



Stanowisko
Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego
w sprawie wydawania i obrotu kryptoaktywami

Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie wydawania i obrotu kryptoaktywami



Spis treści

Wstęp	2
Uwagi ogólne.....	3
1. Definicje.....	6
2. Rodzaje tokenów i ich kwalifikacja prawna.....	10
3. Tokeny płatnicze.....	12
Przykład nr 1	13
Przykład nr 2	14
Przykład nr 3	15
4. Tokeny użytkowe.....	16
Przykład nr 4	17
5. Tokeny inwestycyjne	19
a) Tokeny, które inkorporują prawa tożsame z prawami inkorporowanymi w papierach wartościowych.....	20
Przykład nr 5	21
b) Tokeny, które z uwagi na inkorporowane w nich uprawnienia odpowiadają w pełny lub częściowy sposób tytułom (prawom) uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania (funduszu inwestycyjnym, alternatywnej spółce inwestycyjnej).....	25
Przykład nr 6	26
Przykład nr 7	28
c) Tokeny, które z uwagi na inkorporowane w nich uprawnienia odpowiadają prawom przysługującym z instrumentów finansowych, innych niż wymienione w lit. a) i b).....	29
Przykład nr 8	30
d) Tokeny inwestycyjne oparte na prawach wynikających z udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością	31



Wstęp

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (dalej także: UKNF, Urząd) dostrzega brak standaryzacji oraz pewności prawa w podejściu do wykorzystania kryptoaktywów na polskim rynku finansowym. Celem niniejszego Stanowiska jest zmniejszenie niepewności regulacyjnej związanej z klasyfikacją i kwalifikacją prawną kryptoaktywów na potrzeby ich oferowania, sprzedaży, lub organizacji obrotu w przypadku, kiedy prawem właściwym jest prawo polskie. Niniejsze Stanowisko dotyczy wyłącznie kryptoaktywów, do których z uwagi na siedzibę emitenta, fizycznej lokalizacji (w tym serwerów), siedzibę właściciela platformy obrotu, miejsce zamieszkania lub siedzibę nabywców lub też inne okoliczności formalnoprawne uzasadnione jest zastosowanie przepisów prawa polskiego.

Stanowisko odnosi się jedynie do wybranych kwestii prawnoregulacyjnych, które zgodnie z art. 1 ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym pozostają we właściwości Komisji Nadzoru Finansowego (dalej także: KNF, Komisja). Emitowanie (wydawanie) kryptoaktywów, w tym związanych z instrumentami finansowymi, może rodzić szereg skutków prawnych i zagadnień związanych z różnymi gałęziami prawa (cywilnego, podatkowego, handlowego itp.). Pozostaje to poza materią niniejszego Stanowiska.

Z uwagi na nieuregulowany wprost status prawny kryptoaktywów, emisja, nabycie, korzystanie, a także obrót nimi może wiązać się z różnego rodzaju ryzykami, w tym w szczególności brakiem możliwości egzekucji roszczeń związanych z nabyciem danego kryptoaktywa, ryzykiem utraty do niego dostępu, czy też znacznego spadku wartości kryptoaktywa, niezależnie od oceny tego rodzaju działalności w zakresie nadzoru sprawowanego przez Komisję.

Mając na względzie wyżej wspomniany znaczący poziom niepewności prawnej, jak również pojawiające się w sferze publicznej informacje o materializujących się zagrożeniach związanych z obrotem kryptoaktywami, **nadal aktualne pozostaje stanowisko KNF wskazujące na wysokie ryzyko związane z inwestowaniem lub powierzaniem środków w ramach ofert nabycia kryptoaktywów, w tym ryzyko utraty części lub całości zainwestowanych środków, na co wskazywano w Komunikacie KNF z dnia 22 listopada 2017 r.** UKNF zwraca szczególną uwagę na to, że inwestorzy indywidualni przed podjęciem decyzji o nabyciu kryptoaktywów powinni zapoznać się z ryzykami związanymi z inwestycją w dane kryptoaktywo oraz upewnić się co do możliwości prawnej egzekucji swoich uprawnień oraz obowiązków emitenta związanych z oferowanymi kryptoaktywami.

Opinie i poglądy prezentowane w niniejszym Stanowisku jedynie objaśniają ich rozumienie przez UKNF oraz nie mają wiążącego charakteru. Treści zawartych w Stanowisku nie należy traktować jako interpretacji Komisji, o której mowa w art. 11b ustawy o nadzorze na rynku finansowym.



Prawna klasyfikacja kryptoaktywów leży we właściwości sądów powszechnych, jako jedynie uprawnionych do wykładni powszechnie obowiązującego prawa w odniesieniu do konkretnych stanów faktycznych będących przedmiotem sporu.

Urząd podkreśla w tym miejscu, że fakt wykorzystywania w emisji i obrocie kryptoaktywami wyłącznie środowiska informatycznego oraz innowacyjnej technologii nie powoduje wyłączenia stosowania przepisów prawa rynku finansowego¹. W związku z powyższym, emitenci (wystawcy) kryptoaktywów oraz podmioty pośredniczące w obrocie kryptoaktywami powinny przed rozpoczęciem planowanych czynności dokonać uważnej analizy aktualnego otoczenia prawnego.

Dotyczy to w szczególności regulacji prawa rynku finansowego, które normują pozyskiwanie kapitału poprzez emisję (wystawienie) danego rodzaju instrumentu finansowego bądź innego instrumentu, którego emisja lub wystawienie zostało w sposób szczególny prawnie uregulowane, a uprawnienia wynikające z kryptoaktywa są zapisane w tokenie i odpowiadają prawom przysługującym z takiego instrumentu. Działania te pozwolą na dokonanie oceny, czy planowana aktywność emitenta (wystawcy) kryptoaktywa nie będzie naruszać obowiązujących przepisów prawa i czy nie istnieje ryzyko narażenia się na odpowiedzialność karną.

Niniejsze Stanowisko zostało przygotowane w oparciu o obowiązujące przepisy prawa polskiego oraz przepisy prawa Unii Europejskiej, jak również raport Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego² i opinię Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych³.

Stanowisko jest działaniem realizowanym w ramach Cyfrowej Agendy Nadzoru KNF⁴.

Uwagi ogólne

W związku z dynamicznym rozwojem wykorzystania technologii blockchain – lub ujmując szerzej: technologii rejestrów rozproszonych (DLT) – do emisji i obrotu kryptoaktywami (dalej też: „aktywa cyfrowe”), których kwalifikacja prawna może wywoływać wątpliwości co do zastosowania przepisów regulujących działalność na rynku finansowym, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego uzupełnia Komunikat Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 22 listopada 2017 r. w sprawie sprzedaży tzw. tokenów (ang. Initial Token Offerings – ITOs lub Initial Coin Offerings – ICOs)⁵ o kwestie związane z kwalifikacją prawną emisji i obrotu kryptoaktywami opartymi na tej technologii.

¹ Cyfryzacja procesu nie może służyć zwłaszcza do wprowadzania rozwiązań, które w sposób intencjonalny służą do powszechnego pozyskiwania kapitału od inwestorów nieprofesjonalnych.

² <https://eba.europa.eu/-/eba-reports-on-crypto-assets>

³ ESMA Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets 9 January 2019
<https://www.esma.europa.eu/document/advice-initial-coin-offerings-and-crypto-assets>

⁴ https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Cyfrowa_agenda_nadzoru_68264.pdf

⁵ https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ICO.pdf



W odniesieniu do wydawania i obrotu kryptoaktywami cechami wyróżniającymi technologię DLT jest istnienie w praktyce:

- **bezpośredności** wydawania i obrotu, polegającej na nabywaniu kryptoaktywów przez inwestorów od ich wystawcy, jak również dokonywanie transakcji pomiędzy zainteresowanymi stronami, bez zaangażowania zinstytucjonalizowanych pośredników, gdzie algorytm zapewnia rozliczenie transakcji zapewniając funkcję pośrednictwa i gwarantując realizację transakcji; jest to możliwe dzięki modelowi komunikacji peer-to-peer (dalej: „**p2p**”), który charakteryzuje tę technologię;
- **decentralizacji** wyrażającej się brakiem istnienia ogólnie zarządzanego rynku (miejsca obrotu) lub rynków, koncentrujących podaż i popyt na dane kryptoaktywo. Co więcej, decentralizacja powoduje możliwość wykorzystania mechanizmu p2p do zawierania umów oraz przekazywania wartości kryptoaktywa w ramach sieci DLT bezpośrednio pomiędzy uczestnikami sieci. Od strony technologicznej decentralizacja oznacza m.in. brak centralnego miejsca, w którym gromadzone są informacje oraz brak jednego podmiotu, który może odpowiadać za podejmowanie decyzji dotyczących funkcjonowania danego kryptoaktywa.

Przywołane wyżej cechy nie mają charakteru absolutnego, gdyż obecnie możliwe jest zaobserwowanie, zwłaszcza w stosunku do najbardziej popularnych kryptoaktywów, instytucjonalizowania się obrotu oraz wykształcania się swoistej infrastruktury typowej dla produktów finansowych (w szczególności instrumentów finansowych). Dotyczy to w szczególności platform obrotu podmiotów świadczących usługi przechowania (w tym depozytu) kryptoaktywów. Dzieje się tak nie tylko ze względu na samoistną ewolucję obrotu, ale również przez wprowadzane w ostatnim czasie regulacje prawne w wybranych państwach (np. Francja, Niemcy).

Technologia Blockchain opiera się na wykorzystaniu zdecentralizowanej i rozproszonej bazy danych, o strukturze danych określonej w protokole (zbiorze zasad określających w jaki sposób różne urządzenia mogą się komunikować między sobą). Funkcjonuje ona jako platforma transakcyjna, która w sposób zdecentralizowany i zautomatyzowany wyciaga i potwierdza prawdziwość dokonywanych w jej strukturze transakcji, zachowując zapis zrealizowanych transakcji.

Sieć Blockchain wykorzystuje klucze kryptograficzne: wykorzystujące pary publicznie znanych kluczy (klucze publiczne) konieczne do dokonania identyfikacji transakcji; klucze prywatne wykorzystywane są do potwierdzenia ich autentyczności oraz zaszyfrowania transakcji. Wykorzystywana jest ona w licznych projektach m.in. zapewniając bezpieczeństwo, a w określonych przypadkach także anonimowość dokonywanych transakcji, czy też utrzymywanie przy wykorzystaniu tej technologii określonych rejestrów. W oparciu o tę technologię możliwe stało się również kreowanie aktywów cyfrowych, w tym kryptoaktywów odzwierciedlających określone uprawnienia czy stosunki (niejednokrotnie o charakterze zobowiązaniowym), uwzględniających wykorzystanie tzw. *smart contracts* celem zapewnienia skuteczności oraz pewności realizacji transakcji, a w określonych przypadkach także



zapewnienia spełnienia świadczeń związanych z danym zobowiązaniem. Technologia ta umożliwia przy tym niejednokrotnie tworzenie w ramach określonych sieci Blockchain wyspecjalizowanych aplikacji umożliwiających ich wykorzystanie na potrzeby tej sieci. Mając to na uwadze, technologia Blockchain może wpływać na przyszły kształt oraz zasady funkcjonowania podmiotów rynku finansowego, szczególnie poprzez eliminację podmiotów pośredniczących w realizacji obrotu aktywami, co jest tym bardziej ważne w kontekście działań UE zmierzających do implementacji tej technologii na rynku finansowym⁶.

Z uwagi na fakt, że emisja i obrót kryptoaktywami istnieje w rozproszonej sieci i charakteryzuje się przepływem świadczeń w skali międzynarodowej, mogą występować trudności w ustaleniu prawa właściwego dla określenia kwalifikacji prawnej kryptoaktywów, relacji kontraktowych zaistniałych pomiędzy emitentem (wystawcą) kryptoaktywa, a jego nabywcą, czy też – w obrocie wtórnym – w relacji na linii zbywca–nabywca. **W praktyce oznacza to, że relacje pomiędzy stronami transakcji są oparte przede wszystkim na zaufaniu oraz w ograniczonym zakresie na wewnętrznych mechanizmach danej sieci DLT, wyznaczających uprawnienia uczestników tej sieci. Oznacza to także, że w przypadku ewentualnych sporów niemożliwe lub bardzo trudne może stawać się wyegzekwowanie praw i obowiązków na drodze sądowej.** Należy wyraźnie zaznaczyć, że wbrew powszechnej opinii stosunki prawne w ramach umów dotyczących kryptoaktywów nie są regulowane wyłącznie tzw. „prawem kodu”⁷, a powszechnie obowiązującym prawem w jednej lub więcej jurysdykcji.

W kontekście obrotu kryptoaktywami istotne jest również podkreślenie, że prawo właściwe dla stosunków cywilnoprawnych stron transakcji może być różne od właściwego administracyjnego prawa gospodarczego mającego zastosowanie do aktywności emitenta (wystawcy) kryptoaktywów lub pośrednika w obrocie kryptoaktywami oraz związanych z tymi aktywnościami kwestii regulacyjnych. Tym samym mogą istnieć wątpliwości co do kwalifikacji prawnej działań podejmowanych przez uczestników obrotu kryptoaktywami. Mając na uwadze, że proces wystawienia, pośredniczenia i nabywania kryptoaktywa może być traktowany jako jeden proces technologiczny, może dojść do różnej kwalifikacji tego samego (z pozoru) procesu na podstawie różnych przepisów powszechnie obowiązującego prawa. Co ważne, strony umowy nie mogą na jej podstawie wyłączyć lub ograniczyć stosowania przepisów bezwzględnie obowiązujących.

Zastosowanie przez emitenta (wystawcę) mającego siedzibę na terytorium RP prawa obcego w stosunkach umownych z polskimi inwestorami nie wyłącza możliwości kwalifikacji jego działalności lub emitowanego (wystawianego) kryptoaktywa na podstawie przepisów regulujących rynek finansowy w Rzeczypospolitej Polskiej.

⁶ Jest to działanie realizowane w ramach „FinTech Action plan”.

⁷ Prawem kodu określa się zbiór zasad określonych dla konkretnej sieci Blockchain, które mają w intencji ich twórców regulować stosunki pomiędzy stronami transakcji.



1. Definicje oraz wybrane akty prawne

Poniżej, na potrzeby Stanowiska, przedstawione zostały definicje zastosowanych w nim terminów, które mają ułatwić zrozumienie zagadnień w nim omówionych. Wśród nich znajdują się także definicje opracowane na podstawie obserwowanych sposobów wykorzystania technologii DLT niemające swojego źródła w przepisach powszechnie obowiązującego prawa.



- **Blockchain** (pl. *łańcuch bloków*) – jeden z rodzajów technologii DLT, rejestr rozproszony i zdecentralizowany, działający w modelu open source, umożliwiający wykonywanie transakcji w modelu komunikacji p2p bez podmiotu centralnego zatwierdzającego transakcje lub przechowującego informacje. Technologia ta zapewnia niezaprzeczalność transakcji oraz pozwala na przechowywanie o nich informacji publicznie w ramach funkcjonujących węzłów z wykorzystaniem zabezpieczeń kryptograficznych. Skutkuje to znacznym utrudnieniem jakiegokolwiek modyfikacji informacji o transakcjach już zapisanych w łańcuchu bloków. Blockchain wykorzystuje jednocześnie funkcje kryptograficzne i algorytmiczne do zapisu oraz synchronizacji danych w ramach sieci w stały sposób. Należy wskazać, że nie każdy rejestr rozproszonych danych wykorzystuje technologię łańcucha bloków⁸. Blockchain, ze względu na swoje cechy może być – oprócz przechowywania danych transakcyjnych – wykorzystywany również do innych celów, chociażby przechowywania dokumentacji czy prowadzenia głosowań. Możemy obecnie wyróżnić Blockchain publiczny, prywatny i hybrydowy w oparciu o to, jak określono zasady dostępu do informacji przetwarzanych na Blockchain.
- **DAO** (ang. *Decentralized Autonomous Organization*) – zdecentralizowana organizacja autonomiczna, tj. niezależna organizacja działająca bez organu sprawującego władzę (np. zarządu), której zasady działania zostały określone w programie komputerowym.
- **DeFi** (ang. *Decentralised Finance*) – zdecentralizowane finanse, tj. ekosystem aplikacji służących do świadczenia usług finansowych, opartych na DLT.
- **DLT** (ang. *Distributed Ledger Technology*) – technologia rozproszonej bazy danych, gdzie rejestry są replikowane, współdzielone i zsynchronizowane w sieci węzłów, która posiada następujące cechy:
 - a) może być zdecentralizowanym, zcentralizowanym albo częściowo zcentralizowanym, współdzielonym i replikowanym rejestrem;
 - b) może być publicznym, prywatnym albo hybrydowym rejestrem;
 - c) jest niezmienna;
 - d) może być chroniona za pomocą kryptografii;
 - e) zmiany w rejestrze dokonywane są na podstawie konsensusu.

⁸ Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain, FinTech Note | No. 1, International Bank for Reconstruction and Development / the World Bank 2017.



- **Kryptoaktywo** – cyfrowe odwzorowanie relacji zachodzących pomiędzy uczestnikami sieci DLT, któremu w ramach tej sieci można przypisać uprawnienia o zróżnicowanym charakterze, w tym np. uprawnienia o charakterze majątkowym. Z tego też względu może być ono akceptowane przez inne podmioty rynkowe oraz stać się między tymi podmiotami przedmiotem obrotu jako zapisane z wykorzystaniem zabezpieczeń kryptograficznych przy wykorzystaniu technologii DLT (w tym Blockchain), w ramach którego wiązka uprawnień związana z kryptoaktywem może przybrać postać określaną jako token.
- **Kryptowaluta** – waluta wirtualna w rozumieniu art. 2 ust. 2 pkt 26 ustawy z dnia 1 marca 2018 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu, gdzie rozumie się przez to cyfrowe odwzorowanie wartości, które nie jest:
 - a) prawnym środkiem płatniczym emitowanym przez NBP, zagraniczne banki centralne lub inne organy administracji publicznej;
 - b) międzynarodową jednostką rachunkową ustanawianą przez organizację międzynarodową i akceptowaną przez poszczególne kraje należące do tej organizacji lub z nią współpracujące;
 - c) pieniądzem elektronicznym w rozumieniu ustawy z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych;
 - d) instrumentem finansowym w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi;
 - e) wekslem lub czekiem;– oraz jest wymienne w obrocie gospodarczym na prawne środki płatnicze i akceptowane jako środek wymiany, a także może być elektronicznie przechowywane lub przeniesione albo może być przedmiotem handlu elektronicznego.
- **Initial Coin Offering/Initial Token Offering (ICO/ITO)** – metoda finansowania przedsięwzięć gospodarczych, w której podmiot emituje coiny (tokeny) w zamian za środki o określonej wartości ekonomicznej, zarówno w formie Walut FIAT, jak również w formie innych kryptoaktywów. Finansowanie jest wyrażone bezpośrednio w Walucie FIAT bądź innym kryptoaktywie.
- **Initial Exchange Offering (IEO)** – metoda finansowania zbliżona do ICO/ITO/STO polegająca na wykorzystaniu wyspecjalizowanej platformy obrotu (giełdy kryptoaktywów) przy przeprowadzaniu emisji kryptoaktywów (tokenów). IEO wykorzystywane jest do określenia wartości projektów, które mogą posiadać ograniczenia kwotowe.
- **Instrument finansowy** – prawa majątkowe, o których mowa w art. 2 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.
- **Papiery wartościowe** – na potrzeby Stanowiska instrumenty finansowe, o których mowa w art. 921⁶ KC oraz w art. 3 pkt 1) ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.
- **Platforma obrotu kryptoaktywami** – platforma działająca w oparciu o technologię DLT (w tym Blockchain), na której prowadzi się emisje i obrót kryptoaktywami, mogąca przybrać formę platformy zdecentralizowanej lub scentralizowanej.



- **Podmiot nadzorowany** – podmiot podlegający nadzorowi nad rynkiem finansowym zgodnie z ustawą o nadzorze nad rynkiem finansowym.
- **Podmiot zapewniający usługę udostępnienia portfela kryptoaktywów** (ang. *crypto-assets wallet provider*) – podmiot zapewniający usługę przechowania kryptoaktywów, która może odbywać się w zróżnicowany sposób, m.in. poprzez przechowanie online (tzw. ang. hot storage) lub offline (tzw. ang. cold storage).
- **Proof of work (POW), proof of stake (POS)** – wybrane modele mechanizmu konsensusu w ramach sieci DLT umożliwiające jej funkcjonowanie oraz weryfikację transakcji.
- **Security Token Offering (STO)** – metoda finansowania polegająca na emisji tokenów, które w założeniu ich twórców mają spełniać funkcję papierów wartościowych oraz innych instrumentów niebędących papierami wartościowymi, w szczególności poprzez istnienie uprawnienia (w zróżnicowanej formie) do zwrotu z zainwestowanego kapitału, która pod względem zakresu podmiotowego może być nieograniczona (liczby podmiotów, do których jest oferowana). Kwalifikacja tokenów, jako papierów wartościowych do chwili wprowadzenia rozwiązań prawnych będzie dokonywana przez sądy powszechne, które są jedynie uprawnione do interpretacji przepisów prawa w konkretnych stanach faktycznych.
- **Smart kontrakt** (ang. *Smart Contract*) – program komputerowy wykonywany automatycznie zgodnie z zadanymi warunkami, który automatyzuje relacje między stronami transakcji. Jest on uruchamiany w ramach konkretnej sieci DLT, w tym blockchain, będąc w pełni zautomatyzowanym, przy czym możliwość wprowadzenia zmian w strukturze Smart kontraktu po jego uruchomieniu może być istotnie utrudniona bądź niemożliwa. Smart Kontrakt pozwala m.in. na przenoszenie tokenów (coinów) pomiędzy stronami transakcji. Może pełnić inne, dodatkowe funkcje, np. określać warunki przeniesienia tokenów (coinów) pomiędzy stronami zawieranej transakcji. W przypadku spełnienia określonych wymogów formalnoprawnych (m.in. określenie wzajemnych praw lub obowiązków stron), może wypełniać znamiona umowy w rozumieniu przepisów prawa cywilnego.
- **Tokenizacja** (ang. *Tokenization*) – zjawisko wykorzystania DLT w celu odzwierciedlenia dobra/aktywa w postaci tokenu wskazującego uprawnienia/obowiązki powiązane z pierwotnym aktywem (tokenizacja wtórna), bądź też w celu wykreowania tokenów nierozzerwalnie połączonych z nowo stworzonym dobrem/aktywem (tokenizacja pierwotna)⁹.
- **Waluta FIAT** – prawne środki płatnicze emitowane przez banki centralne (zwana też walutą fiducjarną).
- **Whitepaper** – dokument przygotowany przez twórcę (emitenta) danego kryptowaluty, z uwagi na brak ram prawnych bezpośrednio regulujących w tym zakresie to kryptoaktywo,

⁹ Ministerstwo Cyfryzacji – Token jako obligacja – grupa robocza ds. rejestrów rozproszonych i blockchain – 2019 r.



dla którego nie został określony jednolity zakres informacji, który powinien być w nim opublikowany. W niektórych przypadkach emitenci wzorują go na dokumentach wymaganych rozporządzeniem 2017/1129¹⁰, jak również przepisami ustawy o ofercie publicznej. Dokument ten zazwyczaj uwzględnia m.in. warunki wprowadzenia do obrotu tego kryptoaktywa, opis architektury systemu stanowiącego podstawę dla jego funkcjonowania, bądź też wskazanie systemu rozproszonych rejestrów, z którego korzysta, opis uprawnień inkorporowanych, jak też sposób ich nabycia.

§ Akty prawne

- ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 2019 r. poz. 1145, z późn. zm.; dalej: KC lub Kodeks cywilny);
- ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. – Kodeks karny (Dz.U. z 2019 r. poz. 1950, z późn. zm.; dalej: KK lub Kodeks karny);
- ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2019 r. poz. 505, z późn. zm.; dalej: KSH lub Kodeks spółek handlowych);
- ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2020 r. poz. 95, z późn. zm.; dalej: ustawa o funduszach);
- ustawa z dnia 11 lipca 2006 r. o nadzorze na rynku finansowym (Dz.U. z 2020 r. poz. 180, z późn. zm.; ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym);
- ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2018 r. poz. 483, z późn. zm.; dalej: ustawa o obligacjach);
- ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2020 r. poz. 89, z późn. zm.; dalej: ustawa o obrocie instrumentami finansowymi lub UoOIF);
- ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623, z późn. zm.; dalej: ustawa o ofercie publicznej lub UoOP);
- ustawa z dnia 30 maja 2014 r. o prawach konsumenta (Dz.U. z 2020 r. poz. 287, z późn. zm.; dalej: ustawa o prawach konsumenta lub UoPK);
- ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu (Dz.U. z 2020 r. poz. 971, z późn. zm.; dalej: ustawa o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu);
- ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (Dz.U. z 2020 r. poz. 794; dalej: ustawa o usługach płatniczych lub UoUP);

¹⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE.



- ustawa z dnia 14 maja 2020 r. o zmianie niektórych ustaw w zakresie działań osłonowych w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS–CoV–2 (Dz.U. z 2020 r. poz. 875);
- ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 2019 r. poz. 2357, z późn. zm.; dalej: ustawa Prawo bankowe lub PB);
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz. Urz. UE L 302 z 17.11.2009, str. 32, z późn. zm.);
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L 174 z 1.07.2011, str. 1, z późn. zm.);
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE L 168 z 30.06.2017, str. 12, ze zm.; dalej: Rozporządzenie Prospektowe).

2. Rodzaje tokenów i ich kwalifikacja prawna

Tokeny mogą odzwierciedlać różnorodne uprawnienia. Z tego względu nie jest możliwe pełne i wyczerpujące wyliczenie wszelkich istniejących w obrocie rodzajów tokenów. Na rynku wyróżnić można dodatkowo tokeny łączące uprawnienia właściwe dla dwóch lub więcej z niżej opisanych tokenów (tokeny hybrydowe).

Dokonując próby klasyfikacji najbardziej charakterystycznych typów należy wyróżnić:

- 1) tokeny płatnicze (ang. *currency type tokens/exchange tokens*);
- 2) tokeny użytkowe (ang. *utility tokens*);
- 3) tokeny inwestycyjne (ang. *investment/security tokens*), w ramach których wyróżnić można następujące rodzaje:
 - a) tokeny, które inkorporują prawa tożsame z prawami inkorporowanymi w papierach wartościowych;
 - b) tokeny, które z uwagi na inkorporowane w nich uprawnienia odpowiadają w pełny lub częściowy sposób tytułom (prawom) uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania (funduszu inwestycyjnym, alternatywnej spółce inwestycyjnej);
 - c) tokeny będące instrumentami finansowymi, innymi niż wymienione w lit. a) i b) powyżej;
 - d) tokeny inwestycyjne oparte na prawach wynikających z udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, w zakresie innym niż opisane w lit. b).



Mając na względzie fakt, że niektóre rodzaje tokenów mogą znajdować się w pozostającej w obszarze nadzoru Komisji sferą rynku finansowego, poniżej został zaprezentowany i streszczony opis poszczególnych rodzajów tokenów. Jednocześnie, wraz z opisem wskazano na okoliczności faktyczne, które w świetle prawa rynku finansowego mogą powodować, że dana aktywność w sferze emisji (wystawiania) i obrotu kryptoaktywami, będzie podlegać szczególnym reżimom formalnoprawnym (np. związanym z koniecznością uzyskania stosownego zezwolenia, uprawnienia bądź sporządzenia odpowiedniego dokumentu informacyjnego zgodnie z warunkami określonymi przez przepisy prawa).

Podstawą powyższego wyliczenia jest stosowna kwalifikacja prawna tokenów zależnie od praw, które są z nimi związane. Dodatkowo, dwa tokeny wyemitowane na tym samym Blockchainie i identyczne pod względem technologicznym, mogą być potencjalnie zakwalifikowane w różny sposób, np. jeden jako znak legitymacyjny, o którym mowa w art. 921¹⁵ KC, drugi natomiast jako instrument inkorporujący prawa tożsame do praw inkorporowanych w papierze wartościowym lub instrumencie finansowym. Istnienie niektórych praw przypisanych do danego tokenu zależy od spełnienia warunków prawnych wymaganych do powstania takiego prawa (spełnienie wymagań ustawowych na emisję określonego papieru wartościowego).

Należy zwrócić uwagę, że funkcjonowanie rynku finansowego jest ściśle regulowane powszechnie obowiązującymi przepisami prawa. Jako przykład należy wskazać art. 1 ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, w którym ustawodawca określił zakres nadzoru nad tym rynkiem. Jednocześnie pierwotne powody powstania ICO, STO, IEO związane były z próbą obejścia szczegółowych wymogów regulacyjnych w zakresie pozyskiwania kapitału na rozwój działalności gospodarczej. Tym samym emitenci wykorzystujący te mechanizmy dążyli do obejścia regulacji, które wiążą się z obowiązkami określonymi przez prawo, takimi jak m.in. obowiązki informacyjne, czy wymóg zaangażowania podmiotu profesjonalnego w proces emisji. Nie ogranicza to sytuacji, w których właściwe państwo wprowadziło rozwiązania



prawne, które umożliwiły przy zachowaniu szczegółowych wymogów legalne prowadzenie takich procesów.

Jednocześnie UKNF zastrzega, że zastosowanie także innych sposobów wykorzystania technologii DLT niż opisane powyżej, w przypadku kreacji kryptoaktywów o uprawnieniach zbliżonych do przykładów opisanych w dalszej części stanowiska, w ocenie UKNF, co do zasady nie będzie zmieniało charakteru uprawnień inkorporowanych w ramach tych kryptoaktywów, a tym samym działalność taka będzie mogła zostać uznana za prowadzoną w sferze działalności regulowanej.

Jednocześnie, ze względu na łatwość nabycia kryptoaktywów oraz wykorzystywanie w tym celu Internetu, ICO, STO oraz IEO, zebrano znaczne środki finansowe od inwestorów z całego świata, bez zapewnienia im adekwatnego poziomu ochrony, jak miałyby to miejsce w przypadku tradycyjnej emisji papierów wartościowych.

Dodatkowo, niespełnianie przez token warunków formalnoprawnych wymaganych dla powstania określonego rodzaju uprawnień nie oznacza braku odpowiedzialności emitenta tokenów wobec nabywców w związku z niedopełnieniem jego obowiązków. Odpowiedzialność emitenta będzie opierała się zarówno na przepisach ogólnych, chociażby na art. 286 Kodeksu karnego, jak również ustawach szczególnych, które sankcjonują ewentualne naruszenia w zakresie przepisów rynku finansowego. Należy także pamiętać, że może dojść do naruszenia innych przepisów, które będą miały wpływ na kształt stosunku prawnego. Jako przykład należy wskazać art. 73 § 1 Kodeksu cywilnego, zgodnie z którym: *„jeżeli ustawa zastrzega dla czynności prawnej formę pisemną, dokumentową albo elektroniczną, czynność dokonana bez zachowania zastrzeżonej formy jest nieważna wtedy, gdy ustawa przewiduje rygor nieważności”*.

Poniżej omówione zostały wybrane rodzaje tokenów, z jakimi, w opinii UKNF, najczęściej można się spotkać w obrocie. Zaproponowano także ich kwalifikację w świetle przepisów prawa obowiązującego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Wskazana poniżej klasyfikacja nie ma charakteru zamkniętego katalogu i każdorazowo ich ocena powinna być dokonana w oparciu o konkretny stan faktyczny oraz szczegółową dokumentację.

3. Tokeny płatnicze

Tokeny płatnicze zwane są „kryptowalutami” lub „walutami wirtualnymi”. Jest to rodzaj kryptoaktywów tworzonych z myślą o alternatywie dla pieniądza emitowanego przez banki centralne i będącego oficjalnym środkiem płatniczym, tj. Walut FIAT. Tokeny płatnicze służą jako środek wymiany za dobra lub usługi (zewnętrzne w stosunku do ekosystemu tego aktywa cyfrowego) i jako takie mogą pełnić rolę odpowiadającą środkom płatniczym. Nie stanowią jednak zalegalizowanego środka płatniczego (o ile nie będą spełniać wymogów formalnoprawnych określonych dla pieniądza elektronicznego) – nie są emitowane przez bank centralny lub inny organ publiczny, nie posiadają gwarantowanej przepisami prawa zdolności do umarzania zobowiązań pieniężnych, a „płatność” nimi może być dokonana jedynie wtedy,



gdy wierzyciel wyrazi wolę przyjęcia takiej „płatności” i zwolnienia dłużnika z zobowiązania pieniężnego.

Wyróżnić można dwa rodzaje tokenów płatniczych:

- natywne – generowane autonomicznie przez mechanizm zapisany w protokole danej platformy transakcyjnej. Takim tokenom przypisuje się samoistne posiadanie określonej, zmiennej wartości – nieopartej na innych wartościach dóbr lub praw, ani niegwarantowanej przez żaden podmiot (np. Bitcoin);
- nienatywne – generowane przez zidentyfikowany podmiot na zasadach przez niego określonych (np. Ripple).¹¹

Z uwagi na swój zdecentralizowany charakter kryptowaluty natywne, jak również obrót nimi, czy też pośrednictwo w tym zakresie, nie są elementami rynku finansowego i nie są poddane obowiązującym na tym rynku regulacjom, a w związku z tym nie podlegają nadzorowi KNF. Mogą być jednak objęte innymi przepisami, chociażby ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu, której przestrzeganie nadzoruje Generalny Inspektor Informacji Finansowej. Innymi słowy kryptowaluty natywne nie są instrumentami finansowymi, a kupno, sprzedaż lub wymiana kryptowalut, jak też pośrednictwo w tym zakresie nie stanowi działalności nadzorowanej.

W przypadku tokenów nienatwywnych do stwierdzenia podlegania bądź niepodlegania określonym regulacjom w sferze nadzoru finansowego sprawowanego przez KNF, niezbędna jest w każdym przypadku analiza cech danego tokenu oraz związanych z nim uprawnień i obowiązków.

Przykład nr 1

W związku z udostępnieniem mocy obliczeniowej komputera i wykonywaniem na nim obliczeń określonych przez algorytm doszło do powstania nowej jednostki waluty wirtualnej (tokenu natywnego) w rozumieniu art. 2 ust. 2 pkt 26 ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu.

Ocena przykładu nr 1

Aktywność taka nie podlega nadzorowi KNF. Tokenów płatniczych, które są generowane przez algorytm jako forma nagrody za udział w procesie zapewniania konsensusu (m.in. w ramach proof of work), nie należy utożsamiać ze środkiem płatniczym, w szczególności pieniądzem elektronicznym, ponieważ są generowane autonomicznie przez sam algorytm i automatycznie nabywane („wykopywane”) przez użytkownika, a nie dystrybuowane użytkownikowi przez podmiot centralny z opcją wykupu.

Zgodnie z art. 2 pkt 21a ustawy o usługach płatniczych pieniądzem elektronicznym jest *wartość pieniężna przechowywana elektronicznie, w tym magnetycznie, wydawana z obowiązkiem*

¹¹ <http://www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-forFinancialMarkets.htm>, str. 12.



wykupu w celu dokonywania transakcji płatniczych, akceptowana przez podmioty inne niż wyłącznie wydawca pieniądza elektronicznego. Pieniądz elektroniczny jest środkiem płatniczym o stałej nominalnej wartości odpowiadającej uzyskanym w zamian za środki pieniężne w określonej walucie, wydawanym przez uprawniony do tego na podstawie udzielonego zezwolenia przez KNF (albo właściwy organ nadzoru innego państwa) podmiot (bank, instytucję płatniczą, instytucję pieniądza elektronicznego), na którym spoczywa obowiązek wykupu pieniądza elektronicznego po jego wartości nominalnej oraz inne obowiązki przewidziane ustawą o usługach płatniczych.

W sytuacji określonej w przykładzie nr 1 brak jest centralnego podmiotu, który mógłby stanowić wydawcę pieniądza elektronicznego. Dodatkowo, w opisanym przypadku nie istnieje możliwość dokonania wykupu jednostki waluty wirtualnej. Wykup taki, co do zasady, polega bowiem na zgłoszeniu żądania przez posiadacza jednostki waluty wirtualnej w stosunku do jej wydawcy o zwrot określonych środków pieniężnych, za które nabył te jednostki.

Jednocześnie należy pamiętać, że opisane w przykładzie nr 1 natywne tokeny płatnicze mogą być przenoszone, zbywane lub przechowywane, a czynności te mogą podlegać szczegółowym wymogom formalnoprawnym wynikającym z powszechnie obowiązujących przepisów prawa. W szczególności mogą tu mieć zastosowanie przepisy ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu. W tym zakresie aktualny pozostaje Komunikat UKNF w sprawie funkcjonowania giełd i kantorów kryptowalut z dnia 6 czerwca 2018 r.¹².

Przykład nr 2

Podmiot X w ramach swojej działalności zajmuje się wydawaniem (emitowaniem) tokenów płatniczych (token nienatywny), które mogą służyć do przekazywania określonej wartości ich odbiorcy. Tokeny są powiązane z wartością złotego polskiego, za które nabywca może je kupić od Podmiotu X. Podmiot X posiada całościowe zabezpieczenie wartości tokenów w złotych polskich na dedykowanym rachunku bankowym, który jest wyłączony spod egzekucji w stosunku do spółki. Każdorazowo posiadacz tych tokenów jest uprawniony do żądania od Podmiotu X wypłaty kwoty w złotych polskich odpowiadającej posiadanym przez posiadacza tokenom płatniczym.

Ocena przykładu nr 2

Token płatniczy omówiony w przykładzie nr 2 może spełniać definicję pieniądza elektronicznego, określoną w art. 2 pkt 21a ustawy o usługach płatniczych. Wynika to z istnienia centralnego wydawcy pieniądza (emitenta) oraz tego, że tokeny reprezentują ustaloną wartość wyrażoną w pieniądzu oraz objęte są zobowiązaniem wydawcy do ich odkupu.

¹² https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ws_funkcjonowania_gield_i_kantorow_kryptowalut_61993.pdf



Emisja takich tokenów wiąże się ze spełnieniem wymagań przewidzianych w przepisach szczególnych, w tym ustawie o usługach płatniczych dla podmiotów, które są uprawnione do wydawania pieniądza elektronicznego (uprawnienie takie posiadają m.in. banki, krajowe instytucje płatnicze oraz instytucje pieniądza elektronicznego).

Przy emisjach tokenów, w odniesieniu do których wydawca zobowiązuje się do ich wykupu, należy również mieć na względzie możliwość naruszenia przepisów ustawy Prawo bankowe zakazujących gromadzenia środków od ludności pod tytułem zwrotnym w celu obciążania tych środków ryzykiem. Należy pamiętać, że przez obciążanie ryzykiem rozumie się w szczególności udzielanie pożyczek z pozyskanych środków pieniężnych czy też dalsze ich inwestowanie w sposób, który potencjalnie zagraża zwrotowi pierwotnej kwoty. Zgodnie z art. 171 ust. 1 ustawy Prawo bankowe, prowadzenie bez zezwolenia działalności polegającej na gromadzeniu środków pieniężnych innych osób fizycznych, osób prawnych lub jednostek organizacyjnych niemających osobowości prawnej, w celu udzielania kredytów, pożyczek pieniężnych lub obciążania ryzykiem tych środków w inny sposób, podlega grzywnie do 10 000 000 złotych i karze pozbawienia wolności do lat 5.

Tym samym działalność w zakresie wydawania pieniądza elektronicznego wymaga zezwolenia KNF. W przypadku wydawania pieniądza elektronicznego bez wymaganego zezwolenia zastosowania znajdzie art. 150 ustawy o usługach płatniczych, zgodnie z którym: *kto, nie będąc uprawnionym, prowadzi działalność w zakresie wydawania pieniądza elektronicznego, podlega grzywnie do 5 000 000 zł albo karze pozbawienia wolności do lat 2, albo obu tym karom łącznie.*

Przykład nr 3

Podmiot Z prowadzi działalność w zakresie wydawania tokenów płatniczych, których wartość powiązana jest z wartością określonej jednostki, m.in. złota lub srebra. Jednocześnie każdorazowo istnieje możliwość wykorzystania tych tokenów do zapłaty za określony towar lub usługę.

Ocena przykładu nr 3

Należy wskazać, że tego rodzaju działalność, pomimo wyraźnego wskazywania funkcji płatniczej tokenu, może również spełniać przesłanki do uznania jej za związaną ze świadczeniem usług właściwych dla firm inwestycyjnych.

Wynika to z faktu, że tego rodzaju token może spełniać przesłanki chociażby do uznania go za opcję na zakup konkretnego dobra lub kontrakt terminowy.

Tym samym w przypadku tokenów płatniczych, które byłyby powiązane z wartością określonego dobra, należy przeprowadzić szczegółową analizę w kontekście tego, czy po



określonym czasie posiadacz tokenów jest uprawniony do żądania wydania mu określonej wartości (np. jednostki złota), z którą wartość tokenów jest powiązana.

Aktualna w tym zakresie pozostaje możliwość naruszenia przepisów Prawa bankowego (art. 171 ustawy – Prawo bankowe), która została omówiona w przykładzie nr 2 powyżej.

4. Tokeny użytkowe

Tokeny użytkowe (ang. *Utility tokens*) to rodzaj kryptoaktywów dający użytkownikom możliwość nabywania towarów lub usług, które oferuje lub będzie oferował w przyszłości wydawca tokenów lub uprawniający do zniżki za takie towary lub usługi.

Tokeny użytkowe w ich funkcji można w pewnym zakresie (w drodze analogii) porównać do kuponów rabatowych, kart podarunkowych, bonów lub voucherów, wydawanych przez przedsiębiorców i uprawniających do zakupu lub zniżki na zakup z góry określonych towarów lub usług.

Należy zwrócić uwagę, że emisje kryptoaktywów obejmujące tokeny użytkowe mogą być analizowane również w kontekście art. 919 i nast. KC, które dotyczą instytucji przyrzeczenia publicznego (mogą także występować tokeny użytkowe, które ze względu na swoją konstrukcję będą oceniane przez pryzmat regulacji umów nienazwanych w rozumieniu KC). Ponieważ wydawca tokenów użytkowych przyrzeka nagrodę (m.in. możliwość skorzystania z rabatu, możliwość skorzystania z usługi w przyszłości) za wykonanie oznaczonej czynności (m.in. zakup tokenu, udzielenie wsparcia dla projektu), wydawca tokenów jest obowiązany dotrzymać przyrzeczenia. Jeżeli realizacja uprawnienia wynikającego z posiadanego tokena nie jest uzależniona od realizacji celu inwestycyjnego, każda osoba, która wykonała czynność wskazaną w przyrzeczeniu, uprawniona jest do uzyskania nagrody w pełnej wysokości. Na wydawcy tokenów użytkowych, oprócz obowiązku przekazania tokenów, spoczywa również obowiązek wykonania zobowiązania, które inkorporowane jest w tokenie.

Ze względu na charakter i rolę tokenów użytkowych, które stwierdzają obowiązek świadczenia przez konkretny podmiot na rzecz ich posiadacza, a tym samym odpowiadają bonom lub voucherom, należy przyjąć, że będą co do zasady klasyfikowane jako znaki legitymacyjne w rozumieniu art. 921¹⁵ KC, który wskazuje, że przepisy o papierach wartościowych stosuje się odpowiednio do znaków legitymacyjnych. Zgodnie z wyrokiem Sądu Najwyższego z dnia 15 lutego 2008 r (sygn. I CSK 357/07) *odpowiednie stosowanie przepisów prawa oznacza bądź stosowanie odnośnych przepisów bez żadnych zmian do innego zakresu odniesienia bądź stosowanie ich z pewnymi zmianami, bądź też niestosowanie tych przepisów do innego zakresu odniesienia*. W praktyce oznacza to, że w przypadku odpowiedniego stosowania przepisów, nie zawsze znajdą one pełne zastosowanie do każdego analogicznego stanu faktycznego, ponieważ mogłoby to rodzić negatywne skutki. Jako że w tym przypadku ustawodawca wskazał na odpowiednie stosowanie do znaków legitymacyjnych przepisów o papierach wartościowych należy uznać, że będzie to miało odniesienie do kwestii m.in. formy dokumentów, zasad ich funkcjonowania czy też przenoszenia praw z dokumentu.



Działalność w zakresie wydawania i obrotu znakami legitymacyjnymi nie jest objęta nadzorem KNF.

Wydawanie tokenów użytkowych oraz kierowanie oferty ich nabycia do nieograniczonego grona odbiorców nie podlega reżimowi ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Tokeny mające jedynie charakter użytkowy nie posiadają inkorporowanych uprawnień zbliżonych do instrumentów finansowych lub też innych instrumentów przyznających uprawnienie do partycypacji w wypracowanych przez emitenta zyskach, tj. ściśle regulowanych w sferze ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Powyższa ocena natomiast ulegnie zmianie w przypadku przypisania tokenom użytkowym dodatkowych uprawnień właściwych np. tokenom inwestycyjnym (token hybrydowy).

Przykład nr 4

Celem Spółki Y jest zebranie środków na wdrożenie konkretnej nowej usługi. Użytkownicy w zamian za tokeny będą mogli otrzymać produkty lub usługi dostępne na platformie Spółki Y. Tokeny będą mogły być wydawane użytkownikom również w zamian za wzięcie udziału w dostępnych na platformie badaniach konsumenckich odnośnie ich zwyczajów, obszarów zainteresowań. Liczba tokenów będzie adekwatna do środków przekazanych na rozwinięcie projektu w początkowym etapie tworzenia platformy internetowej, a w następnym etapie za aktywność w badaniach konsumenckich. Ilość otrzymanych tokenów w tym drugim przypadku będzie adekwatna do aktywności użytkownika na platformie (ukończonych ankiet czy badań). Nie będzie jednak zależna od dalszych inwestycji użytkownika w platformę.

Tokeny wydawane przez Spółkę Y nie uprawniają do udziału w zysku Spółki Y, nie przyznają uprawnień korporacyjnych, ani nie stanowią odzwierciedlenia udziału w Spółce Y.

Ocena przykładu nr 4

Token wydawany przez Spółkę Y uprawnia do otrzymania usługi bądź produktu spośród zamkniętego ich katalogu stworzonego przez wydawcę tokenów. Proponowane przez Spółkę Y tokeny mają charakter zbliżony do bonu lub vouchera, a wraz z jego użyciem możliwa jest wymiana na dostępne dla użytkowników platformy usługi lub produkty. Tokeny wydawane przez Spółkę Y są przyznawane albo za wsparcie finansowe Spółki Y albo za udział w badaniach konsumenckich w związku ze stosunkiem umownym między użytkownikiem i jego wydawcą. Tokeny wydawane przez Spółkę Y stanowią więc potwierdzenie posiadania przez podmiot uprawnienia do określonego świadczenia. Z tego powodu zastosowanie do niego znajdują regulacje dot. papierów wartościowych zawarte w art. 921⁶ – art. 921¹⁶ KC, zgodnie z art. 921¹⁵ § 1 KC.

Z uwagi na zakres uprawnień wynikających z przedmiotowego tokenu, nie będą się one wpisywały w katalog instrumentów finansowych określony w art. 2 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Tym samym takie aktywo cyfrowe nie będzie objęte szczegółowymi wymogami w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, w tym chociażby w zakresie oferowania i nie znajdą w związku z tym również zastosowania przepisy ustawy



o ofercie publicznej, ponieważ oferowanie takich tokenów nie będzie wypełniało znamion oferowania akcji czy obligacji.

Należy zwrócić uwagę, że pomimo nieobjęcia tych aktywów przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, jak również ustawy o ofercie publicznej, podmioty je wydające obowiązane są do zapewnienia minimalnego poziomu ochrony inwestorów na podstawie przepisów ogólnych. I tak, wydawanie tokenów użytkowych w procesie ICO lub IEO przy braku zamiaru spełnienia swojego zobowiązania w zamian za udzielone przez nabywających tokeny wsparcia, może wiązać się z wypełnieniem znamion przestępstwa opisanego w art. 286 § 1 KK: „Kto, w celu osiągnięcia korzyści majątkowej, doprowadza inną osobę do niekorzystnego rozporządzenia własnym lub cudzym mieniem za pomocą wprowadzenia jej w błąd albo wyzyskania błędu lub niezdolności do należytego pojmowania przedsiębranego działania podlega karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 8.”. Hipoteza przepisu może bowiem obejmować przypadki nieotrzymania oczekiwanego ekwiwalentu świadczenia lub otrzymania świadczenia niewspółmiernego do świadczenia osoby nabywającej token w efekcie przekazywania fałszywych zapewnień wydawcy tokenów o wynikających z nich uprawnieniach do korzystania z usług lub otrzymania towarów bądź zniżek z nimi związanych, przy jednoczesnej świadomości emitenta o nieprawdziwości zapewnień i składaniu ich w celu uzyskania korzyści majątkowej dla siebie lub osoby trzeciej.

Do stwierdzenia wystąpienia przestępstwa istotne jest więc istnienie związku przyczynowo skutkowego między intencjonalnym wprowadzeniem pokrzywdzonego w błąd przez sprawcę przestępstwa oraz niekorzystnym rozporządzeniem mieniem przez pokrzywdzonego. Przy ocenie, czy doszło do przestępstwa, kluczowe jest dokonanie rekonstrukcji zamiaru osób odpowiedzialnych za emisję lub wydanie danych tokenów. Określenie istnienia zamiaru może odbyć się poprzez ustalenie, czy już w chwili otrzymania wsparcia finansowego z tokenów na dany projekt brak było sprecyzowanych planów inwestycyjnych oraz czy nie podejmowano działań w celu realizacji planów biznesowych.

Przepis art. 286 KK, ze względu na swój generalny charakter, może również mieć zastosowanie w odniesieniu do wydawania innych tokenów.

Ponadto należy pamiętać, że ustawa o prawach konsumenta przyznaje również stosowne uprawnienia konsumentom, którzy zawierają umowy na odległość i poza lokalem przedsiębiorstwa, tj. umowy pomiędzy przedsiębiorcą, a konsumentem zawarte w ramach zorganizowanego systemu zawierania umów na odległość, bez jednoczesnej fizycznej obecności stron, z wyłącznym wykorzystaniem jednego lub większej liczby środków porozumiewania się na odległość. Oznacza to, że konsument lokując środki w tokeny użytkowe w ramach ICO za pośrednictwem Internetu, bez fizycznej styczności z przedsiębiorcą prowadzącym ICO, korzysta z ochrony wynikającej z ustawy o prawach konsumenta, jednakże realizacja tych uprawnień może być niemożliwa lub utrudniona w przypadku podmiotów posiadających siedzibę poza terytorium UE.



W ocenie UKNF, nie znajdzie zastosowania wyłączenie określone w art. 3 ust. 1 pkt 5 ustawy o prawach konsumenta, który określa, że ustawy tej nie stosuje się do umów zawieranych za pomocą automatów sprzedających lub zautomatyzowanych punktów sprzedaży, ponieważ wyłączenie to ma zastosowanie m.in. do maszyn vendingowych lub fizycznych punktów sprzedaży, które nie są obsługiwane przez osoby fizyczne (m.in. zautomatyzowane stacje benzynowe), a wartość transakcji jest niska. Na podmiocie emitującym tokeny użytkowe, który zawiera umowę z konsumentem na odległość, spoczywają szczegółowe obowiązki wynikające z ustawy o prawach konsumenta (m.in. informacyjne, prawo konsumenta do odstąpienia od umowy).

Należy jednak pamiętać, że stwierdzenie braku zastosowania przepisów dotyczących rynku finansowego do tego rodzaju tokenów jest aktualne jedynie wówczas, gdy prawa związane z posiadaniem tokenów, a co za tym idzie zobowiązania po stronie emitenta, faktycznie ograniczają się do uprawnień związanych z tradycyjnymi kuponami rabatowymi lub voucherami, tj. wówczas, gdy prawa/zobowiązania związane z tokenami nie mają charakteru inwestycyjnego lub, ukrytego charakteru inwestycyjnego (sytuacja taka może wystąpić m.in. w wypadku, gdy głównym elementem uprawnień wynikających z tokenów są uprawnienia zbliżone do uprawnień inwestycyjnych w postaci np. benefitu powiązanego z zyskiem spółki, który może być uznany za ukrytą formę dywidendy, a charakter użytkowy ma znamiona jedynie dodatkowego uprawnienia). W przeciwnym razie takie tokeny, mimo posiadania elementu użytkowego, mogą być uznane za tokeny inwestycyjne z elementami użytkowymi.

Powyższa analiza dotycząca tokenów użytkowych nie jest wyczerpująca i nie omawia wszystkich stanów faktycznych oraz całości stanu prawnego, który może mieć zastosowanie w odniesieniu do poszczególnych tokenów, co może być warunkowane ich konkretnymi właściwościami.

5. Tokeny inwestycyjne

Na potrzeby niniejszego Stanowiska, w zależności od rodzaju emitenta oraz uprawnień, których dane tokeny są nośnikiem, można dokonać podziału tokenów inwestycyjnych na 4 grupy w tym:

- a) tokeny, które inkorporują prawa tożsame do praw inkorporowanych w papierach wartościowych;
- b) tokeny, które z uwagi na inkorporowane w nich uprawnienia odpowiadają w pełny lub częściowy sposób tytułom (prawom) uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania (funduszu inwestycyjnym, alternatywnej spółce inwestycyjnej);
- c) tokeny będące instrumentami finansowymi, innymi niż wymienione w lit. a) i b) powyżej;
- d) tokeny inwestycyjne inkorporujące prawa odpowiadające prawom z udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, inne niż określone w lit. b).

Tokeny inwestycyjne wymienione w lit. d) nie stanowią instrumentów finansowych, w rozumieniu UoOIF, a obrót nimi nie podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.



Omówienie ich w Stanowisku ma na celu jedynie całościowe ujęcie przedmiotowego zagadnienia, jak również zwrócenie uwagi na ewentualne nieprawidłowości, które występują na tym rynku.

Jednocześnie podkreślenia wymaga, jak to już zostało wskazane na wstępie, że powyższe wyliczenie nie ma charakteru enumeratywnego, odnosząc się jedynie do kluczowych sektorów rynku finansowego nadzorowanego przez Komisję Nadzoru Finansowego. W jego ramach Urząd zidentyfikował potrzebę wyjaśnienia wątpliwości uczestników rynku, natomiast w obrocie mogą pojawiać się także inne tokeny inwestycyjne lub też tokeny łączące cechy różnych tokenów (tokeny hybrydowe), które w całości lub w części mogą zostać zaklasyfikowane jako tokeny inwestycyjne.

Urząd zwraca uwagę, że cechą wspólną tokenów określanych jako tokeny inwestycyjne jest inkorporowanie w nich uprawnień właściwych dla wykorzystywanych na rynku finansowym instrumentów i z tego też względu tokeny te mogą być oceniane przez pryzmat działalności podejmowanej na rynku regulowanym.

Odnosząc się natomiast szczegółowo do katalogu instrumentów finansowych zawartego w art. 2 UoOIF, należy zauważyć, że przepis ten nie definiuje poszczególnych instrumentów finansowych, ani nie stanowi przepisu będącego podstawą ich emisji lub wystawienia. Jego celem jest określenie granic regulowanych przez UoOIF, poprzez wskazanie przedmiotu transakcji, w których pośredniczenie lub których organizacja stanowi działalność regulowaną w myśl tej ustawy.

a) Tokeny, które inkorporują prawa tożsame z prawami inkorporowanymi w papierach wartościowych

Na wstępie należy wskazać, że papiery wartościowe mogą występować w trzech formach:

- dokumentu (przy czym przepisy prawa dotyczące rodzajów papierów wartościowych mogą przewidywać wymogi szczególne co do treści dokumentu);
- w formie zdematerializowanej w rozumieniu art. 5 ust. 1 UoOIF;
- w formie innej niż dokument, na podstawie odpowiednich przepisów.

Powyższe odnosi się w sposób ogólny do kategorii instrumentów finansowych, jaką stanowią papiery wartościowe. Przepisy stanowiące podstawę do emisji konkretnych papierów wartościowych mogą wykluczać emisję tych papierów w formie dokumentu. Przykładowo, przepis art. 8 ust. 1 ustawy o obligacjach stanowi, że obligacje nie mogą mieć formy dokumentu.

W orzecznictwie oraz piśmiennictwie polskim przeważa pogląd o obowiązywaniu zasady *numerus clausus* papierów wartościowych. Zasada ta oznacza, że dokument może być uznany za papier wartościowy wyłącznie, gdy ustawa nadaje mu taki charakter. Jest to równoznaczne z brakiem swobody w tworzeniu nowych typów papierów wartościowych. W konsekwencji, skutek w postaci inkorporowania określonych praw w dokumencie, który pozwala poddać te prawa zasadom przewidzianym w prawie cywilnym dla obrotu rzeczą, jest możliwy wyłącznie



w sytuacjach wyraźnie przewidzianych w przepisach prawa. Analogicznie jest w odniesieniu do papierów wartościowych zdematerializowanych, których zasady obrotu opisane są w UoOIF. Instytucja dematerializacji i – co za tym idzie – zastosowanie odpowiednich zasad obrotu jest możliwe wyłącznie wobec papierów wartościowych, których podstawy emisji wynikają z odpowiednich przepisów. Papiery wartościowe mieszczące się w katalogu instrumentów finansowych zawartym w art. 2 ust. 1 pkt 1 UoOIF zostały wskazane w art. 3 pkt 1 UoOIF i katalog ten ma charakter zamknięty. Są nimi zbywalne papiery wartościowe wyemitowane na podstawie prawa polskiego lub obcego.

Przykład nr 5

Spółka akcyjna „X” („Spółka X”) planuje zgromadzenie środków na rozszerzenie prowadzonej działalności w drodze STO. Zebrane środki przeznaczone zostaną na dalsze badania, w wyniku których do oferty sprzedażowej spółki zostaną włączone nowe produkty, bądź usługi. W dokumentach informacyjnych przygotowanych dla inwestorów zawarto informację, że nabywcy tokenów posiadać będą możliwość decydowania o kierunku rozwoju spółki i inwestycjach, przez co będą współwłaścicielami Spółki X. Spółka X zamierza dzielić się z nabywcami tokenów wypracowanym zyskiem. Tokeny będą stanowiły odzwierciedlenie uprawnień przysługujących każdorazowemu właścicielowi akcji Spółki X.

Ocena przykładu nr 5:

Kwalifikację tokenów, jako instrumentów zbliżonych pod względem inkorporowanych uprawnień do papierów wartościowych, należy rozpocząć od analizy zdolności emisyjnej podmiotu. Posiada ją jedynie ustawowo zdefiniowane grono podmiotów. W tym przypadku spółka akcyjna posiada zdolność emisyjną m.in. w zakresie akcji. Zatem warunek zdolności emisyjnej w rozważanym stanie faktycznym jest spełniony.

Z omawianym stanem faktycznym wiążą się dwie podstawowe kwestie:

- powstanie praw akcjonariusza (co jest sformalizowanym procesem opisanym przez przepisy KSH);
- inkorporacja tych praw w dokumencie spełniającym wymogi formalne akcji oraz ich wydanie,¹³ bądź też występowanie tych praw w postaci zapisu na rachunku papierów wartościowych (postać zdematerializowana akcji).

Wykreowanie akcji wiąże się z obowiązkiem spełnienia szeregu wymogów ustawowych. Zgodnie z art. 431 § 1 KSH podwyższenie kapitału zakładowego spółki akcyjnej wymaga zmiany statutu i następuje w drodze emisji nowych akcji lub podwyższenia wartości nominalnej dotychczasowych akcji. Zgodnie z art. 432 KSH uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego musi zawierać m.in. sumę, o jaką kapitał zakładowy ma być podwyższony, cenę emisyjną

¹³ Należy pamiętać, że zgodnie z ustawą z dnia 14 maja 2020 r. o zmianie niektórych ustaw w zakresie działań osłonowych w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2, z dniem 1 marca 2021 r. nastąpi obowiązkowa dematerializacja wszystkich akcji w spółkach akcyjnych oraz komandytowo-akcyjnych. Od tego momentu akcje będą przedmiotem rejestracji w ramach rejestru akcjonariuszy.



nowych akcji, termin otwarcia i zamknięcia subskrypcji. Natomiast zgodnie z art. 440 KSH w odniesieniu do subskrypcji otwartej, ogłoszenie wzywające do zapisywania się na akcje powinno zawierać informacje wskazane w art. 434 § 2 pkt 1–7 i 9 KSH (m.in. suma, o jaką ma być podwyższony kapitał zakładowy, liczba i rodzaj akcji podlegających prawu poboru, cena emisyjna, miejsce i termin wpłat na akcje oraz termin, do którego zapisujący się na akcje przestaje być zapisem związany, a także termin ogłoszenia przydziału akcji). Zapis na akcje sporządza się w formie pisemnej na formularzu przygotowanym przez spółkę, ale może być dokonany w formie elektronicznej pod warunkiem opatrzenia kwalifikowanym podpisem elektronicznym, podpisem zaufanym albo podpisem osobistym. Jeżeli co najmniej minimalna liczba akcji przeznaczonych do objęcia została subskrybowana i należycie opłacona, zarząd powinien dokonać, w terminie dwóch tygodni od upływu terminu zamknięcia subskrypcji, przydziału akcji subskrybentom zgodnie z ogłoszonymi zasadami przydziału akcji. Następnie konieczne jest zarejestrowanie podwyższenia kapitału zakładowego przez właściwy sąd rejestrowy. Do zgłoszenia należy dołączyć m.in. uchwałę walnego zgromadzenia o podwyższeniu kapitału zakładowego, ogłoszenie i wzór zapisu, spis nabywców akcji z uwidocznieniem liczby akcji przypadających na każdego z nich. Co ważne, zgodnie z art. 441 § 4 KSH, podwyższenie kapitału zakładowego następuje z chwilą wpisania do rejestru.

Emisja akcji w formie subskrypcji otwartej jest więc procesem sformalizowanym, który dla swojej skuteczności wymaga spełnienia szczegółowych wymogów (pokrótce omówionych powyżej), a które związane są z uchwałą emisyjną, jak również procesem ogłoszenia subskrypcji, przyjmowania zapisów i wpłat, jak również późniejszej rejestracji tych czynności przez właściwy sąd rejestrowy. W związku z tym dopiero w sytuacji, gdy spółka dopełni wymogów koniecznych dla powstania praw akcjonariusza, może dokonać wydania dokumentów inkorporujących te prawa.

W omawianym przykładzie nr 5 posiadaczowi tokenów Spółka X nadała uprawnienie do otrzymania części zysku Spółki X oraz – jak należy wnioskować – przyznanie prawa do głosowania na zgromadzeniu akcjonariuszy tej spółki. Przyznanie przez Spółkę X nabywcom tokenów wynikających z KSH uprawnień akcjonariusza w sytuacji, gdy uprawnienia te w świetle prawa nie powstały, tj. nie zarejestrowano podwyższenia kapitału zakładowego, który prawa akcjonariusza miałyby reprezentować, stanowi obejście przepisów prawa w myśl art. 58 § 1 KC.

Istotnym problemem związanym z emisją papierów wartościowych w formie tokenów jest niespełnienie wszystkich wymogów przewidzianych w przepisach prawa dla ważności tego papieru wartościowego.

W przepisach dotyczących emisji konkretnych papierów wartościowych w tradycyjnej formie dokumentowej występują dodatkowe wymogi, które można podzielić na trzy podstawowe grupy:

- wymóg co do konkretnego rodzaju dokumentu;
- wymóg podpisania dokumentu przez określone osoby;
- wymóg zawarcia w dokumencie określonych informacji.



Niespełnienie wymogu przewidzianego w przepisach pod rygorem nieważności skutkuje nieważnością dokumentu, który został wydany w celu inkorporowania praw z papieru wartościowego. W związku z powyższym, token wyemitowany w określonym standardzie¹⁴, który nie spełnia warunków określonych w art. 328 § 1, 2 i 4 KSH, nie może skutecznie inkorporować uprawnień z akcji. Przykładowo, zgodnie z art. 328 § 2 KSH dokument akcji powinien być opatrzony podpisem zarządu. Podpis może być mechanicznie odtwarzany. Z kolei art. 328 § 4 KSH stanowi, że naruszenie powyżej wymienionego przepisu powoduje nieważność dokumentu akcji. Jeżeli więc akcja została wyemitowana w formie tokenów będących elektronicznym nośnikiem, podpisy zarządu powinny mieć formę kwalifikowanego podpisu elektronicznego. Tym samym brak kwalifikowanego podpisu elektronicznego oznacza nieważność tak wydanej akcji.

Zakładając zatem, że spółka spełniła wymogi związane z powstaniem praw akcjonariuszy, akcjonariusze mają wobec niej roszczenie o wydanie dokumentów akcji. Umożliwienie im nabycia tokenów, które nie spełniają warunków formalnych przewidzianych dla akcji, nie zaspokaja tego roszczenia.

Przepisy prawa polskiego przewidują istnienie akcji w formie zdematerializowanej. W myśl UoOIF papiery wartościowe są zdematerializowane od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja w depozycie papierów wartościowych. Dotyczy to papierów wartościowych: 1) będących przedmiotem oferty publicznej lub 2) dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub 3) wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu (dalej: „ASO”) lub 4) emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski. Ponadto papiery wartościowe: 1) będące przedmiotem oferty publicznej, które nie będą podlegać dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym, albo 2) wprowadzone wyłącznie do ASO, mogą nie podlegać dematerializacji, jeżeli dopuszczają to odrębne przepisy określające zasady ich emisji i emitent tak postanowi (art. 5 ust. 3 UoOIF).

Zgodnie z art. 7 ust. 1 UoOIF, prawa z akcji zdematerializowanych powstają dopiero z chwilą zapisu ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem rachunku.

Forma, w jakiej wydawane są tokeny Spółki X wskazane w przykładzie nr 5, nie jest obecnie przewidziana przez przepisy prawa. Dokument akcji powinien być sporządzony na piśmie (art. 328 § 1 KSH) lub w formie zdematerializowanej zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Aktualnie wydanie jedynie tokenów, które przenosiłyby uprawnienia charakterystyczne dla akcji, stanowiłoby obejście wyżej opisanych przepisów. Istnienie akcji zdematerializowanej mającej postać tokenów byłoby możliwe wyłącznie wówczas, gdy system służący do prowadzenia depozytu papierów wartościowych miałby postać Blockchaina. Wówczas jednak znalazłyby zastosowanie wszystkie przepisy dotyczące prowadzenia rachunków papierów wartościowych oraz obrotu zdematerializowanymi

¹⁴ Przykładem standardu jest standard ERC-20, w którym tokeny są generowane na blockchainie Ethereum.



papierami wartościowymi. W szczególności, art. 4 ust. 1 UoOIF zawiera zamknięty katalog instytucji finansowych uprawnionych do prowadzenia rachunków papierów wartościowych.

Kolejnym istotnym z perspektywy nadzoru działaniem jest sposób oferowania tokenów opisanych w przykładzie nr 5 przez emitenta lub oferującego. Zgodnie z art. 2 lit. d Rozporządzenia Prospektowego przez ofertę publiczną rozumie się komunikat skierowany do odbiorców:

- 1) w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków,
- 2) przedstawiający wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych,
- 3) w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych.

Zakres obowiązków związanych z dokonaniem oferty publicznej zależeć będzie przede wszystkim od zakładanych wpływów brutto emitenta lub oferującego na terytorium Unii Europejskiej oraz wpływów, które zamierzał uzyskać z tytułu takich ofert w ciągu ostatnich 12 miesięcy, jak również od rodzaju podmiotu, do którego ma być ona kierowana¹⁵. Co do zasady należy przyjąć, że podmiot zamierzający przeprowadzić ofertę publiczną zobowiązany jest spełnić obowiązki przewidziane w Rozporządzeniu Prospektowym, w tym przygotować stosowne dokumenty informacyjne, m.in. prospekt emisyjny.

Zależnie więc od skali oraz rodzaju podmiotów, do których ma być kierowana oferta finansowania, które zamierza pozyskać emitent, będzie on obowiązany do spełnienia dodatkowych wymogów formalnoprawnych, w tym wymogów informacyjnych, które są różnicowane m.in. w oparciu o zakładaną do pozyskania kwotę oraz przez status inwestorów.

Przyjęcie, iż wydawca tokenów w opisanym przykładzie dąży w ramach ICO do pozyskania kapitału będąc emitentem papierów wartościowych, oznaczałoby, że dochodzi do naruszenia przepisów dotyczących obowiązków zawartych w ustawie o ofercie publicznej oraz Rozporządzeniu Prospektowym.

Dokonanie zaś publicznej oferty papierów wartościowych bez spełnienia wymogów określonych w ustawie o ofercie publicznej lub Rozporządzeniu Prospektowym będzie kwalifikowane na podstawie przepisów karnych, m.in. : art. 99 ust. 1 – 4 i art. 100 ustawy o ofercie publicznej. Należy również pamiętać, że podział dywidendy może mieć miejsce jedynie w odniesieniu do zgodnie z prawem wyemitowanych akcji i nie obejmuje tokenów. W przypadku, gdy spółka nie wyemitowała w sposób zgodny z prawem akcji, w tym w szczególności niezgodnie z przepisami Kodeksu spółek handlowych, nie będzie podstawy dla późniejszego podziału dywidendy.

¹⁵ Patrz odpowiednio: art. 37a ust. 1 i 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, art. 37b ust. 1 i 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.



b) Tokeny, które z uwagi na inkorporowane w nich uprawnienia odpowiadają w pełny lub częściowy sposób tytułom (prawom) uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania (funduszu inwestycyjnym, alternatywnej spółce inwestycyjnej)

Na wstępie należy wskazać, że szeroko pojęta działalność mająca za swój przedmiot zbieranie aktywów, zarządzanie nimi oraz inwestowanie ich zgodnie z określoną polityką inwestycyjną celem wypracowania zwrotu (korzyści ekonomicznej) dla powierzających swoje aktywa, stanowi działalność właściwą dla przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania. Pojęcie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania odnosi się zaś do szerokiej kategorii podmiotów obejmujących, zgodnie z klasyfikacją wynikającą z unijnych aktów prawnych, fundusze typu UCITS¹⁶ oraz alternatywne fundusze inwestycyjne¹⁷, których działalność podlega ścisłej reglamentacji zarówno pod względem formy prawnej wykonywanej działalności, jak i pod względem zasad jej wykonywania.

W polskim porządku prawnym stosownie do treści art. 3 ust. 1 ustawy o funduszach, fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w tej ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe. Zgodnie zaś z art. 3 ust. 4 ustawy o funduszach, fundusz inwestycyjny może prowadzić działalność jako fundusz inwestycyjny otwarty (fundusz typu UCITS) lub alternatywny fundusz inwestycyjny, przez który zgodnie z treścią art. 2 pkt 10a) ustawy o funduszach rozumie się instytucję wspólnego inwestowania, której przedmiotem działalności, w tym w ramach wydzielonego subfunduszu, jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką (specjalistyczny funduszu inwestycyjny otwarty, fundusz inwestycyjny zamknięty).

Stosownie do treści art. 8a ust. 1 ustawy o funduszach, alternatywna spółka inwestycyjna (ASI) jest alternatywnym funduszem inwestycyjnym, innym niż określony w art. 3 ust. 4 ustawy o funduszach ASI. ASI może prowadzić działalność wyłącznie w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki akcyjnej, w tym spółki europejskiej lub spółki komandytowej albo spółki komandytowo – akcyjnej, w której jedynym komplementariuszem jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, spółka akcyjna albo spółka europejska. Jednocześnie zgodnie z treścią art. 8a ust. 3 ustawy o funduszach wyłącznym przedmiotem działalności alternatywnej spółki inwestycyjnej (z zastrzeżeniem wyjątków określonych w tej ustawie) jest

¹⁶ Zgodnie z systematyką dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz. Urz. UE L 302 z 17.11.2009, s. 32, z późn. zm.) implementowaną do polskiego porządku prawnego.

¹⁷ Stosownie do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L 174 z 1.7.2011, s. 1, z późn. zm.) implementowanej do polskiego porządku prawnego.



zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną.

W obecnym stanie prawnym wyżej przedstawiona działalność właściwa dla przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania wykonywana może być zatem jedynie przez profesjonalne podmioty działające w ściśle określonej formie prawnej, tj. fundusze inwestycyjne zarządzane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, alternatywne spółki inwestycyjne zarządzane przez zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi oraz przedsiębiorców zagranicznych uprawnionych do tego na podstawie stosownych przepisów (w szczególności unijnych aktów prawnych) wiążących Rzeczpospolitą Polską (fundusze zagraniczne¹⁸, spółki zarządzające, zarządzający z UE)¹⁹. Należy zatem wskazać, że z uwagi na jej charakter oraz istotny wpływ dla stabilności rynku finansowego, jest to działalność reglamentowana, zarezerwowana dla profesjonalnych uczestników rynku finansowego, nadzorowana przez Komisję.

Przykład nr 6

Podmiot Z przeprowadza emisję „Tokenów Z” przewidując zarządzanie zebranymi aktywami wskutek nabycia Tokenów Z (nabytymi przez inwestorów za pomocą Waluty FIAT lub też innych kryptoaktywów) oraz inwestowanie ich zgodnie z określoną polityką inwestycyjną, celem wypracowania zwrotu (korzyści ekonomicznej) dla powierzającego swoje aktywa (nabywcy Tokenów Z). Sposób przeznaczania środków zebranych od inwestorów został określony w materiałach przeznaczonych dla inwestorów (Whitepaper). Korzyścią dla nabywców Tokenów Z ma być w szczególności partycypacja w zyskach wypracowanych wskutek inwestycji dokonywanych w aktywa o różnym charakterze, zgodnie z ustalonymi zasadami inwestowania wskazanymi w dokumentacji przedstawionej inwestorom. Czy możliwe jest uznanie, że działalność Podmiotu Z stanowi działalność tożsamą względem działalności funduszu inwestycyjnego lub alternatywnej spółki inwestycyjnej?

Ocena przykładu nr 6

W ocenie UKNF, wyemitowanie tokenów, z którymi są związane uprawnienia do partycypacji w zyskach emitenta²⁰, wynikających z wykonywania przez emitenta działalności o przeważającym charakterze inwestycyjnym, z którą wiąże się posiadanie określonej polityki inwestycyjnej określającej zasady wspólnego lokowania przez emitenta kapitału zebranego za pośrednictwem oferowania tokenów (w odróżnieniu od wykonywania działalności o charakterze produkcyjnym lub handlowym) kwalifikuje się jako działalność tożsama względem działalności właściwej dla przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania. Z tego też powodu działalność ta może być wykonywana w ściśle określony sposób (wskazany przede wszystkim w ustawie o funduszach) jedynie przez podmioty podlegające nadzorowi Komisji.

¹⁸ Stosownie do treści art. 2 pkt 9) ustawy o funduszach.

¹⁹ Stosownie do treści art. 2 pkt 44) ustawy o funduszach.

²⁰ Uzyskania przez nabywcę tokenu korzyści ekonomicznej.



We wskazanym przykładzie Token Z zastępuje właściwy instrument, który mogą emitować wyłącznie przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania. Tytułami uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania mogą być jednostki uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym otwartym i specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym, certyfikaty inwestycyjne w funduszu inwestycyjnym zamkniętym, prawa uczestnictwa w alternatywnej spółce inwestycyjnej (ASI), tj. udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, akcje w spółce akcyjnej i komandytowo–akcyjnej oraz ogół praw i obowiązków wspólnika spółki komandytowej. Tytuły uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania muszą zatem zachować ściśle określoną prawnie formę wynikającą z ustawy o funduszach oraz KSH, a także mogą być kreowane wyłącznie przez uprawnione do tego podmioty. Tokeny zawierające tożsame dla tytułów uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania uprawnienia jako nośnik zbliżonych uprawnień nie mogą zachować przepisanej prawem formy tych tytułów. Mając na uwadze powyższe, Tokeny Z nie mogą zostać zaklasyfikowane jako tytuły uczestnictwa w przedsiębiorstwie zbiorowego inwestowania.

Natomiast w szczególności wskazania wymaga, że w opisanym wyżej przypadku, gdyby emitentem Tokenów Z była jedna ze spółek handlowych wymienionych w art. 8a ust. 2 ustawy o funduszach²¹, tj. spółka kapitałowa (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, spółka akcyjna), w tym spółka europejska, spółka komandytowa lub spółka komandytowo–akcyjna prowadząca działalność tożsamą z działalnością przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania, to jakkolwiek za formalnych inwestorów tej spółki handlowej należałoby uznać podmioty posiadające właściwe prawa uczestnictwa w tych spółkach, to rzeczywistymi inwestorami takiej spółki handlowej w wyniku dokonania przez nią emisji tokenów byłiby nabywcy Tokenów Z. W takiej zaś sytuacji, w ocenie, UKNF dochodzi do obejścia bezwzględnie obowiązujących przepisów Ustawy o Funduszach poprzez podjęcie działalności w sferze regulowanej w sposób pomijający regulacje przewidziane w ustawie o funduszach, w szczególności dotyczące formy praw uczestnictwa w przedsiębiorstwie zbiorowego inwestowania. Ponadto wskazania wymaga, że analogiczna emisja Tokenów Z także przez podmioty, których forma prawna nie daje możliwości kreacji praw właściwych dla tytułu uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania (np. działające w formie niewskazanych wyżej spółek handlowych lub też innych podmiotów mogących prowadzić działalność gospodarczą), w dalszym ciągu podejmowana będzie w sferze działalności regulowanej. UKNF wskazuje zatem, że niezależnie od formy prawnej emitenta aktywów cyfrowych (kryptoaktywów), wykonywanie działalności mającej za swój przedmiot emisje tokenów zawierające ww. uprawnienia jest działalnością zastrzeżoną dla przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania, a jej wykonywanie z pominięciem norm określonych w ustawie o funduszach może skutkować negatywnymi konsekwencjami dla emitenta Tokenów Z.

W przypadku opisanym powyżej istnieje bowiem duże prawdopodobieństwo uznania działalności związanej z emisją tokenów przez właściwe organy za działalność obchodzącą

²¹ Formy w jakich może być prowadzona działalność przez alternatywną spółkę inwestycyjną.



przepisy ustawy o funduszach oraz wypełniającą znamiona czynu zabronionego, stypizowanego w art. 287 ust. 1 ustawy o funduszach. Zgodnie bowiem z art. 287 ust. 1 tej ustawy: „*kto bez wymaganego zezwolenia lub wbrew warunkom określonym w ustawie wykonuje działalność polegającą na lokowaniu w papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego lub inne prawa majątkowe, aktywów osób fizycznych, osób prawnych lub jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej, zebranych w drodze propozycji zawarcia umowy, której przedmiotem jest udział w tym przedsięwzięciu podlega grzywnie do 10 000 000 zł i karze pozbawienia wolności do lat 5*”.

Należy wskazać, że w ocenie UKNF art. 287 ust. 1 ustawy o funduszach ma na celu nie tylko przeciwdziałanie działalności w oczywisty sposób sprzecznej z przepisami ustawy o funduszach, ale również służy przeciwdziałaniu próbom obejścia wymogów przewidzianych w tejże ustawie dotyczących działalności właściwej dla przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania.

W opisanej w tym przykładzie sytuacji UKNF zobligowany byłby do skierowania odpowiedniego zawiadomienia do prokuratury o uzasadnionym podejrzeniu popełnienia przestępstwa oraz wpisania takiego podmiotu/przedsiębiorcy na listę ostrzeżeń publicznych KNF.

Przykład nr 7

Podmiot Y przeprowadza emisję Tokenów Y, z którymi związane są zróżnicowane uprawnienia, w szczególności do partycypacji w zysku wypracowywanym w ramach działalności emitenta oraz do wpływu na działalność podmiotu poprzez prawo głosu, skorzystania z usługi, towaru oferowanego przez emitenta. Czy możliwe jest uznanie, że działalność Podmiotu Z stanowi działalność tożsamą względem działalności funduszu inwestycyjnego lub alternatywnej spółki inwestycyjnej?

Ocena przykładu nr 7

W pierwszej kolejności wskazania wymaga, że analogicznie jak w ocenie przykładu nr 6, Tokeny Y zawierające tożsame dla tytułów uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania uprawnienia jako nośnik zbliżonych uprawnień nie mogą zachować przepisanej prawem formy tytułów uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania. Odnosząc się zaś do kwalifikacji wykonywanej w ten sposób działalności UKNF wskazuje, że w przypadku tokenów inkorporujących w sobie różne uprawnienia (tzw. tokenów hybrydowych) kluczowa jest przeważająca rola lub uprawnienie przypisane tokenom. Jeżeli prawo do głosu lub uprawnienie do skorzystania z usługi, towaru (cechy charakterystyczne dla tokenów użytkowych) mają charakter jedynie dodatkowy, uzupełniający oraz akcesoryjny, a przeważająca aktywność emitenta skupia się na działalności inwestycyjnej (zarządzaniu zebranymi aktywami w celu wypracowania dla nabywców Tokenów Y korzyści ekonomicznej), w takim przypadku w ocenie UKNF działalność Przedsiębiorcy Y będzie tożsama z reglamentowaną działalnością przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania (funduszu inwestycyjnego oraz alternatywnej spółki inwestycyjnej) oraz będzie wiązała się



z konsekwencjami opisanymi w ocenie przykładu 6. Niewykluczone jest, że takie tokeny będą także regulowane przepisami dotyczącymi innych reglamentowanych działalności.

UKNF zwraca uwagę, że opisana wyżej ocena przypadków zastosowania kryptoaktywów ma charakter przykładowy, a każdorazowo z uwagi na specyfikę, zróżnicowane uprawnienia i obowiązki inkorporowane w tokenach, podmiot zamierzający przeprowadzić ich emisję powinien przeprowadzić indywidualnie analizę aktualnie obowiązującego stanu prawnego i na tej podstawie dokonać właściwej klasyfikacji.

c) Tokeny, które z uwagi na inkorporowane w nich uprawnienia odpowiadają prawom przysługującym z instrumentów finansowych, innych niż wymienione w lit. a) i b)

Przepis art. 2 ust. 1 pkt 2 UoOIF zawiera katalog instrumentów finansowych. Do kategorii tej należą m.in. papiery wartościowe, tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania, kontrakty na różnice, opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową, inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest papier wartościowy, waluta, stopa procentowa, wskaźnik rentowności, uprawnienie do emisji lub inny instrument pochodny, indeks finansowy lub wskaźnik finansowy, które są wykonywane przez dostawę lub rozliczenie pieniężne.

Zgodnie z art. 3 pkt 28a UoOIF, przez instrumenty pochodne rozumie się opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward oraz inne prawa majątkowe, których cena lub wartość zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentów finansowych (np. akcji lub obligacji), walut, stóp procentowych, rentowności, indeksów finansowych, wskaźników finansowych, towarów, zmian klimatycznych, stawek frachtowych, poziomów emisji, stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, a także innych aktywów, praw, zobowiązań, indeksów lub wskaźników, oraz instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego.

Katalog instrumentów finansowych w rozumieniu UoOIF jest wewnątrznie niejednorodny. Obok papierów wartościowych, których forma oraz zakres praw w nich inkorporowanych są regulowane przepisami prawa, mieści się w tym katalogu szereg instrumentów, które nie podlegają tak szczegółowej regulacji jak papiery wartościowe. Najliczniejszą wśród nich grupę stanowią instrumenty pochodne, które z cywilnoprawnego punktu widzenia są umowami. Umowy te zawierane są pomiędzy wystawcą, a nabywcą pochodnego instrumentu finansowego. Brak jest wymogu odnośnie formy jej zawarcia. W przypadku instrumentów pochodnych nie występuje również problematyka związana ze zdolnością emisyjną charakterystyczną dla papierów wartościowych. Wystawcą instrumentu pochodnego mogą być również osoby fizyczne.

W kontekście omawianej materii należy zwrócić uwagę, że instrumenty pochodne klasyfikowane jako instrumenty finansowe z reguły powstają na mocy zawartej umowy, a warunkiem ważności umowy nie jest inkorporowanie uprawnień z niej wynikających



w dokumencie. Dlatego też token mógłby w tym przypadku stanowić jedynie potwierdzenie transakcji zawartej przy użyciu smart kontraktu.

Przykład nr 8

Podmiot C zamierza stworzyć kryptoaktywo (Tokeny C), których wartość będzie powiązana z wartością złota, zgodnie z opisującym je dokumentem (np. w tzw. Whitepaper). Jeden Token C ma reprezentować jedną uncję trojańską czystego złota. Poprzez sprzedaż Tokenu C Podmiot C zobowiązuje się wobec nabywcy do dostarczenia mu po terminie 3 miesięcy od transakcji jednej uncji złota. Alternatywnie, posiadacz Tokenu może przed upływem 3 miesięcy zdecydować, że nie chce otrzymać złota, ale różnicę – płatną w walucie FIAT - pomiędzy wartością złota w dniu rozliczenia, tj. w dniu upływu 3-miesięcznego terminu, a wartością nabycia Tokenu C. Sposób ustalenia wartości uncji trojańskiego złota wskazany jest w Whitepaper. Token C może być przedmiotem handlu na giełdzie kryptowalut.

Czy Token C jest instrumentem finansowym w rozumieniu UoOIF? Jeśli tak, to czy istnieje ryzyko, że czynności Podmiotu C będą stanowić działalność nadzorowaną?

Ocena Przykładu 8

Udzielenie odpowiedzi na powyższe pytanie wymaga każdorazowo przeprowadzenia szczegółowej analizy stanu faktycznego i prawnego dotyczącego danego aktywa, w szczególności dokumentu go opisującego, np. Whitepaper.

Elementy stanu faktycznego pozwalają na stwierdzenie, że Tokeny C wypełniają definicję instrumentu pochodnego wskazaną w art. 3 pkt 28a uUoOIF. Stanowią one prawo majątkowe, którego wartość zależy od wartości towaru, w rozumieniu art. 3 pkt 48 UoOIF, którym w tym przypadku jest uncja trojańska czystego złota. Ponadto, możliwość rozliczenia pieniężnego zawartej transakcji pozwala na zaklasyfikowanie Tokenów C jako instrumentu finansowego, o którym mowa w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. d) UoOIF²².

Należy zauważyć, że modyfikacja niektórych założeń w konstrukcji kryptoaktywa wskazanych w dokumentach go opisujących (*whitepaper*) może zmienić jego charakter, a co za tym idzie, wpływać na dokonaną kwalifikację.

Uznanie Tokenów C za instrument finansowy w rozumieniu UoOIF oznacza, że zastosowanie mają przepisy UoOIF. Pośrednictwo w obrocie Tokenami C może stanowić działalność wymagającą posiadania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 UoOIF. Ponadto, zgodnie z art. 19a UoOIF działalność polegającą na

²² Zgodnie z art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. d) ustawy o obrocie instrumentami finansowymi są m.in. niebędące papierami wartościowymi opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne lub mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron.



prowadzeniu wielostronnego systemu²³, rozumianego jako system, w ramach którego są kojarzone oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych składane przez podmioty trzecie, może wymagać zezwolenia na prowadzenie rynku regulowanego lub innego systemu obrotu instrumentami finansowymi. Zatem prowadzenie giełdy umożliwiającej handel Tokenami C, w zależności od sposobu organizacji handlu, najprawdopodobniej wymagało będzie posiadania odpowiedniego zezwolenia. W odniesieniu do działalności Podmiotu C możliwa jest kwalifikacja jego działalności na podstawie art. 69 ust. 2 pkt 3 UoOIF, tj. czynności maklerskiej nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na rachunek własny. Jednak, jednoznaczna kwalifikacja powinna być poprzedzona analizą dodatkowych okoliczności związanych z jego działalnością, z uwagi na zakres wyłączeń z obowiązku uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, zawarty w art. 70 ust. 1 UoOIF. W przedmiotowym stanie faktycznym, w szczególności należy dokonać analizy tych okoliczności na podstawie art. 70 ust. 1 pkt 10 UoOIF.

d) Tokeny inwestycyjne oparte na prawach wynikających z udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością

Przykład nr 9

Spółka X będąca spółką z ograniczoną odpowiedzialnością informuje klientów w dokumencie Whitepaper, że zamierza dokonać emisji oraz wydać inwestorom tokeny, które będą stanowiły tokenizowane udziały w tej spółce inkorporujące prawa wynikające z udziału w tej spółce.

Ocena przykładu 9

Na wstępie UKNF wskazuje, że udział w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością w polskim systemie prawnym nie jest klasyfikowany jako papier wartościowy i z tego też względu nie podlega co do zasady regulacjom analogicznym, np. dla akcji innych spółek handlowych. Obrót udziałami w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością nie podlega zaś nadzorowi Komisji. Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością może natomiast działać w sferze działalności regulowanej, m.in. jako wewnętrznie zarządzający ASI (szerzej w ww. lit. b) lub też mała instytucja płatnicza i w tym też zakresie będzie wchodziła w zakres działalności nadzorowanej przez Komisję Nadzoru Finansowego jako podmiot, na którym ciążyą określone obowiązki wobec organu nadzoru.

W szczególności podkreślenia wymaga, że wystawianie przez podmiot nadzorowany działający w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością tokenów inkorporujących uprawnienia zbliżone do uprawnień wspólnika w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, w tym również prawa do udziału w zysku wypracowywanego przez ww. spółkę zamiast lub obok udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, w celu ułatwienia obrotu powyższymi prawami nie jest możliwe. W takim przypadku podmiot obchodziłby bowiem przepisy kodeksu spółek

²³ Wielostronny system zdefiniowany jest w art. 3 pkt 9b UoOIF.



handlowych dotyczące formy powstania udziałów w tej spółce handlowej, a także art. 180 § 1 KSH zgodnie z którym, zbycie udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, jego części lub ułamkowej części udziału oraz jego zastawienie powinno być dokonane w formie pisemnej z podpisami notarialnie poświadczonymi. Analogiczne problemy powstałyby także w ramach obecnie obowiązujących ram prawnych w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, której umowa została zawarta przy wykorzystaniu wzorca umowy w art. 157¹ § 1 KSH. Ponadto, w ocenie Urzędu, zastąpienie struktur korporacyjnych uregulowanych w KSH pochodną formą organizacji spółki handlowej opartej na wyemitowanych tokenach, w szczególności w przypadku przenoszenia części uprawnień do podejmowania decyzji na nabywców tokenów, utrudniałoby z punktu widzenia nadzoru sprawowanego przez Komisję Nadzoru Finansowego (w ramach obecnie obowiązujących ram prawnych) identyfikację podmiotów odpowiedzialnych za działalność spółki handlowej jak i beneficjentów tej działalności.

Jednocześnie wskazać należy, że naruszenie zakazu określonego w art. 174 § 6 KSH obwarowane jest sankcją karną przewidzianą w art. 589 KSH za jego naruszenie. Niezachowanie powyższej formy zbycia udziałów prowadzi do nieważności transakcji, zgodnie z art. 73 § 2 KC.

Omówiona powyżej klasyfikacja tokenów ma wyłącznie charakter przykładowy i nie wyczerpuje całościowo tej problematyki. Każdorazowo podmiot zamierzający wydać tokeny inwestycyjne powinien przeprowadzić analizę aktualnie obowiązujące stanu prawnego i na tej podstawie dokonać właściwej klasyfikacji.

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego zwraca uwagę, że pośrednictwo w inwestowaniu w instrumenty finansowe stanowi przedmiot reglamentacji oraz nadzoru Komisji. Jednakże, nawet w przypadku, gdy konkretne tokeny nie są instrumentem finansowym w rozumieniu art. 2 UoOIF, nie jest to równoznaczne ze swobodą publicznego proponowania nabycia tego rodzaju tokenów. Co ważne, wykorzystywanie tokenów inwestycyjnych w celach inwestycyjnych może oznaczać prowadzenie przez podmiot działalności na rynku regulowanym, a tym samym wymagać stosownego zezwolenia i tym samym spełnienia określonych wymogów.

Niektóre formy inwestowania mogą wypełnić znamiona określone w przepisach karnych, penalizujących prowadzenie działalności regulowanej bez odpowiedniego zezwolenia. Należy w szczególności zwrócić uwagę na przepis art. 287 ust. 1 ustawy o funduszach, zgodnie z którym kto bez wymaganego zezwolenia lub wbrew warunkom określonym w tej ustawie wykonuje działalność polegającą na lokowaniu w papiery wartościowe, instrumenty rynku



pieniężnego lub inne prawa majątkowe, aktywów osób fizycznych, osób prawnych lub jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej, zebranych w drodze propozycji zawarcia umowy, której przedmiotem jest udział w tym przedsięwzięciu, podlega grzywnie do 10 000 000 zł i karze pozbawienia wolności do lat 5.

Co równie ważne, zgodnie z art. 178 UoOIF, kto bez wymaganego zezwolenia lub upoważnienia zawartego w odrębnych przepisach albo nie będąc do tego uprawnionym w inny sposób określony w tej ustawie, prowadzi działalność w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, podlega grzywnie do 5 000 000 zł. Tym samym brak stosownego zezwolenia i uznania tokenów inwestycyjnych za instrumenty finansowe zagrożony jest karą grzywny.

Co więcej, zgodnie z art. 171 ust. 1 ustawy Prawo bankowe, kto bez zezwolenia prowadzi działalność polegającą na gromadzeniu środków pieniężnych innych osób fizycznych, osób prawnych lub jednostek organizacyjnych niemających osobowości prawnej, w celu udzielania kredytów, pożyczek pieniężnych lub obciążania ryzykiem tych środków w inny sposób, podlega grzywnie do 10 000 000 złotych i karze pozbawienia wolności do lat 5²⁴.

W przypadku wątpliwości dotyczących kwalifikacji prawnej prowadzonej działalności po stronie podmiotów wykorzystujących technologię rozporoszonych rejestrów do wydawania kryptoaktywów lub obrotu kryptoaktywami, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego informuje o możliwości skierowania zapytania do UKNF za pośrednictwem Programu Innovation Hub.

Zastrzeżenia

- 1. Stanowisko nie wyłącza stosowania powszechnie obowiązujących przepisów prawa, które nie zostały w Stanowisku wyszczególnione.**
- 2. Stanowisko nie jest źródłem prawa, lecz źródłem informacji o przepisach prawa mających zastosowanie w zakresie tworzenia oraz obrotu kryptoaktywami.**
- 3. Wejście w życie przepisów prawa po dacie publikacji Stanowiska, które regulować będą zagadnienia związane z tworzeniem oraz obrotem kryptoaktywów, może mieć wpływ na aktualność niektórych fragmentów Stanowiska, w szczególności w sytuacji obowiązywania przepisów wprost dotyczących tej formy działalności.**

²⁴ Więcej informacji na temat przykładów działalności w stosunku do których Urząd analizował zasadność skierowania zawiadomienia do prokuratury
https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/procesy_licencyjne_rejestrowe/Przykladowe_przypadki_prowadzenia_dzialalnosci_na_ryнку_finansowym/Kazusy .



- 4. Publikacja po dacie publikacji Stanowiska stanowisk organu nadzoru, które regulować będą zagadnienia związane z tworzeniem oraz obrotem kryptoaktywami może mieć wpływ na aktualność niektórych fragmentów Stanowiska.**

Załącznik:

Kluczowe Ramy Regulacyjne dla podmiotów wykorzystujących kryptoaktywa:

	zdarzenia obejmujące wykorzystanie kryptoaktywów	Działalność regulowana, w której zakres mogą wchodzić zdarzenia obejmujące wykorzystanie kryptoaktywów
Emitent tokena	Emisja tokena poprzez ICO/ITO/STO/IEO/DAO/DeFI, w którym inkorporowane są zróżnicowane uprawnienia, prowadzenie działalność gospodarczej w oparciu o finansowanie zdobyte przez emisję kryptoaktywa	<ol style="list-style-type: none">1. Oferta publiczna (ustawa o ofercie publicznej)2. Działalność przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania (ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi)
Giełda kryptoaktywów / platforma obrotu kryptoaktywami	Umożliwienie uczestnikom platformy dokonania transakcji wymiany waluty fiducjarnej na kryptoaktywo bądź też wymianę kryptoaktywa na inne kryptoaktywo lub też ułatwienie uczestnikom rynku dokonywanie takich transakcji/przekazywanie zleceń nabycia kryptoaktywa	<ol style="list-style-type: none">1. Działalność podejmowana przez organizatora rynku regulowanego/ASO (ustawa o obrocie instrumentami finansowymi)2. Działalność firm inwestycyjnych
Wallet provider/ custodian	Umożliwienie użytkownikom przechowywania kryptoaktywów	
Instytucja płatnicza	Umożliwienie użytkownikom/klientom dokonywania płatności za pomocą kryptoaktywów, transferów waluty fiducjarnej za pośrednictwem kryptoaktywów	<ol style="list-style-type: none">1. Emisja e–pieniądza2. Instytucja płatnicza
Doradca, pośrednik	Świadczenie usług doradztwa w zakresie odnoszącym się do kryptoaktywów, ułatwanie nabycie kryptoaktywów	Doradztwo inwestycyjne Przyjmowanie i przekazywanie zleceń

Działanie realizowane w ramach:



Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

ul. Piękna 20

00-549 Warszawa

www.knf.gov.pl