

Projekt


**Stanowisko**

**Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego  
w sprawie wydawania i obrotu kryptoaktywami**

16 lipca 2020 r.

**Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego  
w sprawie wydawania i obrotu kryptoaktywami**

*Projekt*

 Spis treści	
Uwagi ogólne.....	2
1. Definicje .....	5
2. Rodzaje tokenów i ich kwalifikacja prawna .....	8
3. Tokeny płatnicze .....	10
<b>Przykład nr 1</b> .....	11
<b>Przykład nr 2</b> .....	12
<b>Przykład nr 3</b> .....	13
4. Tokeny użytkowe (Utility Tokens).....	14
<b>Przykład nr 4</b> .....	15
5. Tokeny inwestycyjne.....	17
a) Tokeny, których celem jest nadanie uprawnień tożsamyh z uprawnieniami inkorporowanymi przez papiery wartościowe, .....	18
<b>Przykład nr 5</b> .....	18
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) .....	22
<b>Przykład nr 6</b> .....	23
<b>Przykład nr 7</b> .....	25
c) tokeny, które z uwagi na inkorporowane w nich uprawnienia odpowiadają prawom przysługującym z instrumentów finansowych, innych niż wymienione w lit. a i b .....	26
<b>Przykład nr 8</b> .....	27
d) Tokeny inwestycyjne oparte na prawach wynikających z udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością.....	28



## 1. Uwagi ogólne

---

W związku z dynamicznym rozwojem wykorzystania technologii blockchain – lub ujmując szerzej: technologii rejestrów rozproszonych (DLT) – do wydawania kryptoaktywów o charakterze mogącym wywoływać wątpliwości co do zastosowania przepisów regulujących działalność na rynku finansowym, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (dalej: „Urząd”, „UKNF”) uzupełnia Komunikat Komisji Nadzoru Finansowego (dalej: „Komisja”, „KNF”) z dnia 22 listopada 2017 r. w sprawie sprzedaży tzw. tokenów (ang. Initial Token Offerings – ITOs lub Initial Coin Offerings – ICOs)<sup>1</sup> o kwestie związane z kwalifikacją prawną wydawania i obrotu aktywami cyfrowymi opartymi na tej technologii.

W odniesieniu do emisji kryptoaktywów i dalszego obrotu nimi, cechami wyróżniającymi technologię DLT jest istnienie w praktyce:

- **bezpośredności** emisji i obrotu, polegającej na nabywaniu aktywów przez inwestorów od ich wystawcy (emitenta), jak również dokonywanie transakcji pomiędzy zainteresowanymi stronami, bez zaangażowania zinstytucjonalizowanych pośredników, gdzie algorytm zapewnia rozliczenie transakcji zapewniając funkcję pośrednictwa i gwarancji realizacji. Jest to możliwe dzięki funkcji peer-to-peer (dalej: „p2p”), która jest jedną z cech tej technologii;
- **decentralizacji** wyrażającej się w braku istnienia głównego rynku (miejsca obrotu) lub rynków, koncentrujących podaż i popyt na danym kryptoaktywie. Co więcej, decentralizacja powoduje możliwość wykorzystania mechanizmu p2p do zawierania umów oraz przekazywania wartości.

Przywołane wyżej cechy nie mają charakteru absolutnego, gdyż obecnie możliwe jest zaobserwowanie, zwłaszcza w stosunku do najbardziej popularnych kryptoaktywów, instytucjonalizowanie się obrotu oraz wykształcanie się swoistej infrastruktury typowej dla produktów finansowych (w szczególności instrumentów finansowych). Dotyczy to w szczególności platform obrotu, podmiotów świadczących usługi przechowania lub depozytu kryptoaktywów lub podmiotów łączących obie te funkcje. Dzieje się tak nie tylko ze względu na samoistną ewolucję obrotu, ale również przez wprowadzane w ostatnim czasie regulacje prawne w poszczególnych państwach.

Z uwagi na fakt, że emisja i obrót kryptoaktywami istnieje w rozproszonej sieci i odznacza się międzynarodowym przepływem świadczeń, mogą występować trudności w ustaleniu prawa właściwego dla określenia kwalifikacji kryptoaktywów, relacji kontraktowych zaistniałych pomiędzy emitentem (wystawcą) kryptoaktywa a jego nabywcą, czy też w następstwie dalszego obrotu – relacji na linii zbywca-nabywca. **W praktyce oznacza to, że relacje pomiędzy stronami transakcji są oparte na zaufaniu, a w przypadku ewentualnych sporów niemożliwe**

---

<sup>1</sup> [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat\\_ICO.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ICO.pdf)



**lub bardzo trudne staje się wyegzekwowanie praw i obowiązków na drodze formalnoprawnej.** Należy wyraźnie zaznaczyć, że wbrew powszechnej opinii stosunki prawne w ramach umów dotyczących kryptoaktywów nie są regulowane wyłącznie tzw.: „prawem kodu”, bez zastosowania powszechnie obowiązujących przepisów obowiązujących w jednej lub więcej jurysdykcji.

W obrocie kryptoaktywami istotne jest również podkreślenie, że zastosowanie prawa właściwego dla określenia stosunków cywilnoprawnych stron transakcji może pozostawać w całkowitym oderwaniu od administracyjnego prawa gospodarczego mającego zastosowanie do aktywności emitenta (wystawcy) kryptoaktywów lub pośrednika w obrocie oraz związanych z powyższymi kwestiami regulacyjnymi. Tym samym może dojść do różnej kwalifikacji tego samego zjawiska na podstawie różnych przepisów powszechnie obowiązujących. 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 kwalifikacji jego działalności lub emitowanego (wystawianego) kryptoaktywa na podstawie przepisów regulujących rynek finansowy w Polsce.

Niniejsze stanowisko zostało przygotowane w oparciu o obowiązujące przepisy prawa polskiego oraz przepisy prawa Unii Europejskiej, jak również raport Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (dalej: EBA)<sup>2</sup> i Porady Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (dalej: ESMA<sup>3</sup>).

UKNF dostrzega brak standaryzacji oraz pewności prawnej w podejściu do wykorzystania kryptoaktywów na polskim rynku finansowym. Celem niniejszego Stanowiska jest zatem 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, siedzibę platformy obrotu, nabywców lub też inne okoliczności formalnoprawne uzasadnione jest zastosowanie przepisów prawa polskiego. Emitowanie (wystawianie) kryptoaktywów oraz tokenizacja instrumentów finansowych może rodzić szereg zagadnień związanych z różnymi gałęziami prawa (cywilnego, podatkowego, handlowego itp.). Pozostaje to poza materią niniejszego Stanowiska.

---

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

<sup>3</sup> ESMA Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets 9 January 2019 [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391\\_crypto\\_advice.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf).



Stanowisko odnosi się jedynie do wybranych kwestii prawno-regulacyjnych, które zgodnie z art. 1 ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym pozostają we właściwości Komisji.

Z uwagi na nieuregulowany wprost status prawny kryptoaktywów, nabycie, korzystanie, a także obrót nimi może wiązać się z licznymi ryzykami, w tym w szczególności brakiem możliwości egzekucji roszczeń związanych z nabyciem danego kryptoaktywa, możliwością 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 zwracano uwagę 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 upewnić się co do możliwości prawnych egzekucji swoich uprawnień i obowiązków emitenta związanych z nabywanymi kryptoaktywami.

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

Prawna ocena oraz zdefiniowanie kryptoaktywów (w tym tokenów) 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 finansowego<sup>4</sup>. W związku z powyższym, emitenci (wystawcy) kryptoaktywów oraz podmioty pośredniczące w obrocie kryptoaktywami powinny przed rozpoczęciem planowanych czynności dokonać uważnej analizy środowiska 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 zapisane w tokenie odpowiadają prawom przysługującym z takiego instrumentu. Działania te pozwolą na dokonanie oceny, czy planowana aktywność emitenta/wystawcy kryptoaktywa nie będzie naruszać regulacji i czy tym samym istnieje ryzyko narażenia na odpowiedzialność karną.

---

<sup>4</sup> Cyfryzacja procesu nie może służyć zwłaszcza do wprowadzania rozwiązań, które w sposób intencjonalny służą do powszechnego pozyskiwania kapitału od inwestorów nieprofesjonalnych.



Stanowisko jest działaniem realizowanym w ramach Cyfrowej Agendy Nadzoru KNF.<sup>5</sup>

## 1. Definicje

---

Poniżej, na potrzeby Stanowiska, przedstawione zostały definicje zastosowanych w nim terminów, które mają ułatwić zrozumienie zagadnień omówionych w komunikacie. Nie są to definicje legalne – ich źródłem nie są przepisy prawa powszechnie obowiązującego, lecz obserwowana praktyka obrotu, przyjmowane rozumienie przez jego uczestników i zjawiska ekonomiczne w obszarze zastosowania technologii blockchain.



- **Blockchain** (pl. łańcuch bloków) – jeden z rodzajów technologii DLT, rejestr rozproszony i zdecentralizowany, działający w modelu open source, umożliwiający wykonywanie transakcji 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 blockchain. Blockchain wykorzystuje jednocześnie funkcje kryptograficzne oraz algorytmiczne do zapisu i synchronizacji danych w ramach sieci w stały sposób. Należy wskazać, że nie każdy rejestr rozproszonych danych wykorzystuje technologię Blockchain;<sup>6</sup> Blockchain, ze względu na swoje cechy może być – oprócz przechowywania danych transakcyjnych –, wykorzystywany również do innych celów, chociażby przechowywania dokumentacji, prowadzenia głosowań;
- **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;
- **Instrument finansowy** – prawa majątkowe, o których mowa w art. 2 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;

---

<sup>5</sup> [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Cyfrowa\\_agenda\\_nadzoru\\_68264.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Cyfrowa_agenda_nadzoru_68264.pdf)

<sup>6</sup> Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain, FinTech Note | No. 1, International Bank for Reconstruction and Development / the World Bank 2017.



- **Initial Coin Offering/Initial Token Offering (ICO/ITO)** – metoda finansowania przedsięwzięć gospodarczych, w której podmiot emituje tokeny (coiny) 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 zakładająca wykorzystanie wyspecjalizowanej platformy obrotu (giełdy kryptoaktywów) przy przeprowadzaniu emisji kryptoaktywów (tokenów);
- **Kryptoaktywo** – cyfrowe odwzorowanie istniejącej w rzeczywistości wartości ekonomicznej bądź wartości nieznajdującej odzwierciedlenia w realnym instrumencie bazowym, ale przyjmowanej umownie pomiędzy stronami transakcji ustalonej, zapisane z wykorzystaniem zabezpieczeń kryptograficznych przy wykorzystaniu technologii blockchain;
- **Papier wartościowy** – instrument, dla którego ogólne ramy regulacyjne wprowadza art. 921<sup>6</sup> kodeksu cywilnego na potrzeby ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, zdefiniowany w art. 3 pkt 1 tej ustawy;
- **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, art. 1 ust. 2 pkt 1) – 10);
- **Podmiot oferujący usługę udostępnienia portfela (ang. wallet provider)** – podmiot oferujący 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 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 Nielimitowana (liczby podmiotów do których jest oferowana). Kwalifikacja tokenów jako papierów wartościowych do chwili wprowadzenia rozwiązań prawnych będzie dokonywana odrębnie przez każdy uprawniony organ;
- **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 technologii rozproszonych rejestrów/Blockchain w celu odzwierciedlenia dobra/aktywa w postaci tokena wskazującego uprawnienia/obowiązki powiązane z pierwotnym aktywem (tokenizacja wtórna), bądź też w celu wykreowania tokenów nierozdzielnie połączonych z nowo stworzonym dobrem/aktywem (tokenizacja pierwotna)<sup>7</sup>;
- **Waluta FIAT** – prawne środki płatnicze emitowane przez banki centralne (waluta fiducjarna);
- **Whitepaper** – dokument przygotowany przez twórcę (emitenta) aktywa cyfrowego (kryptoaktywa), który nie posiada swojej legalnej definicji i dla którego nie został określony jednolity zakres informacji, który powinien być w nim opublikowany. W niektórych przypadkach emitenci wzorują go na dokumentach wymaganych Rozporządzeniem 2017/1129<sup>8</sup> jak również przepisami ustawy o ofercie publicznej. Dokument ten zazwyczaj uwzględnia m.in. warunki wprowadzenia do obrotu aktywa cyfrowego, opis architektury systemu stanowiącego podstawę dla funkcjonowania tego aktywa bądź też wskazanie systemu rozproszonych rejestrów, z którego korzysta aktywo, opis uprawnień inkorporowanych w aktywie, jak też sposób ich nabycia.



## Akty prawne

---

- ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (t.j. Dz.U. z 2019 r. poz. 1145 z późn. zm.) (dalej: KC lub Kodeks cywilny);
- ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. Kodeks karny (t.j. 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 (t.j. 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 (t.j. 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 (t.j. Dz.U. z 2020 r. poz. 180 z późn. zm.) (ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym lub UO);

---

<sup>7</sup> Ministerstwo Cyfryzacji –Token jako obligacja – grupa robocza ds. rejestrów rozproszonych i blockchain - 2019

<sup>8</sup> 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 uchylenia dyrektywy 2003/71/WE





- ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (t.j. 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 (t.j. 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 (t.j. 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 (t.j. 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 (t.j. Dz.U. z 2020 r. poz. 971 z późn. zm.) (dalej: ustawa o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz o finansowaniu terroryzmu lub ustawa AML);
- ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (t.j. Dz.U. z 2020 r. poz. 794) (dalej: ustawa o usługach płatniczych lub UoOP);
- ustawa z dnia 14 maja 2020 r. o zmianie niektórych ustaw w zakresie działań osłonowych w związku z rozprzestrzenieniem się wirusa SARS-CoV-2 (Dz.U. z 2020 r. poz. 875);
- ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (t.j. 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) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji (Dz.U. UE L 257/186);
- 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. U. UE L 257/186);
- 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.U. UE L 168/12) (dalej: Rozporządzenie Prospektowe).

## **2. Rodzaje tokenów i ich kwalifikacja prawna**

---

Rodzaje odzwierciedlonych uprawnień, jakie mogą być związane z posiadaniem tokenu, różnią się w zależności od rodzaju tokenu i woli jego wydawcy.

Jak wskazano powyżej, tokeny mogą odzwierciedlać różnorodne uprawnienia. Z tego względu nie jest możliwe pełne i wyczerpujące wyliczenie wszelkich istniejących w obrocie rodzajów tokenów.

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 tokens*), w ramach których wyróżnić można następujące rodzaje:
  - a) Tokeny, których celem jest nadanie uprawnień tożsamyh z uprawnieniami inkorporowanymi przez papiery wartościowe;
  - b) Tokeny, które z uwagi na inkorporowane w nich uprawnienia odpowiadają w pełni 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;

Mając na względzie fakt, że niektóre rodzaje tokenów mogą korelować z pozostającą w obszarze nadzoru Komisji sferą rynku finansowego, poniżej został zaprezentowany krótki 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 odmienna kwalifikacja prawna tokenów zależnie od praw, które są z nimi związane. Tym samym dany token może być uznany przykładowo za token użytkowy, czy też inwestycyjny lub płatniczy. Dwa tokeny wyemitowane na tym samym blockchainie i identyczne pod względem technologicznym potencjalnie mogą być różnorako zakwalifikowane, np. jeden jako znak legitymacyjny, drugi natomiast jako instrument inkorporujący uprawnienia zbliżone np. do papieru wartościowego lub instrumentu finansowego. Istnienie niektórych uprawnień przypisanych do danego tokenu zależy od spełnienia warunków formalnoprawnych wymaganych do powstania takiego uprawnienia (np. zachowanie szczególnej formy prawnej, dochowanie wymogów związanych z publiczną ofertą, spełnienie wymagań ustawowych dla określonego instrumentu finansowego).

Należy zwrócić uwagę, że funkcjonowanie rynku finansowego jest ściśle regulowane powszechnie obowiązującymi przepisami. Jako przykład należy wskazać art. 1 ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, gdzie ustawodawca określił zakres nadzoru nad tym rynkiem. Tak ścisła regulacja ma na celu zapewnienie wysokiego poziomu ochrony uczestników tego rynku (klientów), jak również dawać podmiotom jasne wytyczne na temat niezbędnego minimum regulacyjnego, do którego zachowania są obowiązani. Jednocześnie



pierwotne powody powstania ICO, STO, IEO związane są 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 chociażby z obowiązkami informacyjnymi, czy też koniecznością zaangażowania podmiotu profesjonalnego w proces emisji. Nie ogranicza to sytuacji, w których właściwe Państwo wprowadziło rozwiązania prawne, które umożliwiały przy zachowaniu szczegółowych wymogów legalne prowadzenie przedmiotowych procesów.

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

Jednocześnie 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 w stosunku do nabywców tokenu będzie opierała się zarówno na przepisach ogólnych, chociażby w zakresie art. 286 k.k., jak również ustaw szczególnych, które sankcjonują ewentualne naruszenia w zakresie przepisów rynku finansowego.

Należy także pamiętać, że oprócz naruszenia przepisów karnych, może dojść do naruszenia innych przepisów, które będą miały wpływ na kształt stosunku prawnego. Jako przykład należy wskazać art. 73 § 1 k.c.: 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 wypełniać 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 nie gwarantowanej przez żaden podmiot (np. Bitcoin);
- nienatywne – generowane przez zidentyfikowany podmiot na zasadach przez niego określonych (np. Ripple).<sup>9</sup>

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, aczkolwiek mogą być objęte innymi przepisami, chociażby ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy i przeciwdziałaniu terroryzmu, której wykonywanie 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 finansowej.

W przypadku tokenów nienatycznych do stwierdzenia podlegania bądź nie podlegania określonym regulacjom w sferze nadzoru finansowego sprawowanego przez Komisję Nadzoru Finansowego, niezbędna jest w każdym przypadku analiza warunków 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 natycznego) w rozumieniu art. 2 ust. 2 pkt 26 Ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu.*

### **Ocena przykładu nr 1**

Przedmiotowa aktywność nie podlega nadzorowi KNF. Tokenów płatniczych, które są generowane przez algorytm jako forma nagrody za udział w procesie zapewniania konsensusu / kopaniu, nie należy utożsamiać z pieniądzem elektronicznym, ponieważ są generowane autonomicznie przez sam algorytm i automatycznie nabywane ("wykopywane") przez użytkownika, a nie dystrybuowane użytkownikowi przez podmiot centralny z opcją odkupu.

Natomiast pieniądzem elektronicznym jest – zgodnie z art. 2 pkt 21a ustawy o usługach płatniczych – wartość pieniężna przechowywana elektronicznie, w tym magnetycznie, wydawana z obowiązkiem wykupu w celu dokonywania transakcji płatniczych, akceptowana

---

<sup>9</sup><http://www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-for-Financial-Markets.htm>, str. 12



przez podmioty inne niż wyłącznie wydawca pieniądza elektronicznego. Pieniądz elektroniczny jest środkiem płatniczym o stałej nominalnej wartości wpłaconym w zamian środkiem pieniężnym w danej walucie, wydawanym przez uprawniony do tego, licencjonowany 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 przykładzie nr 1 brak jest w szczególności centralnego podmiotu, który wydawałby pieniądz elektroniczny, jak również nie istnieje podmiot, który byłby obowiązany do wykupu jednostki waluty wirtualnej, który to wykup polega na żądaniu posiadacza w stosunku do wydawcy zwrotu określonych środków pieniężnych w wysokości przez niego żądanej (w proporcji 1 do 1).

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 dotyczące przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu. Nadal aktualny w tym zakresie pozostaje Komunikat UKNF w sprawie funkcjonowania giełd i kantorów kryptowalut z dnia 6 czerwca 2018 r.<sup>10</sup>.

## **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 odpowiadających posiadanym przez posiadacza tokenów płatniczych.*

## **Ocena przykładu nr 2**

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

---

<sup>10</sup>

[https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat\\_ws\\_funkcjonowania\\_gield\\_i\\_kantorow\\_kryptowalut\\_61993.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ws_funkcjonowania_gield_i_kantorow_kryptowalut_61993.pdf)



Emisja takich tokenów wymaga spełnienia wymagań przewidzianych w ustawie o usługach płatniczych dla podmiotów, które są uprawnione do wydawania pieniądza elektronicznego (uprawnienie takie posiadają banki, krajowe instytucje płatnicze oraz instytucje pieniądza elektronicznego).

Zgodnie z art. 150 ustawy o usługach płatniczych 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.

Przy emisjach tokenów, w odniesieniu do których wydawca zobowiązuje się do ich wykupu, należy również mieć na względzie możliwość naruszenia przepisów Prawa bankowego 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 i 3 Prawa bankowego, 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.

### **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, iż 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 chociażby po określonym czasie posiadacz tokenów jest uprawniony do żądania wydania mu określonej wartości, z którą wartość tokenów jest powiązana.

Jednocześnie pozostają w tym zakresie nadal aktualne wątpliwości, które zostały omówione w przykładzie nr 2 powyżej.



#### 4. Tokeny użytkowe (Utility Tokens)

---

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 uprawniają 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. k.c., które dotyczą instytucji przyrzeczenia publicznego. Ponieważ wydawca tokenów użytkowych przyrzeka nagrodę (m.in. możliwość skorzystania z rabatu, możliwość skorzystania z usługi) za wykonanie oznaczonej czynności (m.in. zakup tokenu, udzielenie wsparcia dla projektu), wydawca tokenów jest obowiązany dotrzymać przyrzeczenia. Jeśli nie doszło do stosownego ograniczenia przyrzeczenia, 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 związane jest z posiadaniem przez osobę tokenów.

Ponadto, ze względu na charakter i rolę tokenów użytkowych, które stwierdzają obowiązek świadczenia konkretnego podmiotu na rzecz ich posiadacza, a tym samym odpowiadają chociażby bonom lub voucherom, należy przyjąć, że będą klasyfikowane jako znaki legitymacyjne w rozumieniu art. 921<sup>15</sup> k.c. (ustawa ta 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 prawa



administracyjnego instrumentów. Powyższa ocena natomiast ulegnie zmianie w przypadku przypisania tokenom użytkowym dodatkowych uprawnień właściwym 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. Tokeny będą mogły być wydawane użytkownikom również w zamian za wzięcie udziału w dostępnych na platformie badaniach konsumenckich co do ich zwyczajów, obszarów zainteresowań. Ilość otrzymanych tokenów będzie adekwatna do aktywności użytkownika na platformie (ukończonych ankiet czy badań). Nie będzie jednak zależna od dalszych inwestycji użytkownika w platformę.*

*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 i wartość tokenów posiadanych przez użytkownika nie będzie zależna od zaangażowania użytkownika w działalność Spółki Y i zainwestowanych przez użytkownika środków. Tokeny 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 Y uprawnia do otrzymania usługi bądź produktu spośród zamkniętego ich katalogu stworzonego przez wydawcę tokenów. Proponowane przez Spółkę 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 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 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. 921 (6) - art. 921<sup>16</sup> k.c., zgodnie z art. 921<sup>15</sup> § 1 k.c.

Z uwagi na zakres uprawnień wynikających z przedmiotowego tokenów, nie będą się one wpisywały w katalog instrumentów określony w art. 2 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, który definiuje katalog instrumentów finansowych. 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, ponieważ oferowanie takich tokenów nie będzie wypełniało znamion chociażby oferowania akcji czy obligacji.

Należy zwrócić uwagę, iż 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 wsparcie, może wiązać się z wypełnieniem znamion przestępstwa z art. 286 § 1 k.k.: „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 opisuje 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 czy 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 k.k., ze względu na swój generalny charakter, może również mieć zastosowanie w odniesieniu do wydawania innych tokenów.<sup>11</sup>

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 UoPK, który określa, że ustawy nie stosuje się do umów zawieranych za pomocą automatów sprzedających lub zautomatyzowanych punktów sprzedaży, ponieważ wyłączenie to ma

---

<sup>11</sup> Kluczowe będzie ustalenie czy nastąpiło do wypełnienia przesłanek określonych w art. 286 k.k., który przewiduje że „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.”



zastosowanie do m.in. 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 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, a właściwie ukrytego charakteru inwestycyjnego (sytuacja taka może wystąpić m.in. w wypadku, gdy decydującym 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, które mogą mieć zastosowanie w odniesieniu do poszczególnych tokenów, co może być warunkowane ich konkretnymi właściwościami.

## 5. Tokeny inwestycyjne

---

W oparciu o zakres działalności podlegającej nadzorowi sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, można dokonać podziału tokenów inwestycyjnych na 4 grupy w zależności od rodzaju emitenta oraz uprawnień, których dane tokeny są nośnikiem:

- a) Tokeny, których celem jest nadanie uprawnień tożsamyh z uprawnieniami inkorporowanymi przez papiery wartościowe
- 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;

Należy przeanalizować istotę tokenów jako formy, w której inkorporowano prawa z papierów wartościowych lub instrumentu finansowego innego rodzaju.

Specyfika instrumentów finansowych (w tym papierów wartościowych) związana jest z faktem, iż regulacje UoOIF odnoszą się do obrotu instrumentami finansowymi, w szczególności za pośrednictwem podmiotów posiadających stosowne zezwolenia na



prowadzenie działalności regulowanej, będących instytucjami nadzorowanymi przez KNF. Przepisy UoOIF obejmują również obrót papierami wartościowymi kreowanymi (zgodnie z odpowiednimi przepisami krajowymi innych państw), który ma miejsce na terytorium Polski lub jest dokonywany z udziałem polskich instytucji finansowych.

**a) Tokeny, których celem jest nadanie uprawnień tożsamyh z uprawnieniami inkorporowanymi przez papiery wartościowe,**

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

- a) dokumentu (przy czym przepisy prawa dotyczące konkretnych papierów wartościowych mogą przewidywać wymogi szczególne co do treści dokumentu);
- b) w formie zdematerializowanej w rozumieniu art. 5 ust. 1 **UoOIF oraz art. 8 ust. 1 Ustawy o obligacjach**;
- c) w formie innej niż dokument, na podstawie odpowiednich przepisów.

W orzecznictwie oraz piśmiennictwie polskim dominuje 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 zasodom przewidzianym w prawie cywilnym dla obrotu rzeczą, jest możliwy wyłącznie w sytuacjach wyraźnie w przepisach przewidzianych. Podobnie 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 bowiem wskazane w art. 3 pkt 1 UoOIF i są nimi zbywalne papiery wartościowe wyemitowane na podstawie prawa polskiego lub obcego.

#### **Przykład nr 5**

*Spółka akcyjna „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, iż nabywcy tokenów X posiadając możliwość decydowania o kierunku rozwoju spółki i inwestycjach, będą współwłaścicielami spółki X. Spółka 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 instrumentu zbliżonego pod względem inkorporowanych uprawnień do papieru wartościowego, 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. Zdolność emisyjną posiada również spółka komandytowo-akcyjna.

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.

Wykreowanie akcji wiąże się z obowiązkiem spełnienia szeregu wymogów ustawowych. Zgodnie z art. 431 § 1 KSH podwyższenie kapitału zakładowego 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 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, cenę emisyjną, miejsce i termin wpłat na akcje, termin do którego zapisujący się na akcje przestaje być zapisem związany, termin ogłoszenia przydziału akcji). Zapis na akcje sporządza się w formie pisemnej na formularzu przygotowanym przez spółkę i 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.

Tym samym emisja akcji w formie subskrypcji otwartej jest procesem sformalizowanym, który dla swojej skuteczności wymaga spełnienia szczegółowych wymogów (pokrótce omówionych powyżej), 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 powyższym 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 X Spółka nadała uprawnienie do otrzymania części zysku spółki oraz – jak należy wnioskować – przyznanie prawa do głosowania na zgromadzeniu akcjonariuszy tej spółki. Przyznanie przez Spółkę nabywcom tokenów wynikających z KSH uprawnień akcjonariusza w sytuacji, gdy uprawnienia te w świetle prawa nie powstały, tj. nie zarejestrowano kapitału zakładowego, który prawa akcjonariusza miałyby reprezentować, stanowi obejście przepisów prawa w myśl art. 58 § 1 k.c.

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<sup>12</sup> 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 standardzie<sup>13</sup>, 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 ASO lub 4)

---

<sup>12</sup> 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.

<sup>13</sup> Przykładem standardu jest w standard ERC-20 – w którym tokeny są generowane na blockchainie Ethereum.



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 X wskazany w przykładzie nr 5, nie jest obecnie przewidziana przez przepisy prawa. Dokument akcji powinien być sporządzony na piśmie (328 § 1 ksh) lub w formie zdematerializowanej zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Aktualnie wydanie jedynie tokenów, który 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 papierami wartościowymi.

Kolejnym istotnym z perspektywy nadzoru działaniem jest sposób oferowania tokenów opisanego w przykładzie nr 5 przez emitenta lub innych uczestników obrotu. Zgodnie z art. 2 pkt 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) dokonany w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych.

Zakres obowiązków związanych z dokonaniem przedmiotowej oferty publicznej zależeć będzie 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 kierowana<sup>14</sup>. 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

---

<sup>14</sup> Patrz odpowiednio: art. 37a ust. 1 i 2 Ustawy o obrocie, art. 37b ust. 1 i 2 Ustawy o obrocie.



dotychczasowych 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 X 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, jak również potencjalnie Rozporządzeniu prospektowym. Dokonanie zaś publicznej oferty papierów wartościowych bez spełnienia wymogów określonych w Ustawie o ofercie i Rozporządzeniu prospektowym stanowi przestępstwo stypizowane m.in. w art. 99 ust. 1 - 4 i art. 100 Ustawy o ofercie. 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 zgodnie z przepisami Kodeksu spółek handlowych, nie będzie podstawy dla późniejszego podziału dywidendy.

**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 UCITS<sup>15</sup> oraz alternatywne fundusze inwestycyjne<sup>16</sup>, 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 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

---

<sup>15</sup> 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) implementowaną do polskiego porządku prawnego.

<sup>16</sup> 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 Tekst mający znaczenie dla EOG (Dz. U. UE L. L 257/186) implementowanej do polskiego porządku prawnego.



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 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 ustawie) jest 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 zagraniczne<sup>17</sup>, spółki zarządzające, zarządzający z UE)<sup>18</sup>. 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 (za pośrednictwem 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 różnych 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?*

---

<sup>17</sup> Stosownie do treści art. 2 pkt 9) Ustawy o Funduszach

<sup>18</sup> Stosownie do treści art. 2 pkt 44) Ustawy o Funduszach





## Ocena przykładu nr 6

W ocenie UKNF wyemitowanie tokenów, z którymi są związane uprawnienia do partycypacji w zyskach emitenta<sup>19</sup>, 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 działalność 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. We wskazanym przykładzie token zastępuje właściwy instrument, które mogą emitować wyłącznie przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania. Tytułami uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania mogą być natomiast 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 może 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 opisanym wyżej przypadku, gdyby emitentem Tokenów Z była spółka handlowa prowadząca działalność tożsamą z działalnością przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania stosownie to treści art. 8a oraz art. 8c ust. 1 Ustawy o Funduszach, za inwestorów takiego podmiotu (jako działalności prowadzonej w formie prawnej właściwej dla ASI) należałoby uznać, w zależności od formy prawnej spółki handlowej, podmiot, który posiada prawa uczestnictwa w tej spółce (akcje lub udziały).

UKNF wskazuje zatem, że niezależnie od formy prawnej emitenta aktywów cyfrowych (kryptoaktywów), wykonywanie działalności mającej za swój przedmiot emisję tokenów zawierające ww. uprawnienia jest działalnością tożsamą 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

---

<sup>19</sup> uzyskania przez nabywcę tokena korzyści ekonomicznej



przepisy Ustawy o Funduszach oraz wypełniającą znamiona czynu zabronionego, scharakteryzowanego w treści art. 287 ust. 1 Ustawy o Funduszach. Zgodnie bowiem z treścią art. 287 ust. 1 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 opisaney 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 uprawnień są w wysokim stopniu 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 charakterystyczna dla papierów wartościowych. Wystawcą instrumentu pochodnego mogą być również osoby fizyczne.

W kontekście omawianej materii należy zwrócić uwagę, iż prawa 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 umowy zapisanej w postaci smart kontraktu, który to smart kontrakt byłby instrumentem pochodnym.



### Przykład nr 8

*Podmiot Z zamierza stworzyć kryptoaktywo (Tokeny Z), których kurs będzie powiązany z wartością złota, zgodnie z opisującym je dokumentem (np. w tzw. Whitepaper). Jeden Token Z ma reprezentować jedną uncję trojańską czystego złota, które jest nabywane przez wydawcę tokenów. Spółka Z zapewnia posiadaczom Tokenów Z dwie możliwości ich zbycia: zlecenie sprzedaży przechowywanego przez depozytariusza złota i w konsekwencji uzyskanie Waluty FIAT o równowartości posiadanych tokenów lub fizyczną dostawę złota o równowartości posiadanych tokenów w terminie dwóch tygodni od złożenia dyspozycji. Ponadto Token Z może także być przedmiotem handlu na giełdzie kryptowalut. Czy istnieje ryzyko, że czynności Podmiotu Z będą stanowiły 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.

Tokeny Z mają charakter inwestycyjny i wypełniają definicję instrumentu pochodnego wskazaną w art. 3 pkt 28a Ustawy o obrocie, jako że stanowią one prawo majątkowe, którego cena zależy od ceny towaru, którym w tym przypadku jest uncja trojańska czystego złota. Ponadto, możliwość zlecenia sprzedaży pozwala natomiast na zaklasyfikowanie Tokenów Z jako instrumentu finansowego, o którym mowa w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. d UoOIF<sup>20</sup>.

Należy zauważyć, że modyfikacja niektórych założeń w konstrukcji kryptoaktywa wskazanych w dokumentach go opisujących (*whitepaper*) może diametralnie zmienić jego charakter, a co za tym idzie, uznanie go za daną instytucję prawną wskazaną w powszechnie obowiązujących przepisach prawa. W konsekwencji powyższego zmiany mogą ulec prawa i obowiązki podmiotów nabywających dane kryptoaktywo.

Uznanie Tokenów Z za instrument finansowy w rozumieniu UoOIF oznacza, że zastosowanie mają zarówno odpowiednie przepisy UoOIF, z czym wiążą się dodatkowe obowiązki nałożone zarówno na podmioty dokonujące czynności związanych z obrotem instrumentami finansowymi. Prowadzenie działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, w tym wykonywanie zleceń, stanowi działalność regulowaną i podlega nadzorowi Komisji.

Obowiązek uzyskania odpowiedniego zezwolenia przez podmioty prowadzące działalność maklerską oraz objęcie ich nadzorem sprawowanym przez Komisję ma na celu zabezpieczenie interesu uczestników rynku. Podmioty te zobowiązane są działać w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz zgodnie z najlepiej pojętymi interesami jej klientów. Owe zabezpieczenie realizowane jest m.in. poprzez zatrudnianie osób posiadających odpowiednie wykształcenie oraz doświadczenie, posiadanie odpowiednich

---

<sup>20</sup> 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.



rozwiązań technicznych i organizacyjnych, a także posiadanie oraz przestrzeganie szeregu regulacji wewnętrznych zgodnych z powszechnie obowiązującymi przepisami prawa polskiego oraz unijnego, dotyczących m.in. wymogów ostrożnościowych, zarządzania ryzykiem (compliance, tj. nadzoru zgodności działalności z prawem) w zakresie m.in. zarządzania konfliktami interesów czy ochrony przepływu informacji poufnych.

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

**Przykład nr 9**

*Spółka X będąc spółką z ograniczoną odpowiedzialnością informuje klientów w dokumencie whitepaper, że zamierza wydać inwestorom tokeny, które będą stanowić stokenizowane udziały w tej spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, które będą inkorporować prawa wynikające z udziału w tej spółce.*

**Ocena przykładu 9**

Na wstępie UKNF wskazuje, że obrót udziałami w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością nie podlega nadzorowi Komisji.

Niemniej jednak UKNF zwraca uwagę na przepis art. 174 § 6 KSH, zgodnie z którym na udziały lub prawa do zysku w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością nie mogą być wystawiane dokumenty na okaziciela, jak również dokumenty imienne lub na zlecenie. W związku z powyższym, w ocenie Urzędu, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością nie może wystawiać tokenów, które miałyby reprezentować udział w tejże spółce, w tym również prawo do udziału w zysku, w celu ułatwienia obrotu powyższymi prawami.

Ponadto, zgodnie z art. 180 § 1 KSH, 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.

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, iż pośrednictwo w inwestowaniu w instrumenty finansowe stanowi przedmiot reglamentacji oraz nadzoru państwowego. 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.

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 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 ustawie, prowadzi działalność w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, podlega grzywnie do 5 000 000 zł. Tym samym w braku stosownego zezwolenia i uznania tokenów inwestycyjnych za instrumenty finansowe osoba prowadząca taką działalność zagrożona jest karą grzywny.

Co więcej, zgodnie z art. 171 ust. 1 Prawa bankowego, 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 5.

\*\*\*\*

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



## **Pouczenie**

- 1. Stanowisko nie wyłącza stosowania powszechnie obowiązujących przepisów prawa, które nie zostały w Stanowisku wyszczególnione.**
- 2. Stanowisko nie jest źródłem prawa, lecz źródłem poznania przepisów prawa (poznania norm) 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 aktywności.**
- 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.**

Działanie realizowane w ramach:



Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

ul. Piękna 20

00-549 Warszawa

[www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)