



13 juni 2018

## Beheren van beleggingsinstellingen in crypto's

Dit bericht richt zich met name op nieuwe toetreders van de markt die een vergunning willen aanvragen of zouden moeten aanvragen als beheerder van een beleggingsinstelling in crypto's. Daarnaast wil de AFM bestaande marktpartijen informeren die op dit moment als uitgezonderde beheerder van een beleggingsinstelling in crypto's actief zijn, of van plan zijn een beleggingsinstelling in crypto's te gaan beheren. Dit omdat aan het beleggen in crypto's en het beheer daarvan aanzienlijke risico's zijn verbonden en een eventueel gewenste uitbreiding van het bestaande productaanbod met crypto's aanzienlijke additionele beheersingsrisico's met zich mee neemt.

Om deze reden wordt de AFM over deze gewenste uitbreiding graag vroegtijdig geïnformeerd. Een uitgezonderde beheerder moet een vergunning aanvragen wanneer de relevante drempelwaarde van het beheerd vermogen overschreden wordt. Deze drempelwaarde is voor een beheerder van (een) open-end beleggingsinstelling(en) €100 miljoen. Daarnaast moet een vergunning aangevraagd worden wanneer één van de andere [vrijstellingsvoorwaarden](#) overschreden wordt. Een beheerder van een beleggingsinstelling moet voor het verkrijgen van een vergunning aan een aantal belangrijke [vereisten](#) (op basis van Europese regelgeving) voldoen. Deze vereisten zijn bedoeld om onder andere de belangen van retailbeleggers te beschermen en het waarborgen van een goede werking van de markt. Er wordt hierbij geen onderscheid gemaakt tussen verschillende vormen van beleggen.

### Hoge drempel

De AFM vindt voorlichting nodig omdat er een sterke zorg is of beheerders van beleggingsinstellingen die in crypto's beleggen in staat zijn om aan de volwaardige vergunningvereisten te voldoen. Aan deze zorg liggen een aantal factoren ten grondslag, namelijk: de forse toename in belangstelling bij nieuwe marktpartijen om deze diensten te verrichten in combinatie met de doorgaans beperkte kennis over toepasselijke regelgeving. Het gevolg is onwetendheid hoe kan worden voldaan aan de toezichtnormen in de praktijk. Dit in combinatie met de inherente eigenschappen van de huidige crypto's en cryptomarkten maakt dat de AFM dan ook ernstige twijfels heeft of beheerders van beleggingsinstellingen die beleggen in crypto's aan de zware vereisten voor vergunningverlening kunnen voldoen.

### Internationale context

De AFM heeft al eerder gewaarschuwd over [crypto's](#) en [ICO's](#). Daarin staat de AFM niet alleen, wereldwijd zien toezichthouders (zoals de [SEC in de Verenigde Staten](#), de MAS in Singapore, en de FCA in het Verenigd Koninkrijk) ook risico's. De zorgen gaan onder andere over: gebrek aan transparantie, manipulatie, gebrekkige waardering, fraude en het gebruik voor andere vormen van criminele activiteiten.

Vanwege het sterke mondiale karakter van de ontwikkelingen maakt de AFM zich zowel in Europees als internationaal verband sterk voor internationale afstemming. Deze afstemming ziet op de kwalificatie van crypto's en ICO's, de risico's, toepasselijke wettelijke regimes en mogelijk te ontwikkelen nieuwe regelgeving.

## Vergunningeisen voor beheerders van beleggingsinstellingen in crypto's

Over de belangrijkste onderwerpen heeft de AFM enkele vragen opgesteld. Voordat een beheerder van een beleggingsinstelling die in crypto's belegt een vergunningaanvraag indient dan wel een vergunning kan verkrijgen zal de beheerder deze vragen naar tevredenheid moeten kunnen beantwoorden. Uiteraard moet daarnaast ook aan alle andere [vergunningvereisten](#) voldaan worden.

### Liquiditeitsbeheer

In [AIFMD](#) worden regels gesteld om er voor te zorgen dat beleggers in beleggingsinstellingen daadwerkelijk in- en uit kunnen stappen wanneer deze beleggingsinstellingen in die optie voorzien. Een beheerder moet onder meer haar liquiditeitsbeheer afstemmen op de beleggingsstrategie, het liquiditeitsprofiel en de inkoopverplichting van deelnemingsrechten, oftewel het terugbetalingsbeleid. Wanneer een beleggingsinstelling een inkoopverplichting heeft (*open-end* beleggingsinstelling) moet de beheerder hierbij aan extra eisen te voldoen. Onder de AIFMD moet een beheerder afdoende liquide middelen aanhouden om onder meer aan haar inkoopverplichting te voldoen. De AFM heeft hierover onder andere de volgende vragen:

- Op welke manier zorgt een beheerder er voor dat haar beleid er in voorziet dat de beleggingsinstelling voldoende liquide middelen aanhoudt om (dwingende) uittredingsverzoeken te kunnen inwilligen?
- Op welke manier schat een beheerder van een beleggingsinstelling de liquiditeit van beleggingen in crypto's in?
  - Hoe worden de volatiliteit en het handelsvolume van crypto's in deze beoordeling meegewogen?
  - Hoe wordt met de volatiliteit van crypto's omgegaan tussen het moment van een uittredverzoek door een belegger en het daadwerkelijke uitstapmoment?
  - Hoe wordt de prijsinvloed van een grote order door versnippering van de cryptomarkten in deze beoordeling meegewogen?
- Op welke manier voert een beheerder zowel onder normale als onder uitzonderlijke liquiditeitsomstandigheden stresstests uit die haar in staat stelt het liquiditeitsrisico van de beleggingsinstelling te beoordelen?

### Waardering

Een accurate waardering van de intrinsieke waarde van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling en de activa van een beleggingsinstelling zijn belangrijk om goed te kunnen beoordelen hoe een beleggingsinstelling presteert. Bij beleggingsinstellingen met een inkoopverplichting is een goede waardering de basis voor de prijs waartegen beleggers kunnen in- en uitstappen. Daarnaast maakt een goede waardering dat de prestaties van een beleggingsinstelling meetbaar worden. Om deze reden wordt in AIFMD veel aandacht besteed aan waardering. Over het inrichten van een adequaat waarderingsbeleid door een beheerder van een beleggingsinstelling die belegt in crypto's heeft de AFM onder meer de volgende vragen en zorgen:

- Hoe en welk waarderingsbeleid formuleert een beheerder? Het waarderingsbeleid moet passend, transparant en consistent zijn. Het is gebaseerd op onafhankelijke bronnen van prijsbepalings- en marktgegevens.
- Hoe implementeert een beheerder haar waarderingsbeleid met passende, transparante en consistente procedures zodat de activa accuraat en tegen fair value gewaardeerd worden?
  - Hoe wordt hierin aandacht besteed aan de (grote) volatiliteit van crypto's?
  - Hoe wordt hierin aandacht besteed aan de fragmentatie van de cryptomarkten?
  - Hoe worden cryptovaluta gewaardeerd bij een gebrek aan onafhankelijke data en/of transacties, oftewel hoe zorgt een beheerder ervoor dat de activa in de vorm van crypto's getrouw en adequaat zijn gewaardeerd?
  - Hoe wordt gezorgd voor een betrouwbare waardering in het licht van de ongereguleerde status van de cryptomarkten?
  - Hoe wordt het risico van manipulatie van de cryptomarkten meegenomen in de waardering van de activa?

## Bewaarder

De AIFMD voorziet in de aanstelling van een onafhankelijke bewaarder die toezicht houdt op een aantal onderdelen van het beheer van een beleggingsinstelling. Voordat bepaald kan worden welke taken en verantwoordelijkheden bewaarders hebben ten opzichte van (participanten in) beleggingsinstellingen die beleggen in crypto's moet bepaald te worden op welke wijze deze crypto's gecategoriseerd moeten worden. Dit zal per type crypto bepaald moeten worden omdat, afhankelijk van de karakteristieken hiervan, sprake is van een financieel instrument dan wel van overige activa als bedoeld in artikel 21, achtste lid, AIFMD. Deze kwalificatie is bepalend voor de vraag welke regels van toepassing zijn voor de bewaarder bij de uitvoering van haar taken.

Enkele vragen en/of zorgen die de AFM bij de taakoefening door de bewaarder heeft zijn:

- Kunnen crypto's die als financiële instrumenten kwalificeren worden aangehouden op een financiële-instrumentenrekening als bedoeld in artikel 21, achtste lid, onderdeel a AIFMD?
  - Wanneer dit het geval is, hoe wordt omgegaan met delegatie van bewaarnemingstaken aan derden?
  - Hoe kunnen reconciliaties op regelmatige basis door de bewaarder/gedelegeerde worden uitgevoerd?
- Hoe wordt geverifieerd dat de beleggingsinstelling dan wel de juridisch eigenaar ex artikel 4:37j Wft (exclusief) eigenaar is van de crypto's?
- Kan een bewaarder ervoor zorgen dat er procedures zijn die waarborgen dat crypto's niet kunnen worden overgedragen, verhandeld of geleverd zonder dat de bewaarder hierover geïnformeerd is?
- Kan een bewaarder direct toegang hebben tot documenten die elke positie en transactie van een beleggingsinstelling over crypto's onderbouwen wanneer deze aangehouden worden bij derde partijen (wallet providers)?
- Hoe zorgt de bewaarder voor haar verplichtingen over de waardering, ook in het licht van de hierboven opgeworpen vragen, voortvloeiend uit artikel 19 AIFMD en artikel 94 [AIFM Verordening](#)?

## Productontwikkelingsproces

Als een beheerder van een beleggingsinstelling rechten van deelneming aanbiedt aan niet-professionele beleggers dan moet deze beheerder beschikken over een [productontwikkelingsproces](#). Dit betekent dat zij gebruik maken van adequate procedures en maatregelen die waarborgen dat bij de ontwikkeling van het financieel product op een evenwichtige wijze rekening wordt gehouden met de belangen van klanten.

De procedures en maatregelen moeten er onder meer voor zorgen dat de doelgroep van het product is afgebakend. Daarbij is geanalyseerd en omschreven wat de beoogde doelstelling van de doelgroep is. Ook wordt beschreven voor welke groep het product ongeschikt is.

Daarnaast moeten analyses worden uitgevoerd waarin de werking van het product in verschillende scenario's wordt vastgesteld en waaruit blijkt dat het product geen afbreuk doet aan het belang van de klant. Ook moeten de productinformatie en de distributie afgestemd zijn op de doelgroep. De vereisten ten aanzien van het productontwikkelingsproces zijn afhankelijk van de complexiteit en impact van het financieel product. Gelet op de complexiteit van beleggingen in crypto's, verwachten we dat de volgende vragen tijdens het productontwikkelingsproces in detail worden beantwoord;

- Wat is de doelgroep en de beoogde doelstelling?
- Voor welke groep klanten is het product niet geschikt?
- Welke scenario's zijn geanalyseerd en hoe wordt ervoor gezorgd dat het product in de verschillende scenario's beantwoordt aan de beoogde doelstelling en geen afbreuk doet aan de belangen van de klant?
- Op welke wijze zijn de informatie en de distributie afgestemd op de doelgroep?

## Wwft

Beheerders van beleggingsinstellingen moeten voldoen aan de vereisten van de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft). Deze vereisten gelden ongeacht of de beheerder actief is onder het vergunningregime (artikel 2:65 Wft) of onder het regime voor uitgezonderde beheerders (artikel 2:66a Wft). Dit betekent dat ook een beheerder die uitgezonderd is van de vergunningplicht aan de Wwft dient te voldoen.