

Rafał Włoczka

Uniwersytet Jagielloński, Kraków

rafal.wloczka@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0009-0000-7729-5036>

Wpływ przyjętego modelu rozliczenia instrumentów pochodnych od kryptoaktywów na ich kwalifikację jako instrumentów finansowych

<http://dx.doi.org/10.12775/SIT.2025.010>

1. Uwagi wprowadzające

W ostatnich latach na rynkach finansowych rozpowszechniły się nowe klasy praw majątkowych – kryptoaktywa, a wraz z nimi nowe produkty finansowe, np. instrumenty pochodne od kryptoaktywów¹ (tzw. kryptoderywaty). Do najpopularniejszych kryptoderywatów należą kontrakty terminowe (ang. *futures*), opcje i kontrakty bezterminowe (ang. *perpetual futures*)².

Prawidłowa klasyfikacja i regulacja takich aktywów jest istotna, gdyż wiąże się one z ryzykiem dla inwestorów detalicz-

¹ Zob. przykładowo ofertę kontraktów typu *future* oferowanych przez Coinbase, <https://www.coinbase.com/advanced-trade/crypto-futures> (dostęp: 6.11.2024 r.), ofertę instrumentów pochodnych od kryptoaktywów oferowanych przez Binance, <https://www.binance.com/en/futures/home> (dostęp: 6.11.2024 r.), ByBit, <https://www.bybit.com/derivatives/en/derivatives-home> (dostęp: 6.11.2024 r.).

² J. Wyczik, w: *FinTech. Nowe technologie w sektorze bankowym*, red. K. Szpyt, Warszawa 2024, s. 89.

nych. Wskazywał na to brytyjski urząd nadzoru finansowego³, który wprowadził zakaz oferowania instrumentów pochodnych od kryptoaktywów dla inwestorów detalicznych⁴. W ocenie FCA podjęta decyzja może zaoszczędzić brytyjskim klientom rynku usług inwestycyjnych od 75 do 234 milionów funtów brytyjskich potencjalnych strat, które ci mogliby ponieść wskutek inwestowania w instrumenty pochodne od kryptoaktywów⁵.

W pierwszej kolejności należy wskazać, że kryptoaktywa stanowią przedmiot praw majątkowych⁶, a przez to mogą być instrumentem bazowym. Spostrzeżenie to znajduje potwierdzenie w ocenie dokonanej przez francuski organ nadzoru nad rynkiem finansowym⁷, a także Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych⁸. W związku z tym niniejsze opracowanie ma na celu przeanalizowanie konstrukcji instrumentów pochodnych od kryptoaktywów w kontekście regulacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi⁹ oraz dyrektywy 2014/65/UE w sprawie

³ Dalej: FCA.

⁴ Financial Conduct Authority, *Prohibiting the sale to retail clients of investment products that reference cryptoassets*, Policy Statement. PS20/10, październik 2020 r., <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps20-10-prohibiting-sale-retail-clients-investment-products-reference-cryptoassets> (dostęp: 6.11.2024 r.).

⁵ Ibidem, s. 25.

⁶ Zob. art. 3 ust. 1 pkt 5 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/1114 z dnia 31 maja 2023 r. w sprawie rynków kryptoaktywów oraz zmiany rozporządzeń (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 1095/2010 oraz dyrektyw 2013/36/UE i (UE) 2019/1937, Dz.U.UE. L. z 2023 r. Nr 150, str. 40; dalej: rozporządzenie MiCA.

⁷ L'Autorité des marchés financiers, *Analyse sur la qualification juridique des produits dérivés sur crypto-monnaies*, 22 lutego 2018 r., s. 3, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/analyse-sur-la-qualification-juridique-des-produits-derives-sur-crypto-monnaies> (dostęp: 6.11.2024 r.).

⁸ Dalej: ESMA; ESMA, *Consultation paper on the draft guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, ESMA75-453128700-52, 29 stycznia 2024 r., s. 15, <https://www.esma.europa.eu/document/consultation-paper-draft-guidelines-conditions-and-criteria-qualification-crypto-assets> (dostęp: 6.11.2024 r.).

⁹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, tekst jednolity: Dz.U. z 2023 r. poz. 646 z późn. zm.; dalej: u.o.i.f. lub ustawa o obrocie instrumentami finansowymi.

rynków instrumentów finansowych¹⁰. Konieczność pochylenia się nad tym zagadnieniem uwidocznia fakt, że w najnowszej literaturze prawniczej w dalszym ciągu wskazuje się na brak wystarczającej pewności prawnej dotyczącej kryptoderywatów¹¹.

Obecnie objęcie kryptoderywatów ramami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi zależy od wybranej metody ich rozliczenia. Różnica ta jest szczególnie widoczna w przypadku rozliczenia owych instrumentów z wykorzystaniem stablecoinów, które może wpływać na kwalifikację danego prawa majątkowego jako instrumentu finansowego lub nie (zob. pkt 3 poniżej).

2. Analiza istoty prawnej instrumentów pochodnych jako instrumentów finansowych

Prawidłowa kwalifikacja danego prawa majątkowego jako instrumentu finansowego jest kluczowa z perspektywy reglamentacji działalności podmiotów, które oferują dokonywanie niektórych czynności prawnych ich dotyczących. Świadczenie tzw. usług maklerskich¹² wymaga bowiem uzyskania zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego¹³. Wymóg ten wiąże się z koniecznością zapewniania wysokiego poziomu ochrony uczestnikom rynku finansowego, którzy korzystając z usług maklerskich, narażają swoje środki finansowe¹⁴. Reglamentacja świadczenia usług maklerskich sprawia, że możliwe jest dążenie do zapewnienia prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bez-

¹⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (wersja przekształcona), Dz.U.UE. L. z 2014 r. Nr 173, str. 349 z późn. zm.; dalej: MiFID II.

¹¹ A. Bilski, w: A. Bilski, R. Kiełbus, *Kryptoaktywa i blockchain. Technologia, prawo, biznes*, Warszawa 2024, s. 125.

¹² Tzn. czynności, o których mowa w art. 69 ust. 2 i 4 u.o.i.f.

¹³ Dalej: KNF.

¹⁴ P. Wajda, w: *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2023, Legalis, Komentarz do art. 69, nb. 2.

pieczeństwa, przejrzystości oraz ochrony podmiotów działających na rynku usług inwestycyjnych¹⁵.

Poddanie rynku usług inwestycyjnych nadzorowi KNF powoduje, że podmioty świadczące czynności maklerskie muszą zapewnić spełnienie szeregu wymagań regulacyjnych. Wymogi te odnoszą się zarówno do sfery „wewnętrznej” danego podmiotu, wpływając m.in. na sprawy zatrudnienia, zapewniania bezpieczeństwa usług, organizacji i zarządzania ryzykiem związanym ze świadczonymi usługami, obowiązkami sprawozdawczymi i audytowymi, jak i do sfery „zewnętrznej”, wpływając m.in. na zasady prowadzenia działalności oraz świadczenia usług klientom. Regulacje te są rozbudowane i zostały określone m.in. w art. 82a–83k, art. 86–88 u.o.i.f., rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 24 września 2024 r.¹⁶, aktach normatywnych dot. zarządzania ryzykiem ICT, w tym w szczególności określonych rozporządzeniem 2022/2554¹⁷, a także wymogami wynikającymi z poszczególnych aktów prawa krajowego, jak i unijnego oraz stanowisk organów nadzoru, stanowiących akty prawne typu *soft law*.

Tym samym należy stwierdzić, że świadczenie usług maklerskich może rodzić konieczność sprostania wygórowanym standardom regulacyjnym. Jeżeli jednak oferowane produkty finansowe nie stanowią instrumentów finansowych (jak w przypadku niektórych modeli rozliczeń kryptoderywatów), wymogi te nie znajdują zastosowania, a działalność w tym zakresie nie podlega regulacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

¹⁵ Zob. cele nadzoru sprawowanego przez KNF nad rynkiem finansowym określone w art. 2 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, tekst jednolity: Dz.U. z 2024 r. poz. 135; dalej: ustawa o nadzorze.

¹⁶ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2024 r. w sprawie szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków państwowych prowadzących działalność maklerską, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych, Dz.U. z 2024 r. poz. 1423.

¹⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2554 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie operacyjnej odporności cyfrowej sektora finansowego i zmieniające rozporządzenia (WE) nr 1060/2009, (UE) nr 648/2012, (UE) nr 600/2014, (UE) nr 909/2014 oraz (UE) 2016/1011, Dz.U.UE. L. z 2022 r. Nr 333, str. 1 z późn. zm.; dalej: rozporządzenie DORA.

Artykuł 3 pkt 28a u.o.i.f. nie wprowadza klasycznej definicji normatywnej pojęcia instrumentu pochodnego, lecz dokonuje swobodnego wyliczenia możliwych przykładów tego rodzaju instrumentów. Takiej definicji brakuje również na poziomie prawa unijnego¹⁸. Przepis ten pozwala jednak zrekonstruować istotę instrumentów pochodnych poprzez wskazanie elementów charakterystycznych dla tego rodzaju zobowiązań¹⁹. W tym świetle instrumentem pochodnym jest prawo majątkowe, którego wartość jest uzależniona od czynników zewnętrznych. Wierzytelność, która może wynikać z instrumentu pochodnego, jest prawem majątkowym, którego wartość zależy od ceny lub wartości instrumentu bazowego²⁰.

Powyższe wpływa na delimitację pojęcia instrumentu finansowego, które również nie doczekało się wypracowania klasycznej definicji na poziomie prawa krajowego lub unijnego²¹. Podobnie judykatura unijna, w odróżnieniu od sądownictwa w Stanach Zjednoczonych²², nie wypracowała jeszcze orzeczniczej definicji instrumentów finansowych.

Należy zauważyć, że ustawodawca, wprowadzając katalog instrumentów finansowych w art. 2 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f., nie odwołał się do zdefiniowanego ustawowo pojęcia instrumentu pochodnego, lecz dokonał ich specyficznego opisu. Innymi słowy, nie wszystkie instrumenty pochodne są instrumentami finansowymi w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Uważam, że zabieg ten jest celowy, gdyż podkreśla, iż pojęcie instrumentu pochodnego niekoniecznie musi zawierać się w pojęciu instrumentu finansowego. Definicja instrumentu pochodnego będącego

¹⁸ ESMA, *Consultation paper on the draft guidelines*, s. 6.

¹⁹ W przypadku instrumentów pochodnych w doktrynie wskazuje się, że należyte jest traktowanie ich jako zobowiązań. Zamiast wielu zob. P. Tereszkiewicz, w: *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa handlowego*, t. 4, red. M. Stec, Warszawa 2016, Legalis, rozdział 17: Instrumenty pochodne, nb. 17.

²⁰ P. Wajda, M. Wierzbowski, K. Zaradkiewicz, w: *Ustawa o obrocie instrumentami*, Legalis, komentarz do art. 3, nb. 304; wyrok SN z dnia 2 grudnia 2005 r., II CK 287/05, Lex nr 181251.

²¹ A. Chłopecki, *Umowa jako instrument finansowy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2022, nr 10, s. 4.

²² Zob. wyrok Sądu Najwyższego USA z dnia 27 maja 1946 r., *SEC v. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).

instrumentem finansowym zakłada bowiem, że jest to „instrument pochodny”, który musi być rozliczany w określany sposób (fizyczny lub pieniężny). Podobną różnicę w definiowaniu instrumentów finansowych i instrumentów pochodnych można zaobserwować na poziomie prawa unijnego²³.

Powyższa obserwacja jest naturalną konsekwencją lektury przepisu art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c u.o.i.f., który stanowi, że instrumentami finansowymi są instrumenty pochodne, które mogą być rozliczane przez dostawę instrumentu bazowego lub poprzez rozliczenie pieniężne. Tym samym instrumenty pochodne od kryptoaktywów, które są rozliczane poprzez dostawę kryptoaktywa niekwalifikującego się jako środki pieniężne, a jednocześnie innego niż instrument bazowy, nie stanowią instrumentów finansowych. Brakuje bowiem wtedy elementu rozliczenia pieniężnego albo fizycznego.

Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nie definiuje również pojęcia instrumentu bazowego. W tym miejscu należy wskazać, że nieuprawnione jest rozciąganie pojęcia instrumentu bazowego w sposób funkcjonalny, tak aby obejmowało ono całe klasy aktywów, a nie konkretne prawo majątkowe, od którego instrument pochodny czerpie swoją wartość. W istocie rozliczenie instrumentu pochodnego od kryptoaktywa (np. kontraktu typu *futures* dotyczącego bitcoina²⁴) poprzez dostawę innego kryptoaktywa nie jest rozliczeniem „fizycznym” tego instrumentu pochodnego. Przyjęcie założenia odmiennego, opartego na funkcjonalnym rozumieniu „instrumentu bazowego”, byłoby sprzeczne z istotą i funkcją instrumentów pochodnych rozliczanych fizycznie, w ramach których strony danej umowy chcą, aby jej realizacja doprowadziła do przysporzenia majątkowego dla jednej z nich w postaci dostawy określonego dobra (co częstokroć wynika z zapotrzebowania biznesowego danego podmiotu²⁵).

²³ Definicja instrumentu pochodnego będącego instrumentem pochodnym z art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c u.o.i.f. jest bowiem zbliżona do definicji zawartej w pkt 4 Sekcji C Załącznika I do MiFID II.

²⁴ Dalej: BTC.

²⁵ Zob. A. Chłopecki, w: *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2001, Lex, 13.2. Charakter świadczenia z transakcji terminowej.

3. Instrumenty pochodne od kryptoaktywów – problematyka rozliczenia

Dla przejrzystości poniższego wywodu i jego odniesienia do realiów gospodarczych występowania tzw. kryptoderywatów w obrocie na wstępie chciałbym zaznaczyć, że poniższe rozważania dotyczą instrumentów pochodnych od kryptoaktywów mających za instrument bazowy kryptoaktywa inne niż tokeny powiązane z aktywami lub tokeny będące pieniądzem elektronicznym (np. BTC lub Ether²⁶).

3.1. Rozliczanie instrumentów pochodnych – wprowadzenie

W praktyce instrumenty pochodne od kryptoaktywów mogą być rozliczane pieniężnie bądź też przez dostawę aktywa bazowego, a także, co zdaje się najciekawszym jurydycznie, a najczęstszym praktycznie przypadkiem, przez dostawę innego kryptoaktywa (np. kontrakt typu *futures* BTC rozliczany poprzez dostawę stablecoina).

3.2. Instrumenty pochodne z rozliczeniem pieniężnym

W przypadku instrumentów pochodnych z rozliczeniem pieniężnym można zasadniczo przyjąć, że „kierunek” i wysokość świadczenia, tj. określenie tego, kto będzie zobowiązany oraz w jakiej wysokości, zależą od wartości aktywa bazowego w momencie rozliczenia transakcji²⁷. Rozliczenie tego rodzaju czyni dany instrument pochodny umową dyferencyjną, gdyż świadczenie stron można sprowadzić do obowiązku zapłaty różnicy w wartości instrumentu bazowego z dnia rozliczenia z wartością zakładaną w treści instrumentu pochodnego²⁸.

²⁶ Dalej: ETH.

²⁷ Zob. w odniesieniu do transakcji terminowych: P. Tereszkievicz, w: *Prawo instrumentów*, Legalis, rozdział 17: Instrumenty pochodne, nb. 151.

²⁸ A. Powierża, *Transakcja terminowa jako umowa gwarancyjna*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 1, s. 40.

W takim wypadku niekontrowersyjne jest stwierdzenie, że mamy do czynienia z instrumentem finansowym. W związku z tym świadczenie usług z nimi związanych, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1–9 u.o.i.f., podlega ramom prawnym ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

3.3. Instrumenty pochodne z rozliczeniem niepieniężnym poprzez dostawę fizyczną aktywa bazowego *off-chain* oraz *on-chain*

W przypadku rozliczenia instrumentu pochodnego w sposób fizyczny *off-chain* rozliczenie następuje poprzez udostępnienie wierzycielowi informatycznego nośnika danych (np. pendrive'a), na którym zapisane są dane umożliwiające pozyskanie określonych kryptoaktywów (tzw. klucze do portfeli kryptoaktywów). Zobowiązanie dłużnika w takiej sytuacji zostanie prawidłowo wykonane w momencie, w którym dokona on przeniesienia posiadania rzeczy (tu: nośnika informatycznego).

Cywilistyczne konstrukcje prawa rzeczowego w omawianym przykładzie mogą jednak odgrywać jedynie rolę pomocniczą na zasadzie analogii. Jest to konsekwencją tego, że art. 336 i n. Kodeksu cywilnego²⁹ traktują o przeniesieniu posiadania „rzeczy”. Tym samym reżimu tego nie można stosować wprost z tego względu, że kryptoaktywa nie stanowią „rzeczy” w rozumieniu art. 45 k.c., co jest szeroko akceptowane w polskim piśmiennictwie³⁰.

Fizyczne rozliczenie instrumentów pochodnych od kryptoaktywów może odbywać się również cyfrowo z wykorzystaniem sieci *blockchain* (ang. *on-chain*). Może to następować w dwójna-

²⁹ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, tekst jednolity: Dz.U. z 2024 r. poz. 1061 z późn. zm.; dalej: k.c.

³⁰ Zob. m.in. K. Zacharzewski, *Obrót walutami cyfrowymi w reżimie obrotu instrumentami finansowymi*, „Przegląd Sądowy” 2017, nr 11–12, s. 146–148; J. Kuźmicka-Sulikowska, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Warszawa 2023, Legalis, komentarz do art. 45, nb. 3; M. Balwicka-Szczyrba, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. A. Sylwestrzak, Warszawa 2022, s. 116.

sób – poprzez dokonanie transferu kryptoaktywów bądź poprzez odpowiednie ukształtowanie praw i obowiązków stron w ramach *smart-kontraktu*³¹, będącego podstawą prawną zobowiązania powstałego między stronami.

W przypadku fizycznego rozliczenia kryptoderywatów poprzez złożenie odpowiedniego zlecenia transferu kryptoaktywów przez dłużnika na rzecz wierzyciela do zaspokojenia wierzyciela dochodzi w momencie, w którym „rachunek” kryptoaktywów (tzw. portfel) wierzyciela zostanie uznany ustaloną kwotą kryptoaktywa (instrumentu bazowego), które jest przedmiotem rozliczenia między stronami.

W mojej ocenie transfer kryptoaktywów będzie wymagać dokonania „wpisu” na rachunku/portfelu kryptoaktywów wierzyciela. Wpis taki będzie miał swoją podstawę faktyczną (techniczną) w określonym przez dany łańcuch bloków mechanizmie konsensusu. Walidacja danej czynności prawnej rozporządzającej prawem będzie prowadzić do „nadpisania” danego łańcucha bloków, tym samym dokonując surogatu uznania rachunku, będąc jednocześnie składową quasi-realnej czynności prawnej rozporządzenia kryptoaktywami. Rozwiązanie to jest konstrukcyjnie zbliżone do zapisu papierów wartościowych na rachunku papierów wartościowych, gdzie wpisowi na rachunku papierów wartościowych przyznaje się quasi-realny charakter, zbliżony do „wydania” papierów wartościowych mających formę materialną³². Należy zwrócić

³¹ Samo pojęcie i problematyka *smart-kontraktów* pozostaje poza zakresem przedmiotowym niniejszego artykułu. Przez pojęcie to można rozumieć „[...] algorytmiczne ujęcie transakcji (umowy) w postaci kodu źródłowego programu komputerowego, zabezpieczonego kryptograficznie lub w inny sposób, której jedną z głównych cech jest samowykonalność” (tak M. Pecyna, A. Behan, *Smart-contracts – nowa technologia prawa umów?*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2020, nr 3, s. 188). Szersze omówienie problematyki *smart-kontraktów* zob. ibidem; K. Kowacz, K. Wielgus, *Smart kontrakty w prawie umów*, Kraków 2021; K. Werbach, N. Cornell, *Contracts ex machina*, „Duke Law Journal” 2017, t. 67, s. 313–382; M. Raskin, *The law and legality of smart contracts*, „Georgetown Law Technology Review” 2017, t. 1–2, s. 305–341.

³² Zob. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, s. 395; A. Opalski, *Prosta spółka akcyjna – nowy typ spółki handlowej*, cz. II, „Przegląd Prawa Handlowego” 2019, nr 12, s. 5; M. Michalski, w: *Ustawa o obrocie instrumentami*, Legalis, komentarz do art. 7, nb. 19.

uwagę, że wskazany quasi-realny skutek wpisu występuje również przy stokenizowanych papierach wartościowych zapisanych na rachunkach prowadzonych w technologii rozproszonego rejestru³³.

Drugi scenariusz, który należy poddać analizie, polega na rozliczaniu instrumentów pochodnych od kryptoaktywów z wykorzystaniem *smart*-kontraktu. Przez to pojęcie należy rozumieć program komputerowy stosowany do automatycznego wykonywania umowy lub jej części, używający sekwencji elektronicznych rekordów danych i zapewniający ich integralność oraz dokładność ich chronologicznego uporządkowania³⁴.

Potencjalna atrakcyjność praktycznego wykorzystania *smart*-kontraktów wynika z ich cech konstrukcyjnych, które zapewniają zautomatyzowaną, bezpieczną i transparentną metodę spełniania świadczeń i wykonywania zobowiązań³⁵.

Jednakże, dla osiągnięcia wskazanych powyżej zalet *smart*-kontraktów, ich zastosowanie wymagałoby uprzedniego zabezpieczenia pełnej puli aktywów odpowiadającej wysokości zobowiązania dłużnika. Z tego względu w nauce prawa prywatnego można odnaleźć poglądy porównujące *smart*-kontrakty do cech jurydycznych rachunków typu *escrow*, gdyż mogą one wiązać się z koniecznością zdeponowania określonych aktywów przez dłużnika. Środki te zostają następnie rozdysponowane przez algorytm w sposób w nim określony, po zaistnieniu określonych okoliczności³⁶.

Mając na uwadze powyższe, uważam, że instrumenty pochodne od kryptoaktywów, których rozliczenie następuje w sposób fizyczny (niezależnie od tego, czy rozliczenie to następuje *off-chain*, czy *on-chain*), poprzez dostawę instrumentu bazowego, kwalifikują się jako instrumenty finansowe. Owe kryptoderywaty spełniają bowiem definicję instrumentu finansowego poprzez swój model

³³ Art. 131t ust. 2 w zw. z art. 7 ust. 2 u.o.i.f.

³⁴ Zob. art. 2 pkt 39 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/2854 z dnia 13 grudnia 2023 r. w sprawie zharmonizowanych przepisów dotyczących sprawiedliwego dostępu do danych i ich wykorzystywania oraz w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) 2017/2394 i dyrektywy (UE) 2020/1828 (akt w sprawie danych), Dz.U.UE. L. z 2023 r. poz. 2854.

³⁵ K. Kowacz, K. Wielgus, op.cit., s. 18–21.

³⁶ K. Werbach, N. Cornell, op.cit., s. 344–345.

rozliczenia. W związku z tym świadczenie usług z nimi związanych, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1–9 u.o.i.f., podlega pod regulację ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

3.4. Rozliczenie instrumentów pochodnych od kryptoaktywów za pomocą dostawy kryptoaktywa innego niż aktywo bazowe

Niektóre tzw. giełdy kryptowalut oferują możliwość zawierania umów skonstruowanych na wzór tradycyjnych pochodnych instrumentów finansowych mających za aktywo bazowe kryptoaktywa, które są rozliczane za pomocą innego kryptoaktywa. W tym wypadku instrument bazowy nie jest aktywem tożsamym z aktywem rozliczenia transakcji. Niewłaściwe byłoby zatem kwalifikowanie takich umów jako pochodnych instrumentów finansowych z fizycznym rozliczeniem transakcji (z uwagi na różnicę między aktywem bazowym a sposobem rozliczenia transakcji).

Analiza tego zagadnienia wymaga pochylenia się nad różnymi rodzajami kryptoaktywów, za pomocą których może być dokonane rozliczenie transakcji. Należy bowiem zauważyć, że dostawa kryptoaktywa kwalifikującego się jako token powiązany z aktywami³⁷, token będący e-pieniędzem³⁸ oraz token niebędący ART lub EMT³⁹ może różnorodnie wpływać na kwalifikację prawną całego instrumentu pochodnego. Rozróżnienie to jest szczególnie istotne z uwagi na fakt, że tokenom EMT został przypisany przymiot pieniądza elektronicznego⁴⁰ (zob. poniżej).

Niniejsze rozważania rozpocznę od analizy rozliczenia kryptoaktywów poprzez dostawę tokenów ART innych niż aktywo bazowe instrumentu pochodnego.

Natura prawna tokenów kwalifikujących się jako ART sprowadza się do tego, że ich wartość jest powiązana z inną wartością lub

³⁷ Dalej: ART.

³⁸ Dalej: EMT.

³⁹ Niniejsza analiza obejmuje owe trzy kategorie kryptoaktywów, podążając w tym względzie za klasyfikacją przyjętą na gruncie rozporządzenia MiCA.

⁴⁰ Art. 48 ust. 2 rozporządzenia MiCA.

prawem bądź ich kombinacją. Tokeny tego rodzaju mają utrzymywać wartość „stabilną”⁴¹, przez co należy rozumieć wartość niepodlegającą znaczącym fluktuacjom⁴². Tokeny ART nie stanowią środków płatniczych ani nie mają służyć wykonywaniu płatności. Przemawia za tym nie tylko ich konstrukcja (która może nie referować wartości do żadnej waluty urzędowej), lecz także pośrednia wypowiedź prawodawcy unijnego, który wskazuje, że tokeny powiązane z aktywami mogą być szeroko wykorzystywane przez posiadaczy do przenoszenia wartości lub jako środek wymiany⁴³. Jest znamienne, że prawodawca unijny nie wskazał na funkcję płatniczą ART, co uczynił pośrednio, dokonując opisu EMT (motyw nr 18 rozporządzenia MiCA).

Różnice w przeznaczeniu obu rodzajów kryptoaktywów (ART i EMT) uwypukla również porównanie brzmienia definicji EMT, która zmieniała się na przestrzeni prac legislacyjnych. W pierwszej wersji propozycji legislacyjnej rozporządzenia MiCA⁴⁴ brzmienie art. 3 ust. 1 pkt 4 projektu rozporządzenia MiCA zakładało, że tokeny EMT mają być wykorzystywane głównie jako „środek wymiany”. Wskazana cecha definicyjna tokenów EMT została porzucona w procesie prac legislacyjnych, aczkolwiek zachowała się w motywie nr 40 rozporządzenia MiCA w odniesieniu do tokenów ART. Daje to asumpt do uznania, że prawodawca unijny w sposób zamierzony odróżnia funkcję płatniczą tokenów EMT od ogólnej funkcji „wymiany” tokenów ART⁴⁵.

⁴¹ Art. 3 ust. 1 pkt 6 rozporządzenia MiCA.

⁴² Podzielam obserwację T. Tomczaka, który zwraca uwagę na to, że rozporządzenie MiCA wskazuje na cechę tokenów ART, jaką ma być utrzymywanie stabilnej wartości, jednocześnie dopuszczając możliwość referowania wartości tokenu ART wobec aktywów lub praw nieposiadających stabilnej wartości; zob. T. Tomczak, *Crypto-assets and crypto-assets' subcategories under MiCA Regulation*, „Capital Markets Law Journal” 2022, nr 3, s. 374; idem, *Ewolucja definicji kryptoaktywów w projekcie rozporządzenia MiCA*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2023, nr 3, s. 40–41.

⁴³ Rozporządzenie MiCA, motyw nr 40.

⁴⁴ Wniosek Komisji ws. rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków kryptoaktywów z dnia 24 września 2020 r., COM/2020/593 final; dalej: projekt rozporządzenia MiCA.

⁴⁵ Na wskazaną zmianę legislacyjną uwagę zwraca również T. Tomczak, niemniej jednak nie wypowiada się na tym tle na temat związku między modyfikacją definicji tokenów będących pieniądzem elektronicznym a możliwością

Mając na uwadze powyższe, uważam, że rozliczenie zobowiązań wynikających z instrumentów pochodnych za pomocą ART nie może być kwalifikowane jako rozliczenie pieniężne w rozumieniu art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c u.o.i.f.

Tym samym dokonanie rozliczenia instrumentu pochodnego od kryptoaktywów za pomocą tokenów ART innych niż instrument bazowy sprawia, że instrumenty pochodne tego rodzaju nie mieszczą się w granicach konstrukcji prawnej instrumentów finansowych, a prowadzenie działalności w tym zakresie nie będzie podlegać pod reżim ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Tożsamer oceny prawnej należy dokonać w przypadku analizy instrumentów pochodnych od kryptoaktywów rozliczanych poprzez dostawę tokenów niebędących ART lub EMT (innych niż instrument bazowy). Jak wynika z samej zastosowanej terminologii, token niebędący ART lub EMT jest kryptoaktywem, które nie ma utrzymywać stabilnej wartości poprzez powiązanie z inną wartością, prawem bądź walutą urzędową. Ta kategoria kryptoaktywów ma na celu objęcie szerokiej gamy kryptoaktywów zasięgiem stosowania rozporządzenia MiCA, włączając w to tzw. tokeny użytkowe (ang. *utility tokens*). Tokeny użytkowe w swojej istocie mają służyć zapewnieniu dostępu lub uprawnienia do korzystania z pewnego ekosystemu, towarów lub usług. Ich celem nie jest tworzenie przyszłych przepływów pieniężnych, ale raczej umożliwienie funkcjonalnego korzystania z ekosystemu opartego na łańcuchu bloków⁴⁶.

Biorąc pod uwagę powyższe, uważam, że rozliczenie instrumentu pochodnego poprzez dostawę kryptoaktywa niekwalifikującego się jako ART lub EMT sprawia, że nie mamy do czynienia w tym wypadku z „rozliczeniem pieniężnym”.

Tym samym zarówno w przypadku rozliczania instrumentów pochodnych przez dostawę tokenów ART, jak i tokenów niebędą-

ich kwalifikacji jako aktywa pełniącego funkcję płatniczą (zob. T. Tomczak, *Ewolucja definicji*, s. 41).

⁴⁶ D.A. Zetzsche, F. Annunziata, D.W. Arner, R.P. Buckley, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, „EBI Working Papers Series” 2020, nr 77, s. 5, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3725395 (dostęp: 6.11.2024 r.).

cych ART lub EMT, innych niż aktywo bazowe, świadczenie usług z nimi związanych nie jest objęte ustawą o obrocie instrumentami finansowymi.

W ostatniej kolejności należy przejść do analizy instrumentów pochodnych, których rozliczenie następowałoby przez dostawę tokenów EMT (innych niż aktywo bazowe).

Token EMT jest kryptoaktywem, które ma utrzymywać stabilną wartość poprzez powiązanie go z jedną walutą urzędową. Tokeny tego rodzaju uznaje się za pieniądź elektroniczny⁴⁷. Tokeny EMT są emitowane według wartości normalnej w chwili otrzymania środków pieniężnych przez emitenta, a ich posiadaczom przysuguje stałe roszczenie wobec emitentów o ich wykup, który może być dokonany w każdym czasie i według wartości nominalnej poprzez zapłatę wartości pieniężnej posiadanego tokena będącego e-pieniędzem jego posiadaczowi w środkach pieniężnych innych niż pieniądź elektroniczny⁴⁸.

Spełnienie świadczenia w tokenach EMT należy kwalifikować jako spełnienie świadczenia pieniężnego. Jest to konsekwencja zrównania tokenów EMT z pieniądzem elektronicznym (oraz zakwalifikowania ich jako „środki pieniężne” w rozumieniu art. 4 pkt 25 dyrektywy PSD2⁴⁹, co wynika również *a contrario* z art. 2 ust. 4 lit. c rozporządzenia MiCA⁵⁰). Krajowa definicja pieniądza elektronicznego zakłada bowiem, że stanowi on nośnik wartości pieniężnych, które są akceptowane przez podmioty inne niż jego wydawca⁵¹. Tym samym w piśmiennictwie zauważa się, że zapłata

⁴⁷ Art. 48 ust. 2 zd. 1 rozporządzenia MiCA.

⁴⁸ Art. 48 ust. 2–4 rozporządzenia MiCA.

⁴⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE, Dz.U.UE. L. z 2015 r. Nr 337, str. 35 z późn. zm.; dalej: PSD2.

⁵⁰ Zob. szerszą analizę kwalifikacji tokenów EMT jako środków pieniężnych w rozumieniu PSD2 w: A. Minto, *E-money tokens and coordination issues between the Market in Crypto-assets Regulation (MiCAR) and the payment services legislation (PSD2)*, „Capital Markets Law Journal” 2024, *passim*, <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmae012> (dostęp: 6.11.2024 r.).

⁵¹ Art. 2 pkt 21a ustawy z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych, tekst jednolity: Dz.U. z 2025 r. poz. 611 z późn. zm.

pieniądem elektronicznym (będącym rodzajem pieniądza bezgotówkowego⁵²) z prawnego punktu widzenia wykazuje pewne cechy podobne do zapłaty pieniądzem gotówkowym⁵³, a tym samym – spełnienie świadczenia w pieniądzu elektronicznym należy uznać za spełnienie świadczenia pieniężnego⁵⁴.

Mając na uwadze powyższe, uważam, że instrumenty pochodne mające za aktyw bazowy kryptoaktyw (np. BTC), rozliczane poprzez spełnienie świadczenia w tokenach EMT, kwalifikują się jako instrument finansowy w rozumieniu art. 2 ust. 1 u.o.i.f. W związku z tym świadczenie usług z nimi związanych, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1–9 u.o.i.f., wymaga uzyskania zezwolenia KNF, a prowadzenie działalności w tym zakresie podlega pod ustawę o obrocie instrumentami finansowymi.

4. Wnioski

Artykuł ukazuje konieczność refleksji nad definiowaniem instrumentów finansowych oraz pochylenia się nad statusem kryptoderywatów w jej świetle. W szczególności artykuł wskazuje na lukę regulacyjną, która powstała w obszarze niektórych instrumentów pochodnych od kryptoaktywów. Jak wykazano bowiem powyżej, niektóre instrumenty pochodne, których aktywem bazowym są kryptoaktywa, a które są rozliczane poprzez dostawę innego kryptoaktywa (niebędącego tokenem EMT), nie mieszczą się w definicji instrumentu finansowego. Kwalifikacja ta zależy bowiem od przyjętego sposobu rozliczenia owych umów.

Tym samym do działalności podmiotów oferujących zawieranie tego typu transakcji nie znajdują zastosowania tożsame przepisy, które stosuje się wobec firm inwestycyjnych oferujących „trady-

⁵² Zamiast wielu zob. A. Olejniczak, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. 3: *Zobowiązania – część ogólna*, red. A. Kidyba, Warszawa 2014, s. 78.

⁵³ T. Dybowski, A. Pyrzyńska, w: *Prawo zobowiązań – część ogólna. System Prawa Prywatnego*, t. 5, red. K. Osajda, Warszawa 2020, Legalis, rozdział III: *Świadczenia*, nb. 104.

⁵⁴ Tak również T.R. Smus, *Spełnianie świadczeń pieniężnych za pomocą pieniądza elektronicznego*, Warszawa 2010, s. 69.

cyjne” instrumenty pochodne. W związku z tym pozycja klientów takich podmiotów jest zdecydowanie gorsza niż pozycja klientów firm inwestycyjnych. Rozwiązanie to jest niepożądane, w szczególności z uwagi na istotne podobieństwo między podmiotami oferującymi możliwość zawierania umów mających za przedmiot „tradycyjne” instrumenty pochodne (będące instrumentami finansowymi) a podmiotami oferującymi tzw. kryptoderywaty.

Teza przedstawiona w niniejszym artykule jest widoczna w szczególności w przypadku stabilnych kryptoaktywów, gdyż z praktyki rynkowej wynika, że to one najczęściej będą służyć rozliczeniom omawianych instrumentów pochodnych. Ze względu na to, że w przypadku rozliczenia instrumentu pochodnego za pomocą tokenów ART nie mamy do czynienia z rozliczeniem pieniężnym, tym samym kryptoderywaty rozliczane w tokenach ART mogą nie podlegać regulacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Jednocześnie zbliżone konstrukcyjnie do ART tokeny EMT – z uwagi na posiadanie kwalifikacji „pieniądza elektronicznego” – czynią rozliczenie instrumentu pochodnego rozliczeniem pieniężnym, a tym samym – pozwalają zakwalifikować dany instrument pochodny jako instrument finansowy. Oznacza to, że rozliczenie instrumentu pochodnego jednego rodzaju stablecoinami (ART) pozwala nie stosować reżimu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a w przypadku drugiego rodzaju stablecoinów (EMT) reżim ten znajduje zastosowanie.

Wskazana luka regulacyjna stanie się tym bardziej widoczna, jeżeli weźmie się pod uwagę fakt, że tokeny ART mogą konstrukcyjnie być bliskie tokenom EMT. W związku z tym wydaje się zasadne, aby ramami regulacyjnymi pochodnych instrumentów finansowych obejmować również te produkty finansowe, które są rozliczane poprzez dostawę stablecoina innego niż instrument bazowy (np. kontrakt terminowy na BTC rozliczany w tokenach ART). Słuszne byłoby zatem przyjęcie, że pochodny instrument finansowy może być rozliczany w sposób pieniężny (w tym za pomocą tokenów EMT), w sposób fizyczny poprzez dostawę aktywa bazowego, a także przez dostawę tokenów ART. Pozwoli to na ograniczenie możliwości obejścia reżimu MiFID II i ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w zakresie konstrukcji takich instrumentów pochodnych, które nie mogłyby zostać zakwalifikowane

jako instrumenty finansowe pomimo swojej bliskości do mechanizmu rozliczenia pieniężnego.

Rozwiązanie to pomoże poprawić poziom ochrony inwestorów na rynku finansowym, co stanowi jeden z nadrzędnych celów regulacji rynku finansowego⁵⁵. Podejście to zapewni spójność z paradygmatem regulacji rynków finansowych postulowanym przez prawodawcę unijnego – „taka sama działalność, takie samo ryzyko, takie same zasady”⁵⁶. Nie sposób bowiem przyjąć, że prawodawca z jednej strony reglamentuje możliwość oferowania pochodnych instrumentów finansowych, wprowadzając w tym zakresie określone wymogi regulacyjne, a z drugiej dopuszcza, aby tzw. kryptoderywaty, cechujące się identyczną konstrukcją prawną i funkcją ekonomiczną, mogły funkcjonować poza jakąkolwiek regulacją publicznoprawną tylko i wyłącznie z uwagi na skorzystanie z nowatorskiej klasy praw majątkowych do rozliczania takich transakcji.

STRESZCZENIE

Wpływ przyjętego modelu rozliczenia instrumentów pochodnych
od kryptoaktywów na ich kwalifikację jako instrumentów
finansowych

Artykuł został poświęcony analizie wpływu przyjętego modelu rozliczeń instrumentów pochodnych od kryptoaktywów na ich kwalifikację jako instrumentów finansowych. Artykuł rozpoczyna analiza zakresu pojęciowego instrumentów pochodnych będących instrumentami finansowymi. W dalszej części artykuł skupia się na problematyce rozliczenia takowych instrumentów pochodnych. Autor twierdzi bowiem, że obecne ramy prawne ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nie obejmują swoim zakresem niektórych instrumentów pochodnych od kryptoaktywów, które są rozliczane za pomocą innych kryptoaktywów. Opracowanie analizuje możliwe sposoby rozliczania transakcji na instrumentach pochodnych od kryptoaktywów wpływające na ich kwalifikację prawną. Artykuł kończy się podsumowaniem zawierającym wnioski i postu-

⁵⁵ J. Dybiński, w: *Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec, Legalis, rozdział 24: Zagadnienia ogólne ochrony inwestora na rynku instrumentów finansowych, nb. 1, 59, 94.

⁵⁶ Rozporządzenie MiCA, motyw nr 9.

laty *de lege ferenda*, mające na celu wzmocnienie ochrony uczestników obrotu na rynku finansowym.

Słowa kluczowe: instrumenty pochodne; instrumenty finansowe; kryptoaktywa; stablecoin

SUMMARY

Implications of the settlement model used for crypto derivatives on their qualification as financial instruments

The article analyses the implications of the settlement model adopted for crypto derivatives for their qualification as financial instruments. The article begins with an analysis of the scope of the notion of derivatives constituting financial instruments. The article then focuses on the issue of settlement of such derivatives. Indeed, it is argued that the current legal framework of the Act on Trading in Financial Instruments does not cover in its scope some crypto-asset derivatives that are settled with other crypto-assets. The article analyses the possible settlement methods of crypto-asset derivative transactions against their legal qualification. The article is concluded with findings and *de lege ferenda* proposals which aim to strengthen the protection of financial market participants.

Keywords: derivatives; financial instruments; crypto-assets; stablecoins

BIBLIOGRAFIA

Balwicka-Szczyrba M., w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. A. Sylwestrak, Warszawa 2022.

Bilski A., Kiełbus R., *Kryptoaktywa i blockchain. Technologia, prawo, biznes*, Warszawa 2024.

Chłopecki A., *Umowa jako instrument finansowy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2022, nr 10.

Dybiński J., w: *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa handlowego*, t. 4, red. M. Stec, Warszawa 2016, Legalis, rozdział 24: Zagadnienia ogólne ochrony inwestora na rynku instrumentów finansowych.

Dybowski T., Pyrżyńska A., w: *Prawo zobowiązań – część ogólna. System Prawa Prywatnego*, t. 5, red. K. Osajda, Warszawa 2020, rozdział III: Świadczenia.

- Jastrzębski J., *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009.
- Kowacz K., Wielgus K., *Smart kontrakty w prawie umów*, Kraków 2021.
- Kuźmicka-Sulikowska J., w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Warszawa 2023, komentarz do art. 45.
- Michalski M., w: *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, Warszawa 2023, komentarz do art. 7.
- Minto A., *E-money tokens and coordination issues between the Market in Crypto-assets Regulation (MiCAR) and the payment services legislation (PSD2)*, „Capital Markets Law Journal” 2024.
- Olejniczak A., w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. 3: *Zobowiązania – część ogólna*, red. A. Kidyba, wyd. 2, Warszawa 2014.
- Opalski A., *Prosta spółka akcyjna – nowy typ spółki handlowej*, cz. II, „Przegląd Prawa Handlowego” 2019, nr 12.
- Pecyna M., Behan A., *Smart-contracts – nowa technologia prawa umów?*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2020, nr 3.
- Raskin M., *The law and legality of smart contracts*, „Georgetown Law Technology Review” 2017, t. 1–2.
- Smus T.R., *Spełnianie świadczeń pieniężnych za pomocą pieniądza elektronicznego*, Warszawa 2010.
- Szpyt K., *FinTech. Nowe technologie w sektorze bankowym*, Warszawa 2024.
- Tereszkiewicz P., w: *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego*, t. 4, red. M. Stec, Warszawa 2016, rozdział 17: *Instrumenty pochodne*.
- Tomczak T., *Crypto-assets and crypto-assets’ subcategories under MiCA Regulation*, „Capital Markets Law Journal” 2022, nr 3.
- Tomczak T., *Ewolucja definicji kryptoaktywów w projekcie Rozporządzenia MiCA*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2023, nr 3.
- Wajda P., Wierzbowski M., Zaradkiewicz K., w: *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, Warszawa 2023, komentarz do art. 3, nb. 304.
- Werbach K., Cornell N., *Contracts ex machina*, „Duke Law Journal” 2017, t. 67.
- Zacharzewski K., *Obrót walutami cyfrowymi w reżimie obrotu instrumentami finansowymi*, „Przegląd Sądowy” 2017, nr 11–12.
- Zetsche D.A., Annunziata F., Arner D.W., Buckley R.P., *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, „EBI Working Papers Series” 2020, nr 77.

