat geval automatisch vrij aan de geïnteresseerde koper indien aan vooraf geprogrammeerde voorwaarden is voldaan, zoals betaling van een hoeveelheid cryptovaluta. Wat de koper vervolgens met de token kan doen hangt af van de toepassingen van de betrokken blockchain.¹⁰

3. Beleggers maken veelal gebruik van een online wallet van een handelsplatform of een eigen online wallet, bijvoorbeeld via een app op de smartphone (zogeheten *hot storage*). Cryptovaluta en tokens kunnen ook via offline wallets worden bewaard, bijvoorbeeld via een *ledger wallet* (soort USB-stick) of op de computerdesktop (zogeheten *cold storage*).

4. De mondiale cryptomarkt bestaat inmiddels uit meer dan 2000 verschillende cryptovaluta (ook wel *altcoins* genoemd), met op 21 oktober 2018 een totale omvang van 210 miljard dollar, <https://coinmarketcap.com/charts/>. Bekende altcoins (dus naast Bitcoin) zijn Ether, Ripple en Litecoin.

5. Satoshi Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, 26 augustus 2008, p. 1, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

6. Zo kent Bitcoin een maximale hoeveelheid van 21 miljoen Bitcoins, waarvan ongeveer 5 miljoen Bitcoins momenteel nog niet in omloop zijn. Naar verwachting zullen in 2140 alle 21 miljoen Bitcoins in omloop zijn.

7. Vanaf februari 2018 staat de *block reward* voor het valideren van in één nieuw blok verzamelde Bitcoin transacties op 12,5 Bitcoin, zie 'Block Reward', *Investopedia*, <https://www.investopedia.com/terms/b/block-reward.asp>. Elk nieuw blok bestaat al snel uit honderden Bitcoin transacties en wordt ongeveer elke 10 minuten aan de blockchain toegevoegd, <https://www.blockchain.com/en/charts/n-transactions-per-block>.

8. Een smart contract is een zelfstandig deterministisch werkend computerprogramma (*als A dan B*) dat wordt uitgevoerd op de blockchain, zie hierover 'Smart contracts als specifieke toepassing van de blockchaintechnologie', *Dutch Blockchain Coalition* 2017, <https://www.dutchdigitaldelta.nl/uploads/pdf/Smart-contract-rapport-DBC.pdf>.

9. De meeste tokens worden momenteel gecreëerd en uitgegeven in ruil voor Ether op de Ethereum blockchain. Zie <https://www.ethereum.org/token>.

10. Zie voor enkele specifieke voorbeelden 'Crypto Token', *Investopedia*, <https://www.investopedia.com/terms/c/>

Uit het voorgaande volgt dat bij de uitgifte van tokens duidelijker dan bij cryptovaluta sprake is van een uitgevende partij.¹¹ Een in het oog springend voorbeeld in dit verband is de *initial coin offering* (hierna: ICO), waarbij tokens worden vrijgegeven indien investeerders de uitgevende partij hebben betaald in cryptovaluta of gefiatteerde valuta. Een zeer omvangrijke ICO staat op naam van Block.one, een startup gevestigd op de Kaaimaneilanden die in mei 2018 voor ruim 4 miljard dollar aan cryptovaluta (Ether) heeft aangetrokken van investeerders. Die investeerders ontvingen in ruil daarvoor tokens die kunnen worden gebruikt op een nog door Block.one te ontwikkelen blockchain.¹² Het aantrekken van kapitaal door middel van een ICO is daarmee een nieuwe vorm van financiering die veel wegheeft van crowdfunding.

2.3. Beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta

Inmiddels zijn verschillende, voornamelijk buitenlandse, partijen al aan het inspelen op de populariteit van cryptovaluta, door financiële producten te ontwikkelen en aan te bieden waarmee het publiek indirect in cryptovaluta kan beleggen. Zo zijn er beheerders van beleggingsinstellingen die zich bezighouden met collectieve beleggingen in cryptovaluta, zoals het Franse TOBAM met haar Bitcoin tracker-fonds.¹³ Uitgangspunt daarbij is dat beleggers die participeren in een dergelijk fonds, pro-rata aanspraak maken op de opbrengst van de door het fonds aangekochte Bitcoins (en ook delen in de verliezen). Ook zijn er aanbieders van instrumenten die werken als synthetische koerstrackers van cryptovaluta, zoals het Zweedse XBT Provider met haar Bitcoin Tracker One.¹⁴ Bij deze synthetische koerstracker verkrijgt de belegger kort gezegd een verhandelbaar certificaat op grond waarvan hij bij de terugverkoop van dit certificaat jegens de uitgevende instelling aanspraak maakt op de dan geldende Bitcoin-coers (minus fees en andere kosten). De belegger maakt echter geen aanspraak op de (onderliggende) Bitcoins zelf mocht de uitgevende instelling niet tot uitbetaling in staat zijn. Daarnaast ontwikkelen partijen cryptovaluta-effecten, waaronder *Bitcoin-*

crypto-token.asp.

11. Zo is tot op heden niet bekend wie er achter de naam Satoshi Nakamoto schuilt, de uitvinder of uitvinders van Bitcoin.
12. Zie K. Rooney, 'A blockchain start-up just raised \$4 billion without a live product', *CNBC* 31 mei 2018, <https://www.cnn.com/2018/05/31/a-blockchain-start-up-just-raised-4-billion-without-a-live-product.html>.
13. Zie 'TOBAM launches first Bitcoin mutual fund in Europe', *TOBAM* 22 november 2017, <http://www.tobam.fr/tobam-launches-first-bitcoin-mutual-fund-in-europe/>.
14. Zie <https://xbtprovider.com/products/bitcoin-tracker-one>. Het betreft hier certificaten die worden verhandeld op de Nasdaq/OMX in Stockholm.

denominated bonds door het Japanse bedrijf Fisco Ltd.¹⁵ Ook zijn er partijen die handel faciliteren in derivaten met cryptovaluta als onderliggende waarde, zoals futures,¹⁶ swaps¹⁷ en *contracts for differences* (hierna: CFD's)¹⁸. Goldman Sachs treedt al enige tijd op als *marketmaker* in Bitcoin-derivaten¹⁹ en Morgan Stanley blijkt voorbereidingen te treffen om Bitcoin-swaps aan te gaan bieden aan haar klanten.²⁰ Verder heeft de SEC in de Verenigde Staten al veel vergunningaanvragen binnengekregen voor op te richten beleggingsinstellingen in Bitcoin en Bitcoin futures.²¹

Op dit moment bieden slechts enkele Nederlandse beleggingsdienstverleners cryptoproducten aan. BinckBank biedt de Bitcoin Tracker One aan²² en beleggers kunnen bij online broker Lynx beleggen in crypto-trackers (waaronder de XBT Provider Ethereum ETN) en Bitcoin futures.²³

2.4. Cryptodienstverlening

Zoals reeds uit de vorige paragraaf blijkt, raken wereldwijd steeds meer financiële ondernemingen, waaronder *hedge funds*, vermogensbeheerders, brokers en zakenbanken, geïnteresseerd in de verdienmogelijkheden van cryptoproducten.

15. Zie T. Nakamichi, 'Bitcoin Bond debuted by Japan's Fisco', *Bloomberg* 16 augustus 2017, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-08-16/bitcoin-bond-debuted-by-japan-s-fisco-after-cryptocurrency-laws>.

16. Op de Chicago Mercantile Exchange en de Chicago Board Options Exchange in de Verenigde Staten zijn Bitcoin futures verhandelbaar.

17. Op online swapmarkt TerraExchange is het mogelijk om Bitcoinswaps te verhandelen.

18. Op online handelsplatform Plus500 kunnen CFD's worden verhandeld.

19. Zie J. Van Kuppeveld, 'Bitcoin onderuit na terugtrekkende beweging Goldman Sachs', *Het Financieel Dagblad* 5 september 2018, <https://fd.nl/beurs/1268876/bitcoin-onderuit-na-terugtrekkende-beweging-goldman-sachs>.

20. A. Marsh, 'Morgan Stanley Plans to Offer Bitcoin Swap Trading for Clients', *Bloomberg* 13 september 2018, https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-09-13/morgan-stanley-said-to-prepare-bitcoin-swap-trading-for-clients?utm_medium=social&utm_campaign=socialflow-organic&utm_content=crypto&utm_source=twitter

21. Zie bijvoorbeeld O. Williams-Grut, 'The SEC just rejected 9 bitcoin ETF applications, citing manipulation fears - but bitcoin is actually rising', *Business Insider* 23 augustus 2018, <https://www.businessinsider.nl/sec-rejects-proshares-graniteshares-and-direxion-bitcoin-etf-proposals-2018-8/?international=true&r=US>.

22. Zie E. Van Rein, 'Bij toezichthouders ligt de bitcointracker nog niet echt lekker', *Het Financieel Dagblad* 23 augustus 2018, <https://fd.nl/beurs/1266859/bij-toezichthouders-ligt-de-bitcointracker-nog-niet-echt-lekker>.

23. Zie R. Van Santen, 'Bitcoin aandeel stijgt met ruim 1000%; ontdek hoe u kunt beleggen in bitcoins bij LYNX', *LYNX* <https://www.lynx.nl/kennis/artikelen/bitcoin-future-etf-aandeel/>.

Andersom is niet ondenkbaar dat particuliere beleggers vanwege alle aandacht ook vaker zelf contact opnemen met hun beleggingsdienstverlener met de vraag of, en zo ja hoe, zij in cryptoproducten kunnen beleggen. Het is dan ook zeer wel mogelijk dat ondanks de waarschuwingen van toezichthouders en de met cryptoproducten gemoeide integriteitsrisico's ook in Nederland steeds meer beleggingsdienstverleners op termijn actief cryptoproducten en daarmee verband houdende diensten willen aanbieden aan hun particuliere klanten.²⁴ Daarbij kan worden gedacht aan het namens de klant uitvoeren of ontvangen en doorgeven van aan- en verkooporders in cryptoproducten op een online crypto-exchange of beurs, het geven van advies over het beleggen in cryptoproducten en het discretionair aan- en verkopen van cryptoproducten in het kader van vermogensbeheerdiensten.

3. Juridische kwalificatie cryptoproducten

3.1. Cryptovaluta

Vanuit vermogensrechtelijk perspectief worden cryptovaluta tot op heden niet aangemerkt als geld in de zin van het BW. DNB ziet cryptovaluta niet als valuta in de zin van een 'wettig betaalmiddel',²⁵ hetgeen voor Bitcoin en Ether ook reeds in de Nederlandse rechtspraak is uitgemaakt.²⁶ Vanuit publiekrechtelijk perspectief kwalificeren cryptovaluta momenteel niet als beleggingsobject, krediet, betaal- of spaarrekening of verzekering. Daarom kwalificeert het als tussenpersoon of adviseur betrokken zijn bij de aan- of verkoop van cryptovaluta niet als bemiddeling of advies in de zin van de Wet op het financieel toezicht (Wft).²⁷ Daarnaast is ook van elektronisch geld, beleggingsobject of PRIIP geen sprake.²⁸ Verder

kwalificeren cryptovaluta niet als financieel instrument in de zin van art. 1:1 Wft, zodat het verlenen van diensten met betrekking tot cryptovaluta niet valt binnen de reikwijdte van bijvoorbeeld MiFID II of de AIFMD.²⁹ Kortom, cryptovaluta zijn onder huidig recht geen financiële producten waarop Nederlands of Europees (financieel) publiekrecht van toepassing is. Van een publiekrechtelijke zorgplicht zoals neergelegd en nader uitgewerkt in de Wft en daarop gebaseerde regelgeving, is in deze context dan ook geen sprake. De Minister van Financiën heeft in dit verband in maart 2018 aangegeven dat een verbod op cryptovaluta niet voor de hand ligt, maar dat hij ervoor pleit om cryptovaluta binnen een passend regelgevend kader te brengen en langs die weg oneigenlijk gebruik aan te pakken.³⁰

3.2. Tokens

Bovenstaande (publiekrechtelijke) analyse pakt mogelijk anders uit voor tokens die, anders dan cryptovaluta, karakteristieken hebben van een effect (zoals een aandeel of obligatie) of een deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling.³¹ In dat geval kan een breed scala aan Nederlandse en Europese publiekrechtelijke regimes van toepassing zijn op partijen die bij de uitgifte (ICO's) of handel in tokens zijn betrokken, waaronder de Prospectusrichtlijn, MiFID II/MiFIR, MAD/MAR, de AIFMD en de PRIIPs-Verordening. Een beleggingsdienstverlener die diensten verleent met betrekking tot (de uitgifte van) tokens moet daarom ook rekening houden met toepasselijkheid van de publiekrechtelijke zorgplicht voor het verlenen van beleggingsdiensten zoals neergelegd in art. 4:90 lid 1 Wft alsmede de in de Wft en daarop gebaseerde regelgeving neergelegde informatie- en onderzoeksverplichtingen. De minister van Financiën gaat er echter van uit dat ICO's in beginsel niet binnen de reikwijdte van de Nederlandse publiekrechtelijke kaders vallen.³²

24. Een mogelijke indicatie dat ook Nederlandse beleggingsdienstverleners de kansen (en risico's) van cryptoproducten aan het verkennen zijn, is dat wij van DNB begrijpen dat bijna de helft van alle in 2017 bij DNB Innovation Hub binnengekomen vragen betrekking had op cryptovaluta, zie ook 'Veelgestelde vragen aan de InnovationHub', DNB <https://www.dnb.nl/toezichtprofessioneel/innovationhub/veelgestelde-vragen-aan-de-innovationhub/index.jsp>.

25. Zie 'Veelgestelde vragen aan de InnovationHub', DNB, te raadplegen via <https://www.dnb.nl/toezichtprofessioneel/innovationhub/veelgestelde-vragen-aan-de-innovationhub/index.jsp>.

26. Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden 31 mei 2016, ECLI:NL:GHARL:2016:4219, r.o. 4.7 en rechtbank Midden-Nederland 7 december 2017, ECLI:NL:RBMNE:2017:6646, r.o. 4.6.

27. Zie 'Veelgestelde vragen aan de InnovationHub', DNB, te raadplegen via <https://www.dnb.nl/toezichtprofessioneel/innovationhub/veelgestelde-vragen-aan-de-innovationhub/index.jsp>.

28. Zie ook W.A.K. Rank, 'Betaling in bitcoins: geld of

ruilmiddel, betaling of inbetalinggeving?', *Ars Aequi* 2015.

29. Zie uitgebreid T.W. Beenen, 'De markt voor cryptovaluta door een toezichtrechtelijke bril bekeken', *Tijdschrift voor Financieel Recht in de Praktijk*, nr. 2, juni 2018.

30. Kamerbrief over de ontwikkelingen rondom cryptovaluta van 8 maart 2018, p. 3.

31. Zie ook 'Initial Coin Offerings (ICO's): grote risico's -Wanneer valt een ICO onder de Wft?', *AFM*, <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/ico> en 'ESMA highlights ICO risks for investors and firms', *ESMA* 13 november 2017, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>.

32. Kamerbrief over de ontwikkelingen rondom cryptovaluta van 8 maart 2018, p. 5.

3.3. Beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta

Beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta (zie paragraaf 2.3 hiervoor en de aldaar genoemde voorbeelden) zullen al snel als financiële instrumenten in de zin van art. 1:1 Wft kwalificeren. De daarmee verband houdende dienstverlening, zoals het aanbieden van en het uitvoeren van aan- of verkooporders in deze producten, zal daarom al snel vallen onder het toepassingsbereik van bestaande wetgevingskaders, zoals de Prospectusrichtlijn, MAD/MAR, MiFID II/MiFIR, de AIFMD en/of de PRIIPs-Verordening.³³ Een beleggingsdienstverlener die diensten verleent met betrekking tot deze producten moet daarom rekening houden met toepasselijkheid van de uit die kaders voortvloeiende regels, waaronder de publiekrechtelijke zorgplicht voor het verlenen van beleggingsdiensten zoals neergelegd in art. 4:90 lid 1 Wft.

4. Positie van toezichthouders

4.1. Positie AFM en DNB

4.1.1. Cryptovaluta

Hoewel cryptovaluta niet gereguleerd zijn en derhalve buiten het bereik van toezicht door de AFM en DNB vallen, hebben AFM en DNB in de afgelopen jaren verschillende keren voor de risico's van beleggen in cryptovaluta gewaarschuwd.

Al in december 2013 waarschuwde DNB op haar website dat de koers van Bitcoin en andere cryptovaluta volatiel is en geen sprake is van toezicht, een depositogarantiestelsel en een verantwoordelijke uitgevende partij die door consumenten aansprakelijk kan worden gesteld.³⁴ In haar *position paper* van 23 januari 2018 stelt DNB evenwel geen voorstander te zijn van een verbod op cryptovaluta. Een dergelijk nationaal verbod is volgens DNB lastig te handhaven en belemmert innovatie onnodig.³⁵

De AFM heeft op 21 juni en 13 november 2017 op haar website gewaarschuwd voor de risico's van handelen in cryptovaluta, zoals het risico

dat de koers naar nul daalt, koersmanipulatie, piramidespelen, cybercrime en het feit dat AFM en DNB geen toezicht houden.³⁶ De AFM adviseert consumenten die willen investeren in cryptovaluta daarom zich eerst goed in het product te verdiepen, bewust te zijn van de risico's en de kosten, investeringen te spreiden en nooit meer geld te investeren dan men kan missen. De AFM heeft in haar waarschuwingen verder gewezen op de gevaren van beleggen in cryptovaluta met geleend geld. De AFM wijst er in haar *position paper* van 24 januari 2018 op dat de huidige hype rondom cryptovaluta bovendien veel gelijkenis vertoont met beleggingshypes die hebben geleid tot een klassieke zeepbel, zoals de internetbubbel van begin 2000 en de huizenbubbel in de Verenigde Staten van 2007. Mocht de zeepbel uiteindelijk knappen, dan is dat voor mensen die hebben geïnvesteerd met geld dat zij niet kunnen missen of zelfs hebben geleend zeer problematisch, aldus de AFM.³⁷ Ook in haar jaarverslag over 2017 heeft de AFM nadrukkelijk aandacht besteed aan de risico's van beleggen in cryptovaluta en benoemt zij cryptovaluta zelfs in het kader van haar '*prioriteit 1: Het verkleinen van ongewenste risico's in de financiële markten door regulier en thematisch toezicht*'.³⁸

4.1.2. Tokens

Ook voor de risico's van handel in tokens hebben toezichthouders AFM en DNB nadrukkelijk aandacht. De AFM raadt consumenten zelfs af te investeren in de uitgifte van tokens door middel van ICO's.³⁹ De AFM stelt zich op het standpunt dat de hoge risico's op oplichting en verlies van inleg in combinatie met de hype rond ICO's van dit moment een gevaarlijke cocktail vormen.⁴⁰ Omdat ICO's grensoverschrijdend zijn, is het volgens de AFM noodzakelijk dat beleidsvorming op internationaal en Europees niveau plaatsvindt.⁴¹ DNB heeft laten weten deze waarschuwing van de AFM voor ICO's te onderschrijven.⁴²

33. Zie ook 'Cryptocurrency derivatives', FCA 6 april 2018, <https://www.fca.org.uk/news/statements/cryptocurrency-derivatives>.

34. Zie 'Consumenten dienen zich bewust te zijn van de risico's van virtuele valuta', DNB 3 december 2013, <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/nieuws-2013/dnb300672.jsp>.

35. Position paper DNB, 23 januari 2018, p. 4, https://www.dnb.nl/binaries/Position%20Paper%20DNB%20Cryptocurrencies_tcm46-371493.pdf?2018012723. Dit standpunt heeft DNB in haar DNBelicht magazine van 2 augustus 2018 herhaald, http://magazine.dnb.nl/dnbelicht_uitgave_1/video_petra_hielkema_over_de_rol_van_cryptos#.

36. Zie 'Wat zijn de risico's van investeren in virtuele valuta?', AFM 21 juni 2017, <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/juni/virtuele-valuta-en-Reële-rijco's-bij-cryptocurrencies>, AFM 13 november 2017, <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/nov/risico-cryptocurrencies>.

37. Position paper AFM, 24 januari 2018, <https://www.afm.nl/~profmedia/files/.../2018/position-paper-afm-cryptocurrency.pdf>.

38. Jaarverslag AFM 2017, p. 10, te raadplegen via <https://www.afm.nl/~profmedia/files/afm/jaarverslag/2017/jv-2017-nl.pdf>.

39. Zie <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/nov/risico-ico>.

40. Position paper AFM, 24 januari 2018, <https://www.afm.nl/~profmedia/files/.../2018/position-paper-afm-cryptocurrency.pdf>.

41. Position paper AFM, 24 januari 2018, <https://www.afm.nl/~profmedia/files/.../2018/position-paper-afm-cryptocurrency.pdf>.

42. Zie 'DNB volgt waarschuwingen

4.1.3. Beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta

Wat betreft beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta heeft de AFM in een nieuwsbericht van 16 december 2017 benadrukt dat beleggingsondernemingen een algemene zorgplicht hebben bij het aanbieden van Bitcoin futures aan (retail)beleggers in Nederland.⁴³ De AFM wees daarbij op het risico van voorzienbare teleurstellingen voor beleggers die willen handelen in futures op Bitcoin, terwijl zij daarvoor niet de benodigde kennis en ervaring hebben. In hetzelfde nieuwsbericht heeft de AFM ook benadrukt dat zij verwacht dat beleggingsondernemingen hun wettelijke verplichtingen, waaronder de zorgplichtbepalingen en de bedrijfsvoeringsnormen, adequaat betrekken in de overwegingen om handel in futures op Bitcoin al dan niet te faciliteren. Als uit deze overwegingen blijkt dat de handel in futures op Bitcoin afbreuk doet aan de belangen van beleggers, dan moeten beleggingsonderneming afzien van het faciliteren hiervan, aldus de AFM.

4.2. Positie van toezichhouders buiten Nederland

Nog afgezien van de aandacht van andere lokale toezichthouders in de verschillende EU-landen,⁴⁴ kunnen cryptoproducten ook op EU-niveau op de nodige aandacht van toezichhouders rekenen. Zo hebben de *European Securities and Markets Authority* (hierna: ESMA), de *European Banking Authority* en de *European Insurance and Occupational Pensions Authority* op 12 februari 2018 een gezamenlijk persbericht uitgegeven waarin zij consumenten waarschuwen voor de grote risico's bij het kopen en/of houden van cryptovaluta.⁴⁵ Eerder al waarschuwde ESMA specifiek voor de risico's die gemoeid zijn met het beleggen in tokens via ICO's, waaronder de hoge volatiliteit, het feit dat ICO's vaak zo gestructureerd zijn dat ze buiten Europese wet- en regelgeving vallen en de fraude- en witwaspraktijken die met ICO's gemoeid kunnen

markttoezichthouders voor ICO's', DNB <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/nieuws-2017/dnb365473.jsp>.

43. Zie 'Bitcoin Futures: AFM wijst beleggingsondernemingen op algemene zorgplicht' AFM 16 december 2017, <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/dec/bitcoin-futures-zorgplicht>.

44. Zie bijvoorbeeld voor waarschuwingen afkomstig van de Engelse FCA <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/consumer-warning-about-risks-investing-cryptocurrency-cfds> en <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>.

45. Zie 'ESMA, EBA and EIOPA warn consumers on the risks of Virtual Currencies', ESA's 12 februari 2018, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-1284_joint_esas_warning_on_virtual_currenciesl.pdf.

zijn.⁴⁶ ESMA heeft zelfs eerder dit jaar op grond van art. 40 MiFIR geïntervenieerd op de markt voor CFD's met (onder andere) cryptovaluta als onderliggende waarde.⁴⁷

Buiten de EU hebben onder meer organisaties als het IMF en de *Bank for International Settlements* (hierna: BIS) uitvoerige rapporten geschreven over het fenomeen cryptovaluta en tokens, alsmede de bijbehorende risico's.⁴⁸ Verder is vermeldenswaardig dat de Amerikaanse *Securities and Exchange Commission* vooralsnog alle aanvragen in de VS voor een Bitcoin-tracker fonds heeft afgewezen, omdat zij de onderliggende markt voor Bitcoins futures te fragiel, klein en gevoelig voor fraude en manipulatie vindt.⁴⁹

5. Civielrechtelijke zorgplicht van beleggingsdienstverleners bij cryptoproducten

5.1. De wettelijke en contractuele zorgplicht

De door een beleggingsdienstverlener jegens een klant in acht te nemen civielrechtelijke zorgplicht vloeit voort uit de wet, contract en jurisprudentie. Beleggingsdienstverleners hebben in hun dienstverlening aan klanten een algemene civielrechtelijke zorgplicht op grond van art. 7:401 BW. Dit betekent dat de beleggingsdienstverlener bij de uitvoering van haar werkzaamheden (de opdracht) de zorg in acht moet nemen van een goed opdrachtnemer. De zorgplicht van de beleggingsdienstverlener kan ook voortvloeien uit de redelijkheid en billijkheid ex artikelen 6:2 BW en 6:248 BW. Daarnaast

46. Zie 'ESMA highlights ICO risks for investors and firms' ESMA 13 november 2017, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>.

47. Besluit 2018/796 van 22 mei 2018 houdende het opleggen van tijdelijke beperkingen aan CFD's (*PbEU* 2018, L 136/50), [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32018X0601\(02\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32018X0601(02)&from=EN). Op 28 september 2018 heeft ESMA bekendgemaakt dit besluit met drie maanden te verlengen tot 1 februari 2019, zie 'ESMA to renew restriction of CFDS for a further three months', ESMA 28 september 2018, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-renew-restriction-cfds-further-three-months>.

48. Zie 'Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations', IMF januari 2016, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2016/sdn1603.pdf> en 'V. Cryptocurrencies: looking beyond the hype', *Annual Economic Report 2018*, BIS 17 juni 2018 <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018e5.pdf>.

49. E. Van Rein, 'Bij toezichhouders ligt de bitcointracker nog niet echt lekker', *Het Financieel Dagblad* 23 augustus 2018, <https://fd.nl/beurs/1266859/bij-toezichhouders-ligt-de-bitcointracker-nog-niet-echt-lekker> en B. Pisani, 'SEC Rejects Bitcoin ETFs', CNBC 22 augustus 2018, <https://www.cnbc.com/2018/08/22/sec-rejects-bitcoin-etfs.html>.

hebben beleggingsdienstverleners veelal een contractuele zorgplicht jegens hun klanten op basis van specifieke bepalingen uit bijvoorbeeld een vermogensbeheerovereenkomst. Die contractuele zorgplicht vloeit voor banken ook voort uit art. 2 Algemene Bankvoorwaarden.

De civielrechtelijke zorgplichtnormen zijn veelal open normen. De inkleuring daarvan gebeurt mede op basis van (financieel) publiekrechtelijke normen, welke ook vaak een open karakter hebben. Uiteindelijk bepaalt de civiele rechter hoe aan die open normen concreet invulling moet worden gegeven. Dit maakt de jurisprudentie tot voornaamste bron van de civielrechtelijke zorgplicht.

5.2. De bijzondere zorgplicht

Het is ook juist die jurisprudentie die ertoe heeft geleid dat in veel gevallen op de beleggingsdienstverlener een bijzondere zorgplicht wordt aangenomen in haar relatie tot de particuliere belegger. Deze bijzondere zorgplicht is door de Hoge Raad voor het eerst aangenomen in het kader van het faciliteren van optiehandel⁵⁰ en daarna ook (onder meer) toegepast in de context van effectenleaseovereenkomsten⁵¹ en andere beleggingsproducten.⁵² Uit de optiehandel-arresten van de Hoge Raad vloeit voort dat een beleggingsdienstverlener - als bij uitstek professioneel en deskundig op dit terrein - jegens particuliere, niet professionele klanten tot een bijzondere zorgplicht is gehouden gelet op de mogelijk zeer grote risico's die de belegger bij de handel in opties kan lopen. De bijzondere zorgplicht strekt ertoe de klant te beschermen tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht en kennis. De bijzondere zorgplicht kan, naast een onderzoeks- en informatieplicht, ook een waarschuwingsplicht en in uitzonderlijke situaties zelfs een weigeringsplicht meebrengen.⁵³

De omvang van de bijzondere zorgplicht is afhankelijk van alle omstandigheden van het geval, waaronder (i) de aard en complexiteit van het product en de daaraan verbonden risico's, (ii) de aard van de dienstverlening - zoals vermogensbeheer, advies en *execution-only* - en de inhoud van de daarop van toepassing zijnde publiekrechtelijke normen en (iii) de relevante

kennis en ervaring en financiële positie van de particuliere klant. In het algemeen zal gelden: hoe verdergaand de betrokkenheid van de beleggingsdienstverlener met het beleggingsbeleid van de klant, hoe complexer en risicovoller het product en hoe beperkter de kennis, ervaring, risicobereidheid en financiële weerbaarheid van de klant, hoe verdergaand de bijzondere zorgplicht van de bank zal zijn. Elk van deze maatstaven kan op zichzelf aanleiding geven tot een verder reikende zorgplicht.⁵⁴ De concrete omstandigheden van het specifieke geval blijven echter steeds doorslaggevend.

5.3. Cryptozorgplicht?

De vraag is in hoeverre de beleggingsdienstverlener een (bijzondere) zorgplicht met betrekking tot cryptoproducten jegens haar klanten in acht dient te nemen. Aangenomen dat van een contractuele relatie tussen de beleggingsdienstverlener en de cryptobelegger steeds sprake zal zijn, zal in elk geval de wettelijke zorgplicht ex art. 7:401 BW en veelal de 'algemene' zorgplicht uit hoofde van deze contractuele relatie van toepassing zijn. Daarnaast ligt het volgens ons, gelet op de zorgen van toezichthouders en de bestaande zorgplichtjurisprudentie, in de rede dat ondanks dat publiekrechtelijke normen voor cryptovaluta en tokens (niet zijnde effecten) ontbreken, een rechter in het geval van particuliere beleggers een bijzondere zorgplicht zal aannemen ter zake van dienstverlening met betrekking tot beleggingen in deze producten. De Hoge Raad heeft in dit verband in het verleden al geoordeeld dat de civielrechtelijke zorgplicht verder kan reiken dan de publiekrechtelijke.⁵⁵ Ook ten aanzien van beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta ligt het volgens ons voor de hand dat de rechter een bijzondere zorgplicht zal aannemen. De omstandigheid dat zowel civielrechtelijk als publiekrechtelijk tot op heden weinig rechtsontwikkeling heeft plaatsgevonden met betrekking tot cryptoproducten, maakt het echter lastig vast te stellen hoever deze door een beleggingsdienstverlener jegens de cryptobelegger in acht te nemen zorg zou moeten gaan. De beleggingsdienstverlener zal zich in elk geval de belangen van de cryptobelegger - haar klant - moeten aantrekken. Daartoe zal zij moeten weten wie zij voor zich heeft en zal zij de cryptobelegger in staat moeten stellen geïnformeerde beslissingen te nemen door juiste en volledige informatie over de kenmerken en risico's van het betrokken product te verschaffen. Mogelijk zal

50. HR 23 mei 1997, ECLI:NL:HR:1997:AG7238 (*Rabobank/ Everaars*), r.o. 3.3, HR 26 juni 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2686 (*Van de Klundert/Rabobank*), r.o. 3.6 en HR 11 juli 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF7419 (*Van Zuylen/Rabobank*), r.o. 3.6.3.

51. HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815 (*Treek/Dexia*), r.o. 4.8.4.

52. HR 24 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1799 (*Fortis/Bourgonje*), r.o. 3.4, HR 3 februari 2012, ECLI:NL:HR:2012:BU4914 (*Rabobank Vaart & Vecht / X*), r.o. 3.4 en HR 8 februari 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY4600 (*Van de Steeg c.s./Rabobank*).

53. HR 11 juli 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF7419 (*Van Zuylen/Rabobank*), r.o. 3.6.4.

54. Zie ook W.H.F.M. Cortenraad, 'Hoe bijzonder is de bijzondere zorgplicht', *Ondernemingsrecht* 2012/128, p. 5.

55. Zie HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815 (*Treek/Dexia*), r.o. 4.11.5, HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2811 (*Levob/Bolle*), r.o. 4.5.8 en HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822, r.o. 4.6.10.

de beleggingsdienstverlener de cryptobelegger moeten waarschuwen of - in het meest uiterste geval - tegen zichzelf in bescherming moeten nemen door dienstverlening te weigeren. Bij het verder verkennen van de contouren van deze in acht te nemen zorg biedt de bijzondere zorgplicht-jurisprudentie in het kader van opties, futures en eeuwigdurende obligaties⁵⁶ naar onze mening nuttige handvatten. Dit vanwege de te trekken parallellen met cryptoproducten, waarin - zoals we hierna zullen zien - momenteel ook veelal wordt belegd om geld te verdienen terwijl (grote) risico's op de loer liggen, sommige van die risico's op dit moment echter nog niet goed in te schatten zijn en de werking ervan niet voor iedere particuliere belegger altijd even makkelijk is te begrijpen.

Bij het verder concretiseren van de bijzondere zorgplicht bij cryptoproducten, bestaande uit de onderzoeksplicht, (precontractuele) informatieplicht en potentiële waarschuwings- en weigeringsplicht, gaan wij hierna in op de hierboven reeds genoemde drie gezichtspunten verbonden aan de bijzondere zorgplicht.

5.3.1. Gezichtspunt 1: de aard, complexiteit en risico's van het crypto-product

Cryptovaluta

Een belangrijk kenmerk van cryptovaluta zoals Bitcoin is dat zij oorspronkelijk bedoeld zijn om elektronische betalingen te faciliteren⁵⁷ en daarom geen intrinsieke waarde hebben.⁵⁸ Waar opties, futures en effecten bepaalde rechten (zoals jegens of in de uitgevende partij) vertegenwoordigen die op geld waardeerbaar zijn, heeft de bezitter van bijvoorbeeld Bitcoins dergelijke rechten niet. Daar komt bij dat cryptovaluta vooraansnogs slechts op zeer beperkte schaal worden gebruikt als betaalmiddel. Als een belegger een Bitcoin aankoopt, koopt hij een code die een hoeveelheid Bitcoin representeert in de Bitcoin-blockchain. Niets meer en niets minder. De vraag naar en daarmee het koersverloop van bijvoorbeeld Bitcoin is op dit moment dan ook voor een groot deel gebaseerd op speculatieve overwegingen dat het gebruik ervan in de toekomst zal toenemen.⁵⁹

56. Zie bijvoorbeeld gerechtshof 's-Hertogenbosch 14 juni 2016, ECLI:NL:GHSHE:2016:2346 en gerechtshof Den Haag 12 september 2017, ECLI:NL:GHDHA:2017:2623.

57. Satoshi Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, 26 augustus 2008, p. 1, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

58. Zie 'Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations', *IMF* januari 2016, p. 14, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2016/sdn1603.pdf> en 'Crypto-assets', *House of Commons Treasury Committee* 12 september 2018, p. 20, <https://publications.parliament.uk/pa/cm201719/cmselect/cmtreasy/910/910.pdf>.

59. Zie 'Crypto-assets', *House of Commons Treasury Committee* 12 september 2018, p. 5. Zie ook E. Van Rein, 'De bitcoinkoers beweegt best logisch', *Het Financieel*

Wat cryptovaluta complex maken is de werking en de afhankelijkheid van de onderliggende blockchaintechnologie, alsmede de daaraan verbonden risico's. De aard van cryptovaluta is ook om deze reden wezenlijk anders dan bijvoorbeeld een effect dat wordt uitgegeven door een uitgevende instelling. Met het kopen van cryptovaluta worden beleggers niet blootgesteld aan bijvoorbeeld koers-, markt- of kredietrisico's van een specifieke uitgevende instelling, maar aan blockchain specifieke risico's. Wij noemen hier (i) programmeerfouten (zogenoeten *bugs*) in het blockchain-protocol, (ii) de omstandigheid dat *miners* niet (langer) bereid zijn transacties in cryptovaluta te valideren, met als gevolg dat cryptovaluta niet meer kunnen worden overgedragen, (iii) het (al dan niet door een hack) verloren gaan van de *private key*, waardoor een belegger niet langer toegang heeft tot zijn of haar cryptovaluta, (iv) het koersrisico in de tussenliggende periode waarin een transactie wordt gevalideerd en in de blockchain wordt vastgelegd en (v) zogeheten '51%-attacks'⁶⁰ op de blockchain.

Naast deze blockchain specifieke risico's geldt dat de markt voor cryptovaluta een (relatief) jonge markt is met aanzienlijke marktrisico's, waaronder (zeer) hoge volatiliteit⁶¹ en weinig liquiditeit, en tegenpartijrisico's, bijvoorbeeld met betrekking tot online platforms of wallet providers die cryptovaluta bewaren.⁶² Daarnaast is de transparantie met betrekking tot de koersvorming van cryptovaluta beperkt, omdat koersvorming plaatsvindt op verschillende online handelsplatformen en in verschillende valuta (USD, JPY of EUR). Tegenover deze risico's staat dat het maximale verlies dat een belegger kan lijden gelijk is aan zijn inleg. Daarmee is het verliespotentieel van cryptovaluta, anders dan bij

Dagblad 5 oktober 2018, <https://fd.nl/beurs/1272893/de-bitcoinkoers-beweegt-best-logisch>. Anders dan de titel impliceert, volgt uit het in het artikel vermelde onderzoek dat voor 95% van de prijsbewegingen van Bitcoin het onduidelijk is waar deze bewegingen op zijn gebaseerd.

60. Een 51%-attack is een aanval op de blockchain van een groep (kwaadwillende) *miners* die gezamenlijk meer dan de helft van de benodigde computerkracht bezitten en zo transacties kunnen terugdraaien of wijzigen.

61. Zo is de koers van Bitcoin in 2017 gestegen van circa 1.000 dollar in januari 2017 naar circa 19.000 in december 2017, om vervolgens in 2018 weer scherp te dalen naar circa 6.500 dollar in oktober 2018, <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/>.

62. Het Japanse Mt. Gox, in 2013 en begin 2014 de grootste Bitcoin exchange ter wereld, heeft na verschillende hacks op haar *hot wallets* in februari 2014 haar faillissement aangevraagd. Volgens Mt. Gox zijn als gevolg van de hacks in totaal 850.000 Bitcoins verloren gegaan, zie Y. Takemoto en S. Knight, 'Mt. Gox files for bankruptcy, hit with lawsuit', *Reuters* 28 februari 2014, <https://www.reuters.com/article/us-bitcoin-mtgox-bankruptcy/mt-gox-files-for-bankruptcy-hit-with-lawsuit-idUSBREA1R0FX20140228>.

bijvoorbeeld geschreven opties en futures het geval kan zijn, altijd vooraf inzichtelijk.

Tot slot kleven aan het bezitten van cryptovaluta verschillende juridische risico's. Cryptovaluta zijn tot op heden niet gereguleerd, waardoor ook geen toezicht wordt gehouden door AFM en DNB. Dit kan in de toekomst echter wel veranderen, hetgeen ook onzekerheden met zich brengt. Daarnaast genieten beleggers in cryptovaluta geen beleggersbescherming op grond van een wettelijk depositogarantie- of beleggerscompensatiestelsel.

Tokens

Anders dan cryptovaluta vertegenwoordigt een token wel een recht op goederen, diensten, invloed of winst jegens de uitgevende instelling. Tokens hebben derhalve (in theorie) een intrinsieke waarde. Omdat tokens door middel van ICO's relatief gemakkelijk en veelal zonder toezicht kunnen worden uitgegeven, gaan ICO's volgens toezichthouders echter gepaard met een verhoogde kans op fraude, oplichting en misleiding. Ook de voorzieningenrechter van de rechtbank Amsterdam was deze mening toegedaan en bestempelde in een uitspraak van 4 juli 2018 het verrichten van ICO's als zeer risicovol.⁶³ De voorzieningenrechter baseerde zijn oordeel mede op uitlatingen van toezichthouders. Dat ICO's zeer risicovol zijn, blijkt ook uit het feit dat in februari 2018 bekend werd dat maar liefst 46% van de in 2017 met ICO's uitgegeven tokens kort na uitgifte waardeloos waren geworden.⁶⁴ Tot slot zijn tokens - net als cryptovaluta - onderworpen aan de blockchain specifieke risico's, marktrisico's, tegenpartijrisico's en juridische risico's, zoals hierboven voor cryptovaluta besproken.

Beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta

De waarde van beleggingsproducten op basis van cryptovaluta is afgeleid van het koersverloop van de onderliggende cryptovaluta. Daarom zijn de kenmerken en risico's van cryptovaluta ook voor deze beleggingsproducten relevant. Tegelijkertijd maakt dit (het berekenen van de waarde van) deze beleggingsproducten nog een slag ingewikkelder, omdat deze producten op basis van vraag en aanbod en overige marktomstandigheden een van de onderliggende cryptovaluta afwijkend koersverloop kunnen hebben.

Er gelden voor beleggingsproducten ook nog aanvullende risico's. Zo is het verlies voor een belegger in cryptovaluta of tokens gemaximeerd op het geïnvesteerde bedrag, terwijl voor beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta - afhankelijk van de structuur van het product - een groter verliespotentieel

mogelijk is. Hierbij kan worden gedacht aan beleggingsproducten met hefboomconstructies en waaruit actuele verplichtingen voortvloeien waarvan de omvang bij het aangaan van de transactie nog onbekend is. Daarnaast kan worden gedacht aan het tegenpartijrisico dat de aanbieder van en/of de wederpartij bij het beleggingsproduct niet aan zijn of haar verplichtingen jegens de belegger kan voldoen. Hier staat tegenover dat de juridische risico's met betrekking tot beleggingsproducten beperkter zijn, nu aanbieders van deze producten in de regel onder toezicht zullen staan. Beleggers genieten dan ook meer waarborgen, waaronder die van het beleggerscompensatiestelsel.

5.3.2. Gezichtspunt 2: aard van de cryptodienstverlening en publiekrechtelijke normen

De drie 'traditionele' vormen van beleggingsdienstverlening - *execution only*, advies en vermogensbeheer - zijn in beginsel ook denkbaar met betrekking tot cryptoproducten. Bij deze drie typen dienstverlening zal het publiekrecht (in het bijzonder de Wft) als gezegd niet rechtstreeks van toepassing zijn indien sprake is van cryptovaluta of tokens (niet zijnde effecten). In het geval van beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta en tokens zijnde effecten zal de dienstverlening wel al snel als beleggingsdienst ontvangen en doorgeven en/of uitvoeren van orders, beleggingsadvies of individueel vermogensbeheer in de zin van de Wft kwalificeren. In dat geval zal een rechter bij het bepalen van de omvang van de civielrechtelijke zorgplicht zich kunnen laten inspireren door de bijbehorende zorgplicht, van art. 4:90 lid 2 Wft alsmede de gedetailleerde Wft-onderzoeks-, waarschuwings- en informatieverplichtingen die de zorgplicht verder kunnen inkleuren. Wij sluiten echter niet uit dat een rechter dat ook zal doen indien sprake is van cryptovaluta en tokens (niet zijnde effecten).

Verder achten wij van belang dat toezichthouders in binnen- en buitenland particuliere beleggers veelvuldig hebbengewaarschuwde voororderisico's van cryptoproducten. Wij vinden het goed voorstelbaar dat een rechter ook van beleggingsdienstverleners verwacht deze waarschuwingen tot zich te nemen en tot op zekere hoogte in acht te nemen bij hun cryptodienstverlening aan hun particuliere klanten.

5.3.3. Gezichtspunt 3: de kenmerken van de klant

Bij het derde gezichtspunt staat de hoedanigheid van de particuliere klant zelf centraal. In geval van het louter uitvoeren van aan- of verkoopopdrachten (*execution-only*), is de relevante kennis van en ervaring met cryptoproducten van belang. Indien de dienstverlening verder gaat dan dat, zoals bij

63. Rechtbank Amsterdam, 4 juli 2018, ECLI:NL:RBAMS:2018:5550, r.o. 4.9.

64. R. Betlem, 'Helpt cryptobeursgangen draait uit op fiasco', *Het Financieel Dagblad* 27 februari 2018, <https://fd.nl/beurs/1243780/helpt-cryptobeursgangen-draait-uit-op-fiasco>.

advies- en vermogensbeheerrelaties, zullen ook de beleggingsdoestelling, risicobereidheid en de financiële positie van de klant een rol kunnen spelen bij de omvang van de in acht te nemen zorg. De kennis en ervaring met betrekking tot cryptoproducten, maar ook met bijvoorbeeld de onderliggende blockchaintechnologie en ICO's, zal per belegger verschillen. De 'early adapters' hebben mogelijk meer kennis van en ervaring met de aard, kenmerken en risico's van cryptovaluta en tokens, alsmede de cryptomarkt als geheel. Omdat het beleggen in cryptovaluta als Bitcoin in 2017 een hype is geworden, zullen echter ook veel minder goed geïnformeerde beleggers - mogelijk aangespoord door vrienden of familie - wellicht een graantje willen meepikken. Dit beeld wordt bevestigd door het marktonderzoek dat de AFM in samenwerking met een onderzoeksbureau heeft uitgevoerd.⁶⁵ Uit dit onderzoek blijkt dat de gemiddelde cryptobelegger een relatief jonge man is zonder (eerdere) beleggingservaring. Onder de respondenten die in 2018 zijn ingestapt, heeft 82% aangegeven dat daarbij een rol heeft gespeeld dat er in de kennissenkring steeds meer mensen instapten. In 2016 werd dit nog door 43% van de respondenten aangegeven. Wel zijn Nederlandse cryptobeleggers volgens de AFM goed bewust van de volatiliteit van de cryptovalutamarkt.

De gewenste beleggingsdoestelling, risicobereidheid en de financiële positie van de klant zullen ook per geval verschillen. Uit het onderzoek van de AFM blijkt dat het verdienen van geld onder de huidige cryptobeleggers een veel voorkomende drijfveer is, maar het ingelegde bedrag echter veelal beperkt is (enkele honderden euro's) en vrijwel niet met geleend geld wordt belegd. 80% van de respondenten heeft ten slotte aangegeven dat het instorten van de koers van de cryptovaluta voor hem of haar geen financiële problemen zou veroorzaken.

5.4. Nadere invulling cryptozorgplicht

Uit bovenstaande drie gezichtspunten volgt onder meer dat cryptovaluta naar hun aard sterk verschillen van bijvoorbeeld opties en effecten, de risico's van cryptoproducten (zeer) fors zijn en de werking van de onderliggende blockchaintechnologie (inclusief bijbehorende risico's) als complex kan worden ervaren. Het totale verliespotentieel is echter bij cryptovaluta en tokens, anders dan bijvoorbeeld geschreven opties, op voorhand inzichtelijk, hetgeen anders kan zijn bij beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta. Wat betreft de aard van de dienstverlening omtrent cryptoproducten kan onderscheid worden gemaakt tussen de drie traditionele vormen van beleggingsdienstverlening,

waarbij een rechter zich bij het toetsten van deze dienstverlening kan laten inspireren door publiekrechtelijke verplichtingen. Voorts is, mede gelet op het AFM onderzoek, goed voorstelbaar dat geïnteresseerde beleggers bij aanvang de benodigde kennis en ervaring ontberen en zich laten meeslepen door succesverhalen van anderen. Dit leidt ons ertoe te concluderen dat een civiele rechter waarschijnlijk zal vinden dat beleggingsdienstverleners hun klanten met betrekking tot cryptoproducten moeten beschermen tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht en kennis. Naar onze mening doen beleggingsdienstverleners er dan ook goed aan bij hun dienstverlening met de volgende vier deelverplichtingen van de bijzondere zorgplicht rekening te houden, waarbij de vierde te bespreken deelverplichting zich uitsluitend in zeer uitzonderlijke omstandigheden kan doen gevoelen.

5.4.1. Verplichting 1: informatieplicht

Met betrekking tot cryptovaluta en tokens (niet zijnde effecten) bestaan geen publiekrechtelijke informatieverplichtingen. De aard, complexiteit en risico's van cryptovaluta en tokens brengen echter mee dat een rechter informatieverstrekking daarover voorafgaand aan de dienstverlening als noodzakelijke invulling van de zorgplicht zal beschouwen. Kort gezegd zal een rechter van een beleggingsdienstverlener verwachten dat hij de particuliere belegger uitlegt in welk product de belegger gaat beleggen.

Cryptovaluta, tokens, blockchain en ICO's zijn echter nieuwe fenomenen, waarbij zich in de toekomst mogelijk risico's zullen verwezenlijken die op dit moment niet voorzienbaar zijn, onwaarschijnlijk worden geacht of als laag worden ingeschat, zoals dat eerder ook gebeurde met bijvoorbeeld eeuwigdurende obligaties, rentederivaten of beleggingsverzekeringen. Het is dus lastig om klanten te informeren over alle denkbare toekomstige scenario's. Dit zou naar onze mening echter ook te ver gaan. Het gevaar bestaat dan immers dat geïnteresseerde cryptobeleggers door de bomen het bos niet meer zien. Wij kunnen ons dan ook goed voorstellen dat beleggingsdienstverleners een selectie van de belangrijkste kenmerken en risico's maken, en niet over alle denkbare scenario's en risico's informeren.⁶⁶ Een mogelijk analoog te hanteren richtsnoer voor de te verstrekken informatie kan worden gevonden in de bewoordingen van art. 4:20 Wft. Op grond van dit artikel dient een belegger informatie te verkrijgen van een financiële onderneming die voor hem of haar

65. 'Investeren in crypto's in Nederland', AFM 26 juli 2018, https://www.afm.nl/~/_/profmedia/files/onderwerpen/cryptos/rapport-investeren-in-crypto.pdf.

66. Vgl. F.H.R. van der Leeuw & M. Ris, 'Informatieverstrekking', in: D. Busch/C.M. Grundmann-van de Krol, 'Handboek Beleggingsondernemingen', *Serie Onderneming en Recht*, deel 51, Deventer: Kluwer 2009, p. 641.

relevant is voor een 'adequate beoordeling' van het product of de dienst. Het antwoord op de vraag wat 'adequaat' is, zal uiteindelijk per belegger verschillen, afhankelijk van zijn kennis en ervaring, doelstellingen en risicobereidheid. In zijn algemeenheid achten wij goed denkbaar dat in die precontractuele informatieverstopping - al dan niet op gestandaardiseerde wijze - aandacht wordt besteed aan de hierboven door ons beschreven specifieke kenmerken en algemene (financiële), blockchainspecifieke en juridische risico's. Vooreen adequate beoordeling achten wij het bijvoorbeeld niet nodig dat een klant wordt geïnformeerd over hoe de onderliggende blockchaintechnologie precies werkt, maar wel over het risico dat zijn cryptovaluta verloren gaan als hij zijn *private key* verliest, als zijn wallet wordt gehacked of indien *miners* weigeren zijn transacties te valideren. Daarnaast zouden beleggingsdienstverleners er wat ons betreft goed aan doen hun klanten voorafgaand aan hun dienstverlening te verwijzen naar de waarschuwingen die door AFM en DNB zijn geuit.

Voor beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta en tokens zijnde effecten zullen in de meeste gevallen al gedetailleerde (pre)contractuele informatieverplichtingen gelden, zoals die voortvloeien uit bijvoorbeeld MiFID II, AIFMD, de PRIIPs-verordening en/of de Prospectusrichtlijn.⁶⁷

5.4.2. Verplichting 2: onderzoeksplicht

De reikwijdte van de onderzoeksplicht hangt af van het type dienstverlening. Indien de dienstverlening verder strekt dan *execution-only* dienstverlening, derhalve bij advies en vermogensbeheer, dient de beleggingsdienstverlener meer te weten komen over zijn klant dan alleen zijn kennis van en ervaring met cryptoproducten. Alleen dan kan hij immers vaststellen of de betrokken dienstverlening, het cryptoproduct en de bijbehorende risico's stroken met de belangen van zijn klant.⁶⁸ Die informatie zal in het bijzonder de beleggingsdoelstelling, risicobereidheid en financiële weerbaarheid (vermogen om verliezen op te vangen) van de klant betreffen.

Indien sprake is van beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta of tokens zijnde effecten, zal de civielrechtelijke onderzoeksplicht (mede) worden ingevuld door de geschiktheidstoets (bij advies en vermogensbeheer) of een passendheidstoets (bij *execution-only*) zoals neergelegd in de Wft. Echter, ook indien sprake is van cryptovaluta en tokens (niet zijnde effecten), doen beleggingsdienstverleners er goed aan op dezelfde wijze informatie in te winnen. Zo zou een

beleggingsdienstverlener geïnteresseerde klanten een gestandaardiseerde vragenlijst kunnen laten invullen waarbij in ieder geval de kennis van en ervaring met het desbetreffende cryptoproduct (inclusief risico's) wordt getoetst, alsook zijn beleggingsdoelstelling en of de klant een volledig verlies van de inleg kan en bereid is te incasseren. Indien de klant tegenstrijdige antwoorden geeft, zou de beleggingsdienstverlener er goed aan doen aanvullende op de klant toegespitste vragen te stellen, met het doel te verifiëren of het betrokken cryptoproduct ook daadwerkelijk aansluit bij zijn kennis, wensen en financiële positie.

5.4.3. Verplichting 3: waarschuwingsplicht

Indien uit de ingevulde vragenlijst (en eventueel de aanvullend gestelde vragen) blijkt dat de kennis en ervaring van de klant onvoldoende is of dat de wensen en risicobereidheid van de klant niet overeenkomen met de aard van het betrokken cryptoproduct, dient de beleggingsdienstverlener nogmaals expliciet te waarschuwen voor de risico's van het cryptoproduct en de klant te informeren dat hij er goed aan zou doen zijn beleggingsbeslissing te heroverwegen. Het gaat er immers om dat de beleggingsdienstverlener zich inspant zijn klant te beschermen tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht en kennis. Wel geldt hier dat de inhoud van de waarschuwing afhangt van het type dienstverlening, waarbij van de beleggingsdienstverlener in advies- en vermogensbeheerrelaties meer mag worden verwacht dan in het geval van *execution-only*.

5.4.4. Verplichting 4: weigeringsplicht

Er zijn uitzonderlijke omstandigheden te bedenken waarin informeren, onderzoeken en waarschuwen alleen niet volstaat. Indien een beleggingsdienstverlener weet dat een klant zijn gehele pensioenvermogen wil inruilen voor Bitcoins en deze klant blijft bevestigen uitsluitend defensief te willen beleggen, dan is het evident dat een beleggingsdienstverlener er goed aan doet die transactie niet uit te voeren. Met het aannemen van een dergelijke weigeringsplicht dient echter zeer terughoudend te worden omgegaan. De Hoge Raad heeft deze plicht tot nog toe alleen in het kader van optiehandel aangenomen, waarbij het door de klant op voorhand niet kunnen voldoen aan marginverplichtingen en het onbeperkte verliespotentieel doorslaggevend waren.⁶⁹ Dit in tegenstelling tot (in elk geval) cryptovaluta en tokens, waarbij de financiële consequenties van de belegging vooraf zijn te overzien en marginverplichtingen niet aan de orde zijn.

67. Zie bijvoorbeeld art. 4:19 en 4:20 Wft, zoals nader uitgewerkt in het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

68. W.H.F.M. Cortenraad, 'Hoe bijzonder is de bijzondere zorgplicht', *Ondernemingsrecht* 2012/128, p. 6.

69. Zie ook W.H.F.M. Cortenraad, 'Hoe bijzonder is de bijzondere zorgplicht', *Ondernemingsrecht* 2012/128, p. 8.

6. Tot slot

Gelet op de toenemende aandacht van Nederlandse particuliere beleggers voor cryptoproducten is het voorstelbaar dat ook in Nederland meer beleggingsdienstverleners cryptoproducten en daarmee verband houdende diensten willen gaan aanbieden. In deze bijdrage hebben wij geconstateerd dat de koers van cryptovaluta door voornamelijk speculatieve overwegingen wordt gedreven, dat de risico's van cryptoproducten (zeer) fors zijn en de werking van de onderliggende blockchaintechnologie (inclusief bijbehorende risico's) als complex kan worden ervaren. Wij hebben geconcludeerd dat een civiele rechter waarschijnlijk zal vinden dat op beleggingsdienstverleners een bijzondere zorgplicht rust om hun particuliere klanten bij beleggingen in cryptoproducten te beschermen tegen het gevaar van lichtvaardigheid of een gebrek aan inzicht en kennis. Ondanks dat een publiekrechtelijk kader met betrekking tot cryptovaluta en tokens (niet zijnde effecten) ontbreekt, doen beleggingsdienstverleners er goed aan om bij hun dienstverlening de in de bijzondere zorgplichtjurisprudentie aangenomen informatie-, onderzoeks- en waarschuwingsverplichting in acht te nemen en daarbij de inhoud van de relevante publiekrechtelijke normen, zoals die ook (in de meeste gevallen) rechtstreeks van toepassing zullen zijn in het kader van beleggingsproducten met betrekking tot cryptovaluta, te betrekken.

Wel zij het gezegd dat de zorgplicht van beleggingsdienstverleners onverlet laat dat alle waarschuwingen van toezichthouders voor de risico's van cryptoproducten en de voortdurende media-aandacht voor het zeer grillige koersverloop van bijvoorbeeld Bitcoin, meebrengen dat ook van de particuliere cryptobelegger enige mate van voorzichtigheid en het gebruik van gezond verstand mag worden verwacht. Mochten particuliere beleggers met cryptoproducten in de toekomst (onverhoopt) zware verliezen lijden en beleggingsdienstverleners daarvoor aanspreken, dan zal een eigen schuld verweer vermoedelijk ook zeker niet kansloos zijn.