

De implicaties van MiCAR op handelaren voor eigen rekening in cryptoactiva

mr. drs. J.J.F. van der Meer en mr. S.W. van de Ven¹

Er heerst op dit moment onduidelijkheid in de markt over de toepasselijkheid van MiCAR op handelaren voor eigen rekening in cryptoactiva. Met het oog op de naderende inwerkingtreding van deze Europese verordening en de relatief beperkte overgangstermijn die zal gelden in Nederland, tracht dit artikel duidelijkheid te verschaffen over de reikwijdte van MiCAR en de implicaties daarvan op handelaren voor eigen rekening in cryptoactiva, waaronder marketmakers.

1. Inleiding

Op 30 december 2024 zal de *Markets in Crypto-Assets Regulation* (hierna: MiCAR)² van toepassing worden. Dit betekent dat partijen die vanaf die datum cryptoactivadiensten willen aanbieden in Nederland, in principe dienen te beschikken over een vergunning als aanbieder van cryptoactivadiensten van de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM). Nu Nederland bovendien voornemens is om de lidstaatoptie voor een overgangstermijn van 18 maanden te verkorten tot zes maanden, betekent dit dat aanbieders van cryptoactivadiensten die vóór 30 december 2024 cryptodiensten verlenen onder het nationale Wwft-registratieregime, dit maximaal kunnen blijven doen tot 30 juni 2025 zonder over een door de AFM verleende vergunning te beschikken.³

Het valt te verwachten dat het MiCAR-regime veel gereguleerde partijen bekend voorkomt, daar MiCAR sterke raakvlakken vertoont met het juridische raamwerk dat geldt voor de handel in financiële instrumenten onder MiFID II.⁴ Bovendien veronderstelt MiCAR dat beleggingsondernemingen die beschikken over een MiFID II-vergunning, net als bepaalde andere gereguleerde financiële ondernemingen, in staat zouden moeten zijn om cryptoactivadiensten aan te bieden. Om die reden voorziet MiCAR dan ook in een “vereenvoudigd” notificatieregime op grond waarvan beleggingsondernemingen

de cryptoactivadiensten kunnen verlenen die gelijkwaardig zijn aan de beleggingsdiensten en -activiteiten waarvoor hen op grond van MiFID II een vergunning is verleend.⁵

Eén van de MiFID II-activiteiten die in dit verband in het oog springt is de beleggingsactiviteit “handelen voor eigen rekening”, die door MiCAR in de context van het notificatieregime voor beleggingsondernemingen als de equivalent wordt aangemerkt van de cryptoactivadienst “het omwisselen van cryptoactiva voor geldmiddelen of andere cryptoactiva” (hierna: de Omwisseldienst).⁶ De Omwisseldienst wordt gedefinieerd als “het sluiten van aan- of verkoopovereenkomsten voor cryptoactiva tegen geldmiddelen of andere cryptoactiva *met cliënten* met gebruikmaking van eigen kapitaal”.⁷ Alhoewel deze definitie gelijkenissen vertoont met de definitie van “handelen voor eigen rekening” onder MiFID II, valt op dat de definitie van de Omwisseldienst expliciet verwijst naar het verrichten van die activiteit “met cliënten”.

Dit is om ten minste twee redenen opmerkelijk. Ten eerste lijkt dit namelijk te impliceren dat “MiFID II handelaren voor eigen rekening” niet door MiCAR gereguleerd worden indien zij hun “traditionele” activiteiten verrichten met betrekking tot cryptoactiva. Hierbij verstaan wij onder “traditionele” activiteiten het met eigen kapitaal handelen in één of meerdere cryptoactiva, zonder dat daarbij een dienst wordt verleend aan één of meerdere (onderliggende) cliënten.⁸ De definitie van Omwisseldienst in het oorspronkelijke wetsvoorstel van de Europese Commissie verwees naar het verrichten van die activiteit “met derden” (in plaats van “met cliënten”), hetgeen later is vervangen door “met cliënten”. Het lijkt erop dat de Europese wetgever met deze wijziging heeft proberen te verduidelijken dat het voor

1. Mr. S.W. van de Ven is Legal Counsel bij IMC Trading. Mr. drs. J.J.F. van der Meer is advocaat bij RegCounsel Financial Services.

2. Verordening (EU) 2023/1114 van het Europees Parlement en de Raad van 31 mei 2023 betreffende cryptoactiva-markten en tot wijziging van Verordeningen (EU) nr. 1093/2010 en (EU) nr. 1095/2010 en Richtlijnen 2013/36/EU en (EU) 2019/1937.

3. Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel voor de Uitvoeringswet verordening cryptoactiva, Kamerstukken 36527, nr. 3.

4. Zie bijv. Van MiFID naar MiCA: een juridisch raamwerk voor crypto asset service providers, S.W. van de Ven, TvFR Nr. 12.

5. Artikel 60 lid 3 MiCAR.

6. Artikel 60 lid 3 sub c MiCAR.

7. Artikel 3 lid 1 sub 19 en 20 MiCAR.

8. Deze definitie komt sterk overeen met de in MiFID II gehanteerde definitie. Zie art. 4 lid 1 sub 6 MiFID II.

de Omwisseldienst moet gaan om een cliëntrelatie, waardoor de reikwijdte van deze dienst is beperkt. Het enkele feit dat er een aan- of verkoopovereenkomst wordt gesloten met een derde, zoals normaal gesproken plaatsvindt op een cryptobeurs waarbij de aan- of verkoopovereenkomst wordt aangegaan met een onbekende derde, is dan onvoldoende om te kwalificeren als de Omwisseldienst. Ten tweede houden traditionele handelaren voor eigen rekening enkel een MiFID II-vergunning voor het verrichten van een beleggingsactiviteit, hetgeen betekent dat zij (in tegenstelling tot beleggingsondernemingen die ook beleggingsdiensten verlenen) bij het verrichten van deze activiteit in hun dagelijkse MiFID II-praktijk niet te maken hebben met cliënten.⁹ De definitie van Omwisseldienst impliceert echter dat zij, na het doorlopen van een eventuele MiCAR-notificatie, wel een dienst mogen verrichten “met cliënten”.

Gelet op de onduidelijkheid over de reikwijdte van MiCAR en de implicaties daarvan op handelaren voor eigen rekening, zullen wij hier in dit artikel nader op ingaan. Wij zullen eerst het MiFID II-raamwerk van handelen voor eigen rekening uiteenzetten en specifiek ingaan op de verhouding van deze activiteit tot “cliënten”. Daarna zullen wij de ons bekende verschillende vormen van handel voor eigen rekening in cryptoactiva beschrijven, in het bijzonder *token marketmaking*, en bespreken hoe dit zich naar onze mening verhoudt tot de reikwijdte van MiCAR. Ten slotte zullen wij dit artikel afsluiten met enkele conclusies en constatering.

2. Handelen voor eigen rekening onder MiFID II

In een MiFID-II context is het gebruikelijk dat handelaren voor eigen rekening beschikken over een vergunning als beleggingsonderneming waaronder zij enkel bevoegd zijn om de beleggingsactiviteit “handelen voor eigen rekening” te verrichten. Dergelijke handelaren worden in jargon ook wel aangeduid als “proprietary traders” of “prop traders”. In tegenstelling tot beleggingsondernemingen die (ook) andere MiFID II-diensten verlenen, bijvoorbeeld het

“ontvangen en doorgeven van client orders”, kennen dergelijke handelaren geen cliënten, maar slechts “tegenpartijen”. De reden hiervoor is gelegen in het feit dat de handelaren zélf het volledige risico dragen voor de prijs, uitvoering (*execution*) en afwikkeling (*settlement*) van een transactie in financiële instrumenten.

Onder MiFID II wordt onder “handelen voor eigen rekening” verstaan het “met eigen kapitaal handelen in één of meer financiële instrumenten, hetgeen resulteert in het uitvoeren van transacties”.¹⁰ In dit verband merken wij op dat de AFM het doorslaggevend acht, om te bepalen of er sprake is van handelen voor eigen rekening, om na te gaan op naam van welke (rechts)persoon de rekeningen die bij de transactie worden gebruikt, worden aangehouden en uit wiens naam de handelsbeslissingen worden genomen.¹¹ Voor de beoordeling uit wiens naam handelsbeslissingen worden genomen, let de AFM op wie er met de transacties juridisch gezien wordt gebonden.¹² Dat wil zeggen, als dit de handelaar voor eigen rekening zelf is, dan handelt deze voor eigen rekening.

In principe geldt dat handelaren voor eigen rekening gebruik kunnen maken van een uitzondering op het verbod op het verrichten van die beleggingsactiviteit zonder te beschikken over een door de AFM verleende vergunning als beleggingsonderneming¹³. Deze uitzondering geldt echter niet voor personen die:

1. marketmakers zijn;
2. lid zijn van of deelnemer zijn in een gereglementeerde markt of een MTF, met uitzondering van niet-financiële entiteiten die transacties uitvoeren op een handelsplatform wanneer zulke transacties deel uitmaken van liquiditeitsbeheer of objectief kan worden aangetoond dat die transacties risico's verminderen die rechtstreeks verband houden met de commerciële bedrijvigheid of met de activiteiten betreffende het beheer van de kasmiddelen van die niet-financiële entiteiten of van groepen waartoe zij behoren;
3. een techniek van hoogfrequente algoritmische handel toepassen; of
4. voor eigen rekening handelen, indien zij orders van cliënten uitvoeren (i.e., het als onderdeel van het verlenen van “broker-dealer”-diensten opereren als tegenpartij bij cliënt-transacties).¹⁴

9. Dit betekent dat als een traditionele handelaar voor eigen rekening een transactie sluit met een derde, deze derde kwalificeert als tegenpartij en niet als cliënt van de handelaar voor eigen rekening. Immers mag de handelaar voor eigen rekening geen beleggingsdiensten verrichten, nu zij enkel een vergunning heeft voor het handelen voor eigen rekening. Zie bijvoorbeeld de algemene voorwaarden die worden gehanteerd door de traditionele handelaren voor eigen rekening Optiver (https://www.optiver.com/wp-content/uploads/2022/03/202015_Optiver-VOF_Terms-of-Business_Final.pdf) en IMC (https://imc-europe.cdn.prismic.io/imc-europe/e10c2475-9f54-4ab3-b627-93557a823a5a_TCs+OMM+Desk+April+2020.pdf), waarin expliciet wordt vermeld dat deze handelaren niet gebonden zijn aan best execution verplichtingen of andere gedragsregels die voortvloeien uit MiFID II wanneer zij een transactie aangaan met een tegenpartij.

10. Artikel 4 lid 1 sub 4 MiFID II, geïmplementeerd in artikel 1:1 Wet op het financieel toezicht.

11. “MiFID II – Vergunningplichtigen”, afm.nl; “AFM wijst markt op vergunningplicht bij handel voor eigen rekening”, afm.nl.

12. Ibid.

13. Artikel 2 lid 1 sub d MiFID II.

14. Ibid.

Alhoewel deze partijen zelf het volledige risico dragen en, in principe, geen cliënten hebben, en om die reden geen cliënten kunnen benadelen met hun activiteiten, komt het ons voor dat de rationale achter het reguleren van deze partijen, en meer in het bijzonder de activiteiten die zij verrichten, terugvoert naar de kern van het financieel toezichtrecht, namelijk het waarborgen van de stabiliteit, integriteit en efficiëntie van de financiële markten en het beschermen van andere marktparticipanten.¹⁵

Mede gelet op de specifieke verwijzing naar “cliënten” in de definitie van de Omwisseldienst onder MiCAR (en het gebrek daaraan in de definitie van “handelen voor eigen rekening” onder MiFID II), verdient de wisselwerking tussen “cliënten” en “tegenpartijen” onder MiFID II enige aandacht.¹⁶

Wij merken in deze context op dat de beleggingsactiviteit “handelen voor eigen rekening” onder bepaalde omstandigheden kan worden aangemerkt als het verlenen van de beleggingsdienst “het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten” indien een “tegenpartij” als “cliënt” kan worden beschouwd.¹⁷ Of dit het geval is, hangt in de eerste plaats af van de vraag of de uitvoering van een order kan worden gezien als een daadwerkelijke uitvoering *voor rekening van* de cliënt. Overeenkomstig de richtsnoeren die door de Europese Commissie in dit verband zijn opgesteld, wordt daarmee bedoeld op de situatie dat de cliënt het gerechtvaardigde vertrouwen mag hebben dat zijn belangen worden behartigd door de beleggingsonderneming en dat er een *dienst aan de belegger* wordt verleend.¹⁸ Dit is voornamelijk een feitelijke kwestie, die uiteindelijk zal afhangen van de vraag of de tegenpartij er terecht op vertrouwt dat de beleggingsonderneming haar belangen beschermt met betrekking tot de prijs en andere elementen van de transactie, zoals snelheid en waarschijnlijkheid van de uitvoering (*execution*) en afwikkeling (*settlement*), die kunnen worden beïnvloed door de keuzes die de beleggingsonderneming maakt bij de uitvoering van de order.¹⁹

De Europese Commissie stelt dat aan de hand van de volgende overwegingen het antwoord op dergelijke vragen kan worden bepaald²⁰:

1. Of de beleggingsonderneming de cliënt benadert (d.w.z., of zij de transactie “initieert”) of dat de cliënt de transactie initieert door de beleggingsonderneming te benaderen. In die gevallen waarin de beleggingsonderneming bijvoorbeeld een niet-professionele cliënt benadert en hem voorstelt een specifieke transactie aan te gaan, is het waarschijnlijker dat de cliënt op de onderneming vertrouwt om zijn of haar belangen te beschermen met betrekking tot de prijs en andere elementen van de transactie.
2. Om te bepalen of het legitiem is voor een cliënt om op de onderneming te vertrouwen, zal moeten worden gekeken naar wat gebruikelijk is in de markt. Bijvoorbeeld, op *wholesale* markten voor OTC-derivaten en obligaties, is het gebruikelijk dat kopers “shoppen” door verschillende handelaren te benaderen voor een prijsopgave, en onder die omstandigheden zullen zij niet op de uiteindelijk door hen gekozen handelaar vertrouwen om zijn of haar belangen te beschermen met betrekking tot de prijs.
3. Daarnaast is het ook relevant om te kijken naar het relatieve transparantieniveau binnen een markt. Bijvoorbeeld, op markten waar cliënten/tegenpartijen geen directe toegang hebben tot prijzen en beleggingsondernemingen wel, zal de conclusie gemakkelijker zijn dat zij vertrouwen op de onderneming met betrekking tot de prijs van de transactie.
4. De door de onderneming verstrekte informatie over haar diensten en de voorwaarden van een eventuele overeenkomst tussen de cliënt/tegenpartij en de beleggingsonderneming zullen ook relevant zijn, alhoewel niet doorslaggevend.

Hoewel dit een feitelijke kwestie is, merkt de Europese Commissie op dat *prima facie* toepassing van de relevante factoren waarschijnlijk zal leiden tot de veronderstelling dat cliënten op *wholesale*-markten niet op een onderneming vertrouwen om hun belangen te beschermen.²¹ In een dergelijk geval zou het verrichten van de beleggingsactiviteit van handelen voor eigen rekening niet tevens kwalificeren als het “uitvoeren van orders voor rekening van cliënten”.

3. Handelen voor eigen rekening in cryptoactiva

Wanneer wij de aandacht verschuiven naar de crypto-markt, valt op dat, overeenkomstig de handel in financiële instrumenten onder MiFID II, de handel voor eigen rekening in cryptoactiva verschillende vormen kan aannemen. Handelaren voor eigen rekening kunnen in hun handelsactiviteiten namelijk verschillende handelsstrategieën ontplooiën. Eén van deze strategieën betreft een marketmaking-strategie. Hieronder verstaan wij, gelijksoortig aan

15. Zie onder meer overwegingen (5) en (17) van MiFID I en overwegingen (13) en (37) van MiFID II.

16. Krachtens artikel 4 lid 1 sub 9 MiFID II wordt onder een “cliënt” begrepen “iedere natuurlijke of rechtspersoon voor wie een beleggingsonderneming beleggingsdiensten en/of nevendiensten verleent”.

17. In een dergelijk geval zal de beleggingsonderneming tevens rekening moeten houden met de “best execution” verplichting. Krachtens artikel 4:18b lid 1 jo. 4:90a Wft geldt deze “best execution”-verplichting overigens in principe niet als de “cliënt” kwalificeert als “in aanmerking komende tegenpartij”.

18. AFM, Besluit tot boeteoplegging wegens overtreding van artikel 35, eerste lid, BGfo aan ABN AMRO Bank N.V., 20 oktober 2015.

19. Europese Commissie, *Working Document ESC-07-2007: Commission answers to CESR scope issues under MiFID and the implementing directive*.

20. Ibid.

21. Ibid.

de definitie onder MiFID II²², een handelsstrategie waarbij een persoon op een handelsplatform doorlopend blijk geeft van de bereidheid voor eigen rekening en met eigen kapitaal te handelen door cryptoactiva tegen door hem vastgestelde prijzen te kopen en te verkopen.

Alhoewel MiFID II vereist dat een beleggingsonderneming die een marketmaking-strategie wil toepassen, een overeenkomst sluit met het handelsplatform waarop deze strategie zal worden uitgevoerd²³, is het in de praktijk niet ongebruikelijk dat een marketmaker, bijvoorbeeld in de markt van *exchange-traded funds* (ETFs), een marketmakingovereenkomst sluit met de uitgever van het financiële instrument in kwestie (de “sponsor”). Dit laatste sluit aan bij de in de cryptoactivamarkt gebruikelijke praktijk dat een dergelijke overeenkomst direct wordt gesloten met de uitgevende partij van het cryptoactivum, de zogenoemde *token issuer*²⁴. Het succes van een cryptoactivum is namelijk mede afhankelijk van de liquiditeit in de markt van het betreffende cryptoactivum. Hiermee wordt kort gezegd bedoeld dat een cryptoactivum aantrekkelijker wordt wanneer er een actieve markt bestaat (i) met frequente handel in het desbetreffende cryptoactivum, en (ii) waarbij er sprake is van kleine verschillen tussen de bied- en laatprijzen van dat cryptoactivum.²⁵ Potentiële investeerders krijgen hierdoor het vertrouwen dat zij (relatief) gemakkelijk hun positie in het betreffende cryptoactivum kunnen verkopen voor een dicht aan de marktprijs grenzende verkoopprijs, wat op zijn beurt weer kan leiden tot meer aankopen. Om deze reden is het voor *token issuers* cruciaal dat zij een contractuele relatie aangaan met marketmakers, om er zeker van te zijn dat er voortdurend een actieve markt bestaat in de door hen uitgegeven cryptoactiva met kleine prijsverschillen tussen de bied- en laatkoersen.

Hier komt bij dat veel cryptobeurzen vaak alleen cryptoactiva willen noteren als de *token issuer* kan aantonen dat er verschillende marketmakers aan boord zijn. Dit heeft er mede toe geleid dat de noodzaak om een marketmaker te contracteren binnen de cryptomarkten is verschoven van het handelsplatform (zoals dat wordt vereist onder MiFID II, zie hierboven) naar de uitgevende partij (i.e., de *token issuer*). In lijn met de vereisten die voortvloeien uit

MiFID II, bevat een dergelijke marketmakingovereenkomst in principe minimum verplichtingen betreffende de maximale *spread*, de diepte van de door de marketmaker te plaatsen bied- en laatkoersen en aanwezigheid. Zo kan er bijvoorbeeld een aanwezigheidsvereiste worden overeengekomen om gedurende ten minste 95% van de handelsuren van het handelsplatform aan de minimumverplichtingen te voldoen.

Het bovenstaande neemt niet weg dat cryptobeurzen eveneens met marketmakers contracteren. Dit is met name het geval bij cryptoactiva waar geen duidelijke, centrale *token issuer* achter het project van de cryptoactiva zit of indien een actieve handel in bepaalde (vaak bekende) cryptoactiva cruciaal is voor het succes van het handelsplatform. Voorbeelden hiervan betreffen de cryptoactiva Bitcoin en Ethereum.

4. Reikwijdte van MiCAR

4.1. Achtergrond MiCAR

Alhoewel dit artikel niet tracht een uiteenzetting te zijn van de verschillende vereisten onder MiCAR merken wij, gelet op de overeenkomsten met MiFID II, ter achtergrond het volgende op alvorens wij nader ingaan op de reikwijdte van handelen voor eigen rekening onder MiCAR.

MiCAR is van toepassing op cryptoactiva die niet reeds kwalificeren als “financiële instrumenten” onder MiFID II²⁶ en voorziet in vereisten voor de aanbidding aan het publiek en de toelating tot de handel op een handelsplatform van activagerelateerde tokens, e-money-tokens en andere cryptoactiva, alsook in vereisten voor aanbieders van cryptoactivadiensten.²⁷ Kort gezegd is MiCAR dus van toepassing op drie verschillende typen cryptoactiva, namelijk:

1. e-money tokens²⁸, een type cryptoactivum dat een stabiele waarde tracht te behouden door te verwijzen naar de waarde van een officiële valuta;
2. activagerelateerde tokens²⁹, een type cryptoactivum dat geen e-moneytoken is en dat een stabiele waarde tracht te behouden door te verwijzen naar een andere waarde of een ander recht of een combinatie daarvan, met inbegrip van een of meer officiële valuta; en
3. de restcategorie van cryptoactiva die niet kwalificeren als een e-money token of een activagerelateerde token, waarbij onder een cryptoactivum³⁰ een digitale weergave wordt verstaan

22. Zie artikel 4 lid 1 sub 7 MiFID II.

23. Zie artikel 1 van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/578 van de Commissie van 13 juni 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten ten aanzien van technische reguleringsnormen tot specificering van de vereisten inzake marketmakingovereenkomsten en -regelingen.

24. In dit artikel heeft ‘token’ dezelfde betekenis als ‘cryptoactivum’.

25. Dit verschil wordt de ‘spread’ genoemd. Hoe kleiner de spread, hij dichtert de bied- en laatprijzen op het handelsplatform liggen bij de marktprijs.

26. Artikel 2 lid 4 sub a MiCAR.

27. Artikel 1 lid 1 MiCAR.

28. Artikel 3 lid 7 MiCAR.

29. Artikel 3 lid 6 MiCAR.

30. Artikel 3 lid 5 MiCAR.

van een waarde of een recht die elektronisch kan worden overgedragen en opgeslagen, met gebruikmaking van distributed-ledger-technologie of vergelijkbare technologie.

Op “stablecoins” (d.w.z., e-moneytokens en activage-relateerde tokens) is additionele regelgeving van toepassing, hetgeen onder meer meebrengt dat partijen die een stablecoin op de markt willen brengen verplicht zijn om een witboek uit te geven.

Daarnaast geldt dat alle aanbieders van cryptoactivadiensten in principe dienen te beschikken over een door de AFM verleende vergunning.³¹ Een aanbieder van cryptoactivadiensten is kort gezegd gedefinieerd als de onderneming waarvan het bedrijf bestaat uit het beroepsmatig verrichten of aanbieden van Omwisseldiensten, handelsplatformexploitatie, orderuitvoering, ontvangen en doorgeven van orders, adviesverlening, bewaring, plaatsing, portefeuillebeheer of overdrachtdiensten met betrekking tot cryptoactiva.³² De vereisten die van toepassing zijn op dergelijke aanbieders kennen overeenkomsten met de vereisten die van toepassing zijn op beleggingsondernemingen onder MiFID II, onder andere met betrekking tot rechtspersoonlijkheid, beheersmaatregelen, interne organisatie en prudentiële vereisten.³³

4.2. Handelen voor eigen rekening onder MiCAR

Aangenomen dat een cryptoactivum niet kwalificeert als financieel instrument in de zin van MiFID II, roept dit de vraag op of handelen voor eigen rekening met betrekking tot cryptoactiva (bijvoorbeeld marketmakers die zich bezighouden met het voortdurend kopen en verkopen van cryptoactiva voor eigen rekening tegen zelf vastgestelde prijzen ten opzichte van (professionele) tegenpartijen die op geen enkele wijze vertrouwen op de marketmaker om zijn belangen te beschermen) valt onder de reikwijdte van MiCAR.

Het lijkt erop dat deze vraag negatief beantwoord dient te worden. Zoals in de inleiding reeds aangestipt, geldt dat de definitie van Omwisseldienst in het oorspronkelijke wetsvoorstel van de Europese Commissie verwees naar het verrichten van die activiteit “met derden” (in plaats van “met cliënten”). Deze expliciete wijziging in de definitieve tekst van MiCAR lijkt een sterke aanwijzing dat het de bedoeling van de Europese wetgever is geweest om traditionele handelaren voor eigen rekening buiten de scope van MiCAR te laten.

Handelen voor eigen rekening is op zichzelf ook geen activiteit die is opgenomen in de lijst van de onder

MiCAR gereguleerde cryptoactivadiensten.³⁴ Daarnaast valt op dat “handelen voor eigen rekening” op slechts drie plekken terug te vinden is in MiCAR.

De eerste referentie is dat, zoals reeds in de inleiding is aangestipt, artikel 60 lid 3 sub c MiCAR stelt dat de Omwisseldienst geacht wordt gelijkwaardig te zijn aan de in MiFID II opgenomen beleggingsactiviteit ‘handelen voor eigen rekening’. Artikel 3 lid 1 sub 16 MiCAR definieert de Omwisseldienst als het sluiten van aan- of verkoopovereenkomsten voor cryptocactiva tegen geldmiddelen of andere cryptoactiva met cliënten met gebruikmaking van eigen kapitaal, waarbij “cliënten” (vergelijkbaar met MiFID II) die natuurlijke personen of rechtspersonen zijn aan wie een cryptoactivadiens wordt geleverd.³⁵ De combinatie van deze definitie met die van een “cliënt” komt over als een cirkelredenering. Dat wil zeggen: een dienst kwalificeert als de gereguleerde Omwisseldienst als deze wordt aangeboden aan een cliënt, en een cliënt kwalificeert als een MiCAR-cliënt als hem of haar een gereguleerde dienst (bijvoorbeeld de Omwisseldienst) wordt aangeboden.

Alhoewel de in Paragraaf 2 besproken door de Europese Commissie geformuleerde overwegingen voornamelijk zijn opgesteld om te bepalen of een “best execution”-verplichting van toepassing is ingeval een beleggingsonderneming “handelt voor eigen rekening” in het kader van MiFID II, menen wij dat deze overwegingen mogelijk relevant kunnen zijn om te bepalen of een Omwisseldienst wordt verricht. Zo zal een handelaar voor eigen rekening in onze ogen eerder een Omwisseldienst verrichten indien de wederpartij redelijkerwijs erop mocht vertrouwen dat de handelaar voor eigen rekening de belangen van de wederpartij zou beschermen. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn wanneer de handelaar voor eigen rekening aangeeft de beste prijs te bieden voor het cryptoactivum of aangeeft in te staan voor een veilige omwisseling van een cryptoactivum naar een ander cryptoactivum.

Alhoewel wij het enigszins markant vinden dat “handelen voor eigen rekening” in de zin van MiFID II gelijk wordt gesteld aan de Omwisseldienst, lezen wij artikel 60 lid 3 sub c MiCAR zo dat hiermee slechts de mogelijkheid wordt geboden aan beleggingsondernemingen die op grond van hun vergunning bevoegd zijn om te handelen voor eigen rekening, de Omwisseldienst te mogen verrichten na het succesvol doorlopen van een notificatieprocedure. Hierin moet onzes inziens niet in bredere zin worden gelezen dat de diensten volledig gelijkwaardig worden geacht.

Ten tweede stelt artikel 76 lid 5 MiCAR dat aanbieders van cryptoactivadiensten die een cryptoactivahandelsplatform exploiteren, niet voor eigen rekening mogen handelen op het door hen geëxploiteerde cryptoactivahandelsplatform, onder meer

31. Artikel 59 MiCAR.

32. Artikel 3 lid 1 sub 15 en 16 MiCAR.

33. Zie onder meer artikelen 59 lid 3, 67 en 68 MiCAR.

34. Andersom geldt dat de Omwisseldienst als zodanig ook niet in MiFID II terug te vinden is.

35. Artikel 3 lid 1 sub 39 MiCAR.

wanneer zij omwisseling van cryptoactiva voor geldmiddelen of andere cryptoactiva aanbieden. De frase “onder meer” lijkt onze bovenstaande constatering te bevestigen dat handelen voor eigen rekening niet één op één gelijk is aan de Omwisseldienst, en impliceert dat de Omwisseldienst een beperktere reikwijdte heeft.

Ten derde refereert artikel 111 lid 5 MiCAR aan handelen voor eigen rekening in de context van het opleggen van administratieve sancties. Gelet op de context waarin hierover handelen voor eigen rekening wordt gesproken, achten wij deze verwijzing niet relevant voor het vraagstuk rondom de reikwijdte van handelen voor eigen rekening onder MiCAR.

Daarnaast is het zo dat als “traditionele” handelaren voor eigen rekening geacht zouden worden binnen de scope van MiCAR te vallen zij aan een vergunningplicht en de daarbij horende vereisten (waaronder governance en kapitaalseisen) zouden zijn onderworpen. Zo geldt op grond van artikel 66 MiCAR bijvoorbeeld dat aanbieders van cryptoactivadiensten eerlijk, billijk en professioneel moeten handelen in overeenstemming met de belangen van hun cliënten en (potentiële) cliënten moeten waarschuwen voor de risico's die aan transacties in cryptoactiva zijn verbonden. Gelet op de context van de activiteiten van “traditionele” handelaren voor eigen rekening, namelijk zélf het volledige risico dragen voor de prijs, uitvoering (*execution*) en afwikkeling (*settlement*) van een transactie, komt het ons dan ook onlogisch voor dat een handelaar voor eigen rekening zou kwalificeren als aanbieder van een cryptoactivadiens.

Als wij meer specifiek inzoomen op de gereguleerde varianten van “handelen voor eigen rekening” onder MiFID II (namelijk marketmaking, hoogfrequente algoritmische handel, deelnemer van een gereguleerde markt en broker-dealer diensten), valt op dat zowel in de overwegingen als in de hoofdtekst van MiCAR zelf geen enkele verwijzing is opgenomen naar deze activiteiten.

Ten aanzien van marketmaking, komt het ons ook onlogisch voor om te stellen dat marketmaking-activiteiten vallen onder de Omwisseldienst, meer specifiek omdat een marketmaker geen cliënten heeft.³⁶ Alhoewel marketmakers marketmaking-overeenkomsten sluiten met handelsplatformen en *token issuers*, zijn dit niet de uiteindelijke tegenpartijen waarmee of waarvoor de marketmakers een transactie aangaan. Zij gaan deze transacties immers aan met tegenpartijen op handelsplatformen

waarbij orders worden gematcht op (vaak) anonieme basis.³⁷ Hierdoor lijken de in Paragraaf 2 besproken door de Europese Commissie geformuleerde overwegingen om te bepalen of een partij mogelijk kwalificeert als cliënt niet relevant, omdat de koper en verkoper überhaupt niet weten wie er aan de andere kant van de transactie zit. Wij komen zodoende tot de conclusie dat de activiteit “marketmaking” (bijvoorbeeld *token marketmaking*), zij het in de vorm van hoogfrequente algoritmische handel of anderszins, *an sich* niet gereguleerd is onder MiCAR.³⁸ Hiermee wordt afgeweken van het regelgevend kader onder MiFID II, waaronder marketmaking een specifieke subcategorie is van handelen voor eigen rekening, en die bovendien specifieke regels bevat voor marketmakers alsmede hoogfrequente algoritmische handelaren.

Wij vragen ons wel af in hoeverre dit strookt met de ogenschijnlijke gedachte die schuilgaat achter het reguleren van handelen voor eigen rekening onder MiFID II. Thans zorgt dit immers voor de situatie dat het met eigen kapitaal handelen in één of meerdere financiële instrumenten (bijvoorbeeld derivaten van cryptoactiva) als gereguleerde activiteit kwalificeert, terwijl dezelfde activiteit niet gereguleerd is voor zover deze wordt verricht met betrekking tot cryptoactiva. Mede gelet op de volatiliteit op cryptomarkten, lijkt deze discrepantie niet te stroken met de oorspronkelijke gedachte die achter het reguleren van handelaren voor eigen rekening onder MiFID II lijkt te liggen, namelijk het waarborgen van de stabiliteit, integriteit en efficiëntie van de financiële markten en het beschermen van andere marktparticipanten.

5. Conclusies en constatering

Dit artikel tracht duidelijkheid te verschaffen over de reikwijdte van MiCAR en de implicaties daarvan op handelaren voor eigen rekening in cryptoactiva, waaronder marketmakers. Hierover is enige onduidelijkheid ontstaan in de markt, mede nu MiCAR “handelen voor eigen rekening” als de equivalent aanmerkt van de cryptoactivadiens “het omwisselen van cryptoactiva voor geldmiddelen of andere cryptoactiva” in het kader van het notificatieregime. Dit is opvallend nu “handelen voor eigen rekening”

36. Deze conclusie sluit ons inziens ook aan bij Overweging (85) MiCAR waarin is bepaald dat aanbieders van cryptoactivadiensten die de Omwisseldienst aanbieden een niet-discriminerend commercieel beleid moeten vaststellen om de consumentenbescherming te waarborgen. Aangezien een marketmaker geen cliënten heeft zou het ons onlogisch voorkomen om marketmakers te verplichten een dergelijk beleid op te stellen.

37. De meeste *centralized crypto exchanges* (CEXs) hanteren een centraal limietorderboek waarbij klantenorders op anonieme basis worden gematcht. Een soortgelijke conclusie geldt voor *decentralized crypto exchanges* (DEXs), met het verschil dat deze exchanges soms alternatieve modellen hanteren. Zo werken sommige van deze exchanges met *liquidity pools* en een *automated marketmaker* (AMM) i.p.v. een centraal limietorderboek.

38. Dit zou anders kunnen zijn indien de marketmaker bijvoorbeeld direct of indirect betrokken is bij de *initial coin offering*, in welk geval, afhankelijk van de feiten, de cryptoactivadiens “het plaatsen van cryptoactiva” mogelijk kerwijns wordt verleend. Er zijn tevens andere scenario's denkbaar waarin de marketmaker wel degelijk een cryptoactivadiens verleent, welke hierin niet verder zullen worden besproken.

op zichzelf niet in de lijst van gereguleerde cryptoactivadiensten terugkomt en het onder MiFID II, welke richtlijn op grote lijnen gelijkenissen kent met het MiCAR-framework, wel vereist is dat bepaalde handelaren voor eigen rekening (waaronder marketmakers) beschikken over een vergunning.

Aangenomen dat een cryptoactivum niet kwalificeert als financieel instrument in de zin van MiFID II, menen wij op basis van een strikte lezing dat handelen voor eigen rekening met betrekking tot cryptoactiva (bijvoorbeeld marketmakers die zich bezighouden met het voortdurend kopen en verkopen van cryptoactiva voor eigen rekening tegen zelf vastgestelde prijzen ten opzichte van (professionele) tegenpartijen die op geen enkele wijze vertrouwen op de marketmaker om zijn belangen te beschermen) buiten de reikwijdte van MiCAR valt.

Gelet op de dubbelzinnigheid die blijkt uit het equivalent stellen van handelen voor eigen rekening met de Omwisseldienst stellen wij voor dat de relevante toezichthouders helderheid verschaffen over de reikwijdte van MiCAR om de onduidelijkheid die hierover heerst in de markt weg te nemen. Met de naderende inwerkingtreding van MiCAR, is het antwoord op de vraag met betrekking tot de reikwijdte urgent voor handelaren van eigen rekening die van plan zijn hun activiteiten met cryptoactiva uit te breiden of hiermee te starten. Wij kunnen ons daarnaast ook voorstellen dat, in de afwezigheid van een dergelijke stellingname, nationale toezichthouders handelen voor eigen rekening op verschillende wijze zullen benaderen in de verschillende lidstaten van de Europese Unie. Dit zou, onder meer, tot gevolg kunnen hebben dat marktpartijen gebruik kunnen maken van *regulatory arbitrage* en zich zullen vestigen in de lidstaten die handelen voor eigen rekening met betrekking tot cryptoactiva als een niet door MiCAR gereguleerde activiteit beschouwen.³⁹

39. Regulatory arbitrage wordt overigens ook genoemd als één van de ongewenste gevolgen die zou kunnen ontstaan in de afwezigheid van een EU-breed framework voor cryptoactiva, zie overweging (5) van MiCAR.