

Blockchain-investing of beleggen in de cryptosfeer

Over waarde door technologie, crypto-karakteristieken en regulering

Auteur
Michiel van Eersel

De opkomst van nieuwe financiële technologie (fintech) is onstuitbaar. Dit geldt meer in het bijzonder voor innovaties onder nauwelijks te vertalen noemers als ‘blockchain’, ‘cryptocoins’ en ‘smart contracts’.

Deze innovaties hebben grote invloed op onder meer betalen, financieren, tot stand komen en afwickelen van transacties in uiteenlopende activa, waaronder financiële instrumenten zoals effecten, maar ook bijvoorbeeld edelmetalen, grondstoffen en vastgoed. Ook beleggen en het verlenen van beleggingsdiensten – en daarmee het leven van beleggingsprofessionals – zullen hierdoor veranderen. Het nieuwe beleggen omvat onder meer:

- (i) Beleggen in ondernemingen die blockchain-technologie ontwikkelen of gebruiken (‘blockchain startups’);
- (ii) Beleggen in door de nieuwe technologie mogelijk gemaakte activa (‘crypto’s’);
- (iii) Beleggen in fondsen die beleggen in blockchain startups of crypto’s (ii) (‘cryptofunds’).

Voor beleggingsprofessionals is cruciaal hoe zij van de nieuwe ondernemingen, activa en fondsen de waarde kunnen bepalen. Deze waarde houdt nauw verband met de gehanteerde technologie, de karakteristieken van de betreffende crypto’s en de toepasselijke regulering. Voor de oriëntatie in de cryptosfeer houdt dit artikel deze elementen tegen het licht.

Technologie voor de waardepapieren van de toekomst

Crypto’s zijn wereldwijd al in vele soorten uitgegeven. Technisch gezien en plat gezegd is een crypto een code in programmeertaal – een unieke reeks nullen en enen – die van iemand is op grond van blockchaintechnologie. Blockchain is in essentie een logboek (‘ledger’) waarin de geschiedenis van transacties in uiteenlopende waarden wordt bijgehouden. Conceptueel zijn crypto’s niets anders dan (journaal)posten in dit digitale grootboek.

Het gaat hierbij wel om een bijzonder grootboek; het is niet alleen digitaal, maar ook decentraal: alle deelnemers in het netwerk die de bijbehorende blockchain software gebruiken hebben een exacte kopie ervan op hun computer en de inhoud ervan kan achteraf niet meer veranderen. De uitvoering van transacties gebeurt in blokken; dit zijn als het ware de pagina’s van het grootboek. Een blo(c)k bevat een overzicht van alle transacties die in dezelfde periode (van een x aantal minuten) zijn verricht plus een verwijzing naar het voorgaande blok. De keten van deze blokken wordt dus steeds langer.

Het netwerk zelf controleert continu de validiteit van de transacties. Zogenaemde ‘nodes’ (computers binnen een blockchainnetwerk) verifiëren alle



transactie-informatie door middel van algoritmische berekeningen. Als alle nodes samen hierover vervolgens overeenstemming hebben bereikt, gaan zij akkoord met een transactie. Hiermee is de controlerende taak die traditioneel bij de banken ligt feitelijk overgedragen aan computers binnen het blockchainnetwerk. Het vastleggen van de transacties in de blockchain heet ‘mining’ en komt neer op het rekenen aan een ingewikkelde wiskundesom. Vanwege de hiervoor vereiste rekenkracht vergt dit veel (elektrische) energie. De miner – een node met speciale soft- en hardware – die de rekensom het eerst oplost mag een nieuw block toevoegen aan de blockchain. Deze krijgt als beloning een aantal coins en de transactievergoedingen die horen bij de transacties in het block (ook wel aangeduid als ‘gas’).

Conceptueel zijn crypto's niets anders dan (journaal)posten in een digitaal grootboek, blockchain geheten

Binnen dit systeem is iemand eigenaar² van een crypto zoals Bitcoin, zolang deze beschikt over het paar sleutels (‘public key’ + ‘private key’)³ dat nodig is om een transactie te doen, oftewel een nieuwe post in het grootboek op te kunnen laten nemen. Dit zijn op cryptografie gebaseerde digitale handtekeningen. Het is overigens zaak deze sleutels goed – digitaal – te bewaren, want niemand heeft reservesleutels. Hiervoor is een geheel nieuwe dienstverlening ontstaan, namelijk die van de aanbieders van crypto-portemonnees (‘custodian wallet providers’).

In de meeste gevallen worden crypto's gemaakt met smart contracts. Dit zijn computerprotocollen voor het onderhandelen over een overeenkomst of voor het faciliteren, verifiëren of afdwingen van de uitvoering daarvan. Ze worden vastgelegd in de blockchain en kunnen zelf – zonder menselijke interventie – de ingestelde afspraken uitvoeren. Dit gebeurt vaak in het kader van een zogenoemde Initial Coin Offering (ICO), een soort crowdfunding waarbij een directe relatie ontstaat tussen de deelnemer/belegger en de ontvanger van de financiering.

Waardering van de nieuwe waardepapieren

De (financiële) waarde van een crypto hangt primair af van de karakteristieken ervan. Crypto's heten in de praktijk ook wel ‘coin’ of ‘token’ (vanuit de oorspronkelijke betekenis: bewijs). In de markt bestaan grofweg de volgende vier soorten met verschillende eigenschappen.

Cryptocurrencies (= betaalmunten of digitale valuta)

Deze crypto's worden ook wel ‘intrinsic coins’ genoemd. Voorbeelden zijn bitcoin en andere cryptocurrencies (‘altcoins’), zoals litecoin, ether en ripple.

Cryptocurrencies geven geen recht op een onderliggende waarde. Ze kunnen met software min of meer uit het niets worden gecreëerd. Na de vanwege de vereiste rekenkracht energie-intensieve mining zijn ze er gewoon. Crypto-sceptici betogen dat crypto's alleen al daarom geen waarde kunnen hebben. Crypto-evangelisten stellen hier tegenover dat dit voor ons reguliere geld niet anders is; overheden kunnen dit geld min of meer naar believen scheppen door de geldpers aan te zetten. In de cryptosfeer is de aanduiding voor onze ‘normale’ valuta daarom FIAT, afgeleid van ‘fiat lux’, Latijn voor: ‘laat er licht zijn’. Voor cryptocurrencies geldt in elk geval dat hoe meer mensen ze gebruiken als digitaal betaalmiddel en transportmiddel, hoe groter de vraag ernaar is en hoe meer ondernemingen zullen investeren in het opbouwen van de bijbehorende ‘coin economy’ of ‘community’.

Asset backed tokens (= waardemunten)

Deze crypto's – ook wel aangeduid als digital assets of security tokens – geven wél rechten (‘tracking claims’) op een onderliggende waarde, bijvoorbeeld aandelen of edelmetalen, maar ook producten of diensten die de uitgevende instelling aanbiedt. De houders van deze tokens hebben daarmee een vordering op een specifieke wederpartij/uitgevende instelling. Dit kan een vordering zijn tot betaling van de waarde in geld, maar ook een vordering tot levering van (een hoeveelheid van) de onderliggende waarde. Een asset backed token is nog het best te vergelijken met een schuldbekentenis (‘I owe you’) die de goudsmid – ver voor de digitale tijd – uitgaf aan de eigenaar die zijn goud bij hem parkeerde. De houder hiervan heeft recht op uitlevering van een overeengekomen hoeveelheid goud, maar is niet eigenaar van een bepaalde gouden munt, staaf of ander object.

Iets anders is een (digitaal) eigendomsbewijs ten aanzien van bepaalde objecten uit de reële wereld – bijvoorbeeld een bepaalde diamant of bepaald kunstwerk – waarmee eigendomsoverdracht over de blockchain plaats kan vinden. Iets dergelijks kan technisch overigens al wel. Omdat een token slechts verwijst naar een activum maar daarmee niet samenvalt, is voor eigendomsoverdracht echter meer nodig dan de enkele overdracht van de token. Er moet een systeem zijn waarbinnen een token als (dwingend) bewijs van eigendom geldt, betrouwbare registratie daarvan plaatsvindt en voor alle betrokken partijen volstrekende duidelijkheid bestaat dat de houder van een object dit object voor de nieuwe eigenaar gaat houden. Daarnaast gelden ten aanzien van bepaalde activa aanvullende wettelijke overdrachtsvereisten. Zo is voor de overdracht van zowel aandelen (niet zijnde toonderaandelen) als registergoederen een notariële akte nodig, opgemaakt door een (reële) notaris. Bij register-

goederen moet de notaris deze akte bovendien inschrijven in het daarvoor bestemde openbare register (Kadaster) voordat de eigendom overgaat. Naar huidig recht kan ook oprichting van een rechtspersoon nog niet ‘op de blockchain’ plaatsvinden. Ook hiervoor zijn de werkzaamheden van een notaris vereist. Mogelijk gaat dit in de toekomst veranderen. Hiervoor is echter aanpassing van de wet nodig. Op de kortste termijn valt te denken aan het vervangen van het huidige register voor registergoederen door blockchain. Digitale of virtuele ondernemingen bestaan al wel, namelijk in de vorm van een zogenoemde ‘decentralized autonomous organization’, kortweg ‘DAO’. Deze worden beheerst door smart contracts in plaats van statuten en de regels van boek 2 Burgerlijk Wetboek. Hiermee kwalificeert een DAO echter (nog) niet als rechtspersoon in de zin van de wet.

Tokenized securities (= waardemunten)

Een crypto van deze soort is een digitaal handelbaar pakket van specifieke rechten jegens een onderneming. Ondernemingen geven deze uit in plaats van of naast reguliere effecten. Zij hebben juridisch in zekere mate de kenmerken van een regulier effect, zoals een aandeel of certificaat van een aandeel (‘equity token’), dividendrecht (‘dividend token’) of obligatie (‘debt token’). Het kan hierbij gaan om rechten jegens een rechtspersoon uit de reële wereld (bijvoorbeeld een naamloze vennootschap). Het kan echter ook gaan om rechten jegens een entiteit die uitsluitend in de digitale/virtuele wereld bestaat, zoals de DAO (zoals hiervoor aan de orde kwam). Bij equity tokens is sprake van gehele of gedeeltelijke nabootsing van een aandeel in een onderneming; de tokens vormen geen aandeel in de zin van het Burgerlijk Wetboek.

Utility tokens (= gebruiksmunten)

Het utiliteitskarakter van deze soort crypto’s is doorgaans daarin gelegen dat de gebruiker binnen een netwerk aangeboden producten en diensten alleen kan betalen met een binnen die community uitgegeven token of dat betaling met de token korting of andere voordelen oplevert. De producten en diensten van de aanbieder – veelal aangeduid als ‘platform’ – zijn vaak ook weer innovatief, (beoogd) disruptief en gebaseerd op blockchain. Ook komt het voor dat deelnemers met de token andere crypto’s van of via het platform kunnen kopen (en verkopen) respectievelijk dat het platform tegen betaling van de token advies geeft over (belegging in) andere crypto’s.

Momenteel financieren veel beginnende projecten/startups zich door uitgifte van coins/tokens (ICO). Deze tokens vallen vooralsnog meestal in de categorie van de utility tokens. De startup vormt vaak ook het platform dat producten en diensten binnen een blockchain community aanbiedt. Beleggers moeten zich daarom realiseren dat hoewel het kan lijken dat zij een soort aandelen in een onderneming krijgen, dat vaak niet het geval is. Ze krijgen tegen betaling van een andere crypto-

coin (met name ether (ETH)) korting op de aankoop van de uitgegeven coin voordat deze genoteerd en verhandeld wordt op een handelsplatform (‘exchange’). Zij mogen hopen dat de koers van hun coin daarna stijgt, veelal dus niet dat zij zoiets als dividend of rente ontvangen.

Waardevorming bij crypto’s: rechten, perceptie en regulering

Koersen van diverse crypto’s zijn in de afgelopen anderhalf jaar explosief gestegen. De koersen kunnen echter ook weer hard dalen. Volgens sommige deskundigen is de crypto de tulpenbol van de 21e eeuw en de ICO het financiële wilde westen. Volgens anderen zullen crypto’s FIAT en traditionele financiële instrumenten verdringen. De mogelijkheid om waarde te bepalen respectievelijk de ontwikkeling daarvan te voorspellen hangt af van de soort crypto en de specifieke karakteristieken daarvan. Bij asset backed tokens bestaat uiteraard een relatie met de onderliggende waarde. Bij tokenized securities bestaat primair een relatie met de waarde van de onderneming die ze heeft uitgegeven en ten aanzien waarvan de houder rechten verkrijgt. Omdat deze ondernemingen doorgaans startups zijn, zijn de risico’s voor beleggers relatief groot. Hierbij komt dat de producten en diensten van deze ondernemingen vaak ook weer betrekking hebben op het ontwikkelen en exploiteren van blockchain-toepassingen en andere (beoogd) disruptieve innovaties. In zekere zin verdubbelt hierdoor de invloed van het slagen of falen van de nieuwe business modellen/concepten en technologieën.

Bij equity tokens is sprake van nabootsing van een aandeel in een onderneming; de tokens zijn geen aandeel in de zin van het Burgerlijk Wetboek

Daarnaast spelen andere factoren een rol, met name bij cryptocurrencies en utility tokens. Omdat bij deze crypto’s geen directe relatie bestaat met een onderliggende waarde of onderneming is primair de verhouding tussen vraag en aanbod bepalend. Vraag en aanbod worden op hun beurt evenwel bepaald door uiteenlopende, deels onvoorspelbare en op elkaar inwerkende zaken als het succes – in termen van toegevoegde waarde en omvang – van het netwerk waarbinnen gebruikers met de betreffende crypto transacties kunnen verrichten, of het succes van de producten en diensten van de onderneming die de tokens ter financiering heeft uitgege-

ven. Minstens zo belangrijk zijn de beschikbare en maximale hoeveelheid (schaarste), gebruiks- en bewaargemak, relatie tot andere crypto's en de reputatie in termen van veiligheid, integriteit en kwaliteit van het netwerk en/of de uitgevende instelling. Verder kunnen koersen van crypto's stijgen naarmate het vertrouwen in het traditionele financiële stelsel respectievelijk de traditionele (wettige) betaalmiddelen en financiële instrumenten afneemt. Bij fraudegevallen, verliezen door cybercrime of andere schandalen zullen koersen dalen. Toename van regulering en optreden van toezichhouders kunnen ook effect hebben, opwaarts dan wel neerwaarts.

Vanwege onzekerheid over de waarde (ontwikkeling) en de vaak hoge beleggingsrisico's denken wetgevers en toezichhouders er momenteel hard over na hoe de huidige regels op crypto's van toepassing zijn en hoe nieuwe regulering er uit zou moeten zien. Wat de uitkomst hiervan zal zijn staat nog niet vast. Meer in het bijzonder rijst de vraag of toekomstig overheidsoptreden de bloei van crypto-finance zal belemmeren of juist – door vergroting van betrouwbaarheid en daarlangs vertrouwen – bevorderen.

Regulering van waarde en de waarde van regulering in de cryptosfeer

Specifieke regulering van de activiteiten van crypto-ondernemingen bestaat nog niet of nauwelijks. Desalniettemin moeten beleggingsprofessionals nu al wel rekening houden met bestaande algemeen voor financiële ondernemingen geldende regulering bij het beoordelen van beleggingsproposities in de cryptosfeer. Zo moeten steeds meer crypto-ondernemingen regels ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme naleven.⁴ Bij onderzoek naar dergelijke ondernemingen is dus relevant in hoeverre deze dit ook daadwerkelijk doen. Daarnaast moeten beleggers vaststellen of een crypto-onderneming onder enig specifiek toezicht valt (zoals in Nederland onder de Wet op het financieel toezicht ('Wft')). In dat geval moet de crypto-onderneming immers voldoen aan de daarbij behorende vereisten; zo zullen zij moeten beschikken over de juiste vergunning, goedkeuring of registratie, dan wel of gebruik kunnen maken van enigerlei uitzondering of vrijstelling. Dit om te voorkomen dat zij investeren in of samenwerken met partijen die de toezichtwet overtreden.

Binnen de Europese Economische Ruimte⁵ bestaan op dit punt weinig verschillen. Dit komt doordat de belangrijkste regels in dit verband hun oorsprong vinden in harmoniserende Europese richtlijnen, waaronder de Prospectusrichtlijn, MiFID II, AIFMD en PSD II. Uitgaande van Nederlands recht is het beeld – kort weergegeven – als volgt:

Cryptocurrencies vormen geen chartaal, giraal of elektronisch geld, geen wettig betaalmiddel (zoals reguliere valuta als EUR en USD) en ook geen vordering op de organisatie die ze uitgeeft. Volgens de Nederlandse rechter zijn ze slechts ruilmiddel ofwel rekeneenheid. Activiteiten ten aanzien

van deze crypto's vallen hierdoor niet of nauwelijks onder enige overheidsregulering.

Asset backed tokens kunnen – afhankelijk van de exacte structurering – kwalificeren als een optie, future, swap, rentetermijncontract of ander derivatencontract dat betrekking heeft op effecten, valuta, grondstoffen of andere activa en dat kan worden afgewikkeld in contanten, materiële levering of anderszins. Andere mogelijkheid is dat deze kwalificeren als financieel contract ter verrekening van verschillen ('contract for difference' of 'CFD'). In deze gevallen kwalificeren de tokens als financieel instrument in de zin van de Wft. Voor het verlenen van beleggingsdiensten ten aanzien hiervan gelden diverse doorlopende vereisten onder de Wft, waaronder diverse Know Your Customer verplichtingen en andere (zorg)plichten. Dit geldt dus bijvoorbeeld als een onderneming in crypto's belegt ten behoeve van derden op grond van een beheermandaat, over belegging in crypto's adviseert of de handel hierin of plaatsing ervan faciliteert.

Volgens sommige deskundigen is de crypto de tulpenbol van de 21e eeuw en de ICO het financiële wilde westen. Volgens anderen zullen crypto's FIAT en traditionele financiële instrumenten verdringen

Tokenized securities zullen in de meeste gevallen kwalificeren als effect in de zin van de Wft. Zij zullen veelal namelijk vallen in een van de volgende categorieën:

- a. een met een aandeel gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs of recht;
- b. een verhandelbare obligatie of een ander verhandelbaar schuldinstrument; of
- c. een ander door een rechtspersoon, vennootschap of instelling uitgegeven verhandelbaar waardebewijs waarmee een in onderdeel a of b bedoeld effect door uitoefening van de daaraan verbonden rechten of door conversie kan worden verworven of dat in geld wordt afgewikkeld.

Als sprake is van een effect moet de uitgevende instelling in beginsel een door de AFM goedgekeurd prospectus – in de cryptosfeer doorgaans 'whitepaper' genoemd – beschikbaar stellen, tenzij een uitzondering of vrijstelling van toepassing is. Zij die ten aanzien van dit type crypto's beleggings-

diensten verlenen (zowel crypto-partijen/blockchain-platforms als reguliere beleggingsondernemingen) moeten voldoen aan de daarvoor geldende vergunningplicht en doorlopende vergunningvereisten op grond van de Wft.

Utility tokens vallen vooralsnog, net als cryptocurrencies, buiten de reikwijdte van de Wft.

Voor de volledigheid: bij belegging in reguliere aandelen van blockchain startups komen de regels van de Wft uiteraard ook in beeld, waaronder de prospectusplicht en de vergunningvereisten voor het verlenen van beleggingsdiensten. Afhankelijk van de structurering kunnen cryptofunds kwalificeren als beleggingsinstelling ('alternative investment fund'). In dat geval moet de beheerder ervan beschikken over een AIFMD-vergunning, dan wel gebruik kunnen maken van het light regime.⁶

Complicerende factor is dat in de cryptosfeer territoriale grenzen niet bestaan. Hierdoor is niet altijd duidelijk waar de gereguleerde activiteiten vanuit juridisch perspectief precies plaatsvinden. De gereede kans bestaat dat (ook) de regels van andere jurisdicties gelden voor het beleggen in, verhandelen en aanbieden van en adviseren over crypto's. Een belangrijke jurisdictie in dit verband is de (federale) Amerikaanse, al was het maar door de Amerikaanse opvatting dat Amerikaans (effecten)recht voor de gehele wereld geldt. De Amerikaanse toezichthouder SEC heeft al diverse tokens aangemerkt als effect ('security'), met alle consequenties van dien.⁷ Hier komt nog bij dat regelgeving en de interpretatie daarvan door toezichthouders kan – en in het geval van crypto's in sterke mate zal – veranderen.

Onder deze omstandigheden zullen alle partijen die zich bezig houden met blockchain-investing of beleggen in de cryptosfeer doorlopend moeten nagaan of zij wel volledig voldoen aan de toezichtregels (compliance). En of zij wel investeren in respectievelijk samenwerken met partijen die dat ook doen. En tenslotte of hun activiteiten met voldoende zekerheid buiten de reikwijdte blijven van jurisdicties waar normen gelden waaraan zij niet kunnen of willen voldoen – zoals de Amerikaanse – en van jurisdicties waar deze activiteiten zelfs totaal verboden zijn – zoals de Chinese.

Conclusie

Beleggingsprofessionals die zich oriënteren op beleggingen in de cryptosfeer moeten alert zijn op de specifieke risico's. Zij zullen zich daartoe een oordeel moeten vormen over de gehanteerde concepten en technologieën die blockchain startups, platforms en cryptofunds gebruiken. Verder zullen zij zich moeten afvragen hoe gelet op de kenmerken van een specifieke crypto – een cryptocurrency, een asset backed token, een tokenized security of een utility token – waarde kan ontstaan en fluctueren. Huidige en toekomstige regulering spelen hierbij een grote rol, enerzijds voor de crypto-ondernemingen vanwege de kosten, baten en compliance-risico's die hiermee gepaard gaan, anderzijds voor beleggers en dienstverleners die in deze ondernemingen investeren respectievelijk daarmee samenwerken.

Belangrijke risico's in dit verband zijn:

1. Overtreding van huidige regels door de aanbieder van of bemiddelaar in crypto's (nog afgezien van de mogelijkheid van fraude): afhankelijk van de structurering moeten deze partijen namelijk beschikken over een vergunning, doorlopende vergunningvereisten naleven, een goedgekeurd prospectus beschikbaar stellen en/of voldoen aan eisen ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme;
2. Ingrijpen door toezichthouders van niet-Europese jurisdicties op basis van verdergaande regulering en handhavende bevoegdheden (bijvoorbeeld vanuit de Verenigde Staten en China) in de grenzeloze cryptosfeer;
3. Nadelige effecten van onzekere toekomstige regulering van crypto's respectievelijk aanbieders en dienstverleners in de nabije toekomst.

In dit licht valt sterk aan te bevelen om over de kansen en risico's ofwel voldoende gespecialiseerde kennis op te bouwen en bij te houden (met inbegrip van de toezichtrechtelijke aspecten), dan wel focus te houden op belegging in traditionele beleggingsproducten. In de woorden van een groot belegger: 'Know what you own, and know why you own it' (Peter Lynch). Hiernaast én hier tegenover staat ook in de cryptosfeer: 'In investing, what is comfortable is rarely profitable.' (Robert Arnott). ■

Noten

- 1 Mr. Drs. Michiel van Eersel is partner financieel recht bij Borg advocaten.
- 2 Omdat eigendom een recht is op een zaak en software geen zaak is, kan men strikt juridisch bezien van een crypto niet de eigendom hebben.
- 3 Van Eersel, M. en Van den Bergh, T., Blockchain en smart contracts: toegang tot een reeks van slimme dingen, Tijdschrift Financieel Recht in de Praktijk, nr. 4, september 2017, p. 40-48.
- 4 Zie hiervoor bijvoorbeeld Van Eersel, M. en Schoonbeek, A., Dienstverleners in de cryptowereld: 'poortwachter zoekt poortwachter', Tijdschrift voor Compliance, nr. 1, 2018.

- 5 Deze ruimte omvat de landen van de Europese Unie plus Noorwegen, Liechtenstein en IJsland.
- 6 Onder bepaalde voorwaarden ten aanzien van de participanten die kunnen deelnemen en het maximale vermogen dat een beheerder onder beheer heeft, kan een beheerder van beleggingsinstellingen actief zijn zonder vergunning op grond van de AIFMD (Alternative Investment Fund Management Directive) (zie art. 2:66a Wft). Wel dient een dergelijke 'light' beheerder zich te melden bij de AFM en periodiek informatie aan de AFM en DNB aan te leveren.
- 7 De SEC hanteert hiertoe de zogenoemde Howey test, gebaseerd op een passage uit

een uitspraak van de US Supreme Court over wat een 'investment contract' en daarmee een 'security' (effect) is: 'The test of whether there is an "investment contract" under the Securities Act is whether the scheme involves an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others; and, if that test be satisfied, it is immaterial whether the enterprise is speculative or non-speculative, or whether there is a sale of property with or without intrinsic value.' (SC 27 May 1946, SEC vs Howey Co.). Zie verder het recente baanbrekende rapport van de SEC over crypto's uitgegeven door virtuele organisatie The DAO: <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.