

Mikołaj Górny

ORCID: 0000-0003-1363-2077

Krytyczna ocena regulacyjnych możliwości przeciwdziałania nadużyciom na rynku kryptoaktywów

Streszczenie

Celem Rozporządzenia (UE) 2023/1114 w sprawie rynków kryptoaktywów (MiCA) jest m.in. zapewnienie integralności rynku oraz ochrona inwestorów przed takimi nadużyciami, jak manipulacja i wykorzystywanie informacji poufnych. Przepisy Tytułu VI MiCA stanowią podstawę unijnego reżimu przeciwdziałania nadużyciom na rynku kryptoaktywów, określając kluczowe definicje i obowiązki regulacyjne. Artykuł zawiera próbę oceny adekwatności, skuteczności i proporcjonalności mechanizmów przeciwdziałania nadużyciom, wobec specyfiki opisywanego rynku. Zastosowano formalno-dogmatyczną metodę badawczą polegającą na analizie tekstu prawnego w świetle literatury przedmiotu oraz wytycznych instytucji międzynarodowych. Wyniki badania wskazują, że choć regulacja zawiera przepisy zakazujące nadużyć na rynku kryptoaktywów, istotne problemy może w tym kontekście powodować brak bezpośredniego odniesienia do nadużyć z wykorzystaniem instrumentów pochodnych niebędących przedmiotem zorganizowanego obrotu oraz rezygnacja ze szczegółowej regulacji rekomendacji inwestycyjnych. Brak obowiązku raportowania transakcji menadżerskich na rynku kryptoaktywów można z kolei uznać za rozwiązanie proporcjonalne.

Słowa kluczowe: MiCA, MAR, kryptoaktywa, nadużycia na rynku, informacja poufna, manipulacja, rekomendacje inwestycyjne, transakcje menadżerskie

Kody JEL: K22, K42

* Mikołaj Górny – absolwent Uniwersytetu Jagiellońskiego w Krakowie.

Critical assessment of regulatory options to prevent abuse on the crypto-asset market

Abstract

The aim of Regulation (EU) 2023/1114 on Markets in Crypto-assets (MiCA) is, inter alia, to ensure market integrity and protect investors from market abuse, such as manipulation and insider trading. The provisions of Title VI of MiCA form the foundation of the EU regime for counteracting abuse in the crypto-asset market, defining key concepts and regulatory obligations. The article attempts to assess the adequacy, effectiveness, and proportionality of anti-abuse mechanisms in light of the specific nature of the market in question. A formal-dogmatic research method was applied, consisting of an analysis of the legal text in the context of academic literature and the guidelines of international institutions. The results of the study indicate that although the regulation includes provisions prohibiting abuse in the crypto-asset market, significant concerns may arise due to the lack of direct reference to abuses involving derivatives not traded on an organised market, as well as the omission of detailed rules on investment recommendations. The absence of a duty to report managerial transactions on the crypto-assets market can, in turn, be considered a proportionate solution.

Keywords: MiCA, MAR, cryptoassets, market abuse, inside information, market manipulation, investment recommendations, managerial transactions

JEL Codes: K22 (Business and Securities Law), K42 (Illegal Behavior and the Enforcement of Law)

Wstęp

Współczesne rynki finansowe odgrywają fundamentalną rolę w gospodarce, umożliwiając efektywną interakcję między popytem a podażą na pieniądź oraz transfer ryzyka. Służą one zarówno interesom prywatnym, jak i interesowi publicznemu, pozwalając na przepływ środków pieniężnych od podmiotów nadwyżkowych, które rozporządzają oszczędnościami, do podmiotów deficytowych, które pozyskują środki niezbędne do dalszej działalności (Blicharz et al. 2021, s. 15). Poprzez swobodne kształtowanie się ceny walorów będących przedmiotem obrotu, rynek finansowy dokonuje alokacji dostępnych zasobów, przenosząc kapitał tam gdzie jest on najbardziej użyteczny.

Jako „wyrzeczenie się bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych niepewnych korzyści” (Jajuga, Jajuga 2011, s. 15) każda działalność inwestycyjna podejmowana jest w warunkach ryzyka i braku pełnego dostępu do informacji. Istotą ryzyka jest możliwość nieosiągnięcia oczekiwanego efektu czy, szerzej, osiągnięcia efektu innego od zamierzonego (Czerwińska, Jajuga 2016, s. 28).

W tym świetle instytucje i regulacje prawne dotyczące zwalczania nadużyć na rynku finansowym są niezbędne do efektywnego rozwoju rynku (Woźniak 2023, nb. 1) oraz do ochrony zaufania inwestorów. Inwestorzy dokonujący alokacji posiadanych zasobów finansowych i podejmujący ryzyko mają prawo oczekiwać, że biorą udział w „grze na równych zasadach” (ang. *level playing field*), w której sukces lub porażka inwestycyjna zależą od indywidualnych umiejętności, właściwych

decyzji oraz istniejących uwarunkowań gospodarczych, a nie od oszukańczych działań innych uczestników rynku.

Kluczowym warunkiem sprawnego funkcjonowania rynku jest zapewnienie przejrzystości informacyjnej i równości w dostępie do informacji. Asymetria informacji, wynikająca z nierównomiernego dostępu uczestników rynku do wiedzy, stanowi istotne źródło zaburzeń mechanizmów cenotwórczych (Komisja 1977, Explanatory Memorandum, 11B). Informacje istotne z punktu widzenia decyzji inwestycyjnych powinny być publicznie dostępne, rzetelne, zrozumiałe, precyzyjne oraz przekazywane w odpowiednim czasie. Ich brak, nieczytelność, błędna interpretacja lub celowe zniekształcenie mogą prowadzić do sztucznego kształtowania cen, co podważa zdolność rynku do efektywnego rozdziału zasobów i zagraża interesowi publicznemu.

Co więcej, trwała asymetria informacyjna może doprowadzić do zaniku rzetelnego obrotu i zjawiska „wyścigu na dno” (ang. *race to the bottom*). Jak trafnie zauważył George Akerlof (Akerlof 1970), w warunkach asymetrii „nieuczciwe transakcje mają tendencję do wypierania uczciwych z rynku¹”, co prowadzi do jego erozji. Rzetelnie działające podmioty mogą bowiem nie być zainteresowane wchodzeniem na rynek, na którym pozyskiwane finansowanie jest droższe z uwagi na konieczność udzielenia inwestorom dyskonta z tytułu niepewności dostarczanych informacji.

Z powszechnie uznawanej słuszności powyższych zasad, a to zasady przejrzystości informacyjnej, ochrony inwestorów, „równego pola gry”, zasad dążenia do efektywności i integralności rynku, wynika ciążąca na władzach publicznych powinność wprowadzenia regulacji prawnych mających na celu przeciwdziałanie nadużyciom na rynku, tj. wykorzystaniu informacji poufnych, bezprawnemu ujawnianiu informacji poufnych oraz manipulacjom na rynku (MAR, Motyw 7).

W odniesieniu do rynków kryptoaktywów, stosowne przepisy zawarte są w Tytule VI MiCA. Przepisy tego tytułu definiują informację poufną (MiCA, art. 87) i zakazują jej wykorzystania (MiCA, art. 89) oraz bezprawnego ujawniania (MiCA, art. 90), definiują i zakazują dokonywania manipulacji na rynku (MiCA, art. 91), nakazują niezwłoczne, niedyskryminujące ujawnianie informacji poufnych bezpośrednio dotyczących emitenta kryptoaktywów (MiCA, art. 88) oraz zobowiązują osoby zawodowo zajmujące się obrotem kryptoaktywami do zapobiegania, wykrywania i raportowania przypadków nadużyć (MiCA, art. 92).

1. Charakterystyka rynku kryptoaktywów

Kryptoaktywa stanowią relatywnie młodą grupę aktywów finansowych, których spektrum zastosowań nie jest jeszcze w pełni ukształtowane (MiCA, motyw 1). W świetle art. 3 ust. 1 pkt 5 MiCA, kryptoaktywo oznacza cyfrowe odzwierciedlenie wartości lub prawa, które da się przenosić i przechowywać w formie elektronicz-

¹ W słowach autora: „It is this possibility that represents the major costs of dishonesty – for dishonest dealings tend to drive honest dealings out of the market”.

nej z wykorzystaniem technologii rozproszonego rejestru lub podobnej technologii. MiCA odnosi się wyłącznie do tego typu walorów, przewidując przy tym istotne wyjątki od zakresu swego zastosowania – rozporządzenie nie dotyczy bowiem w szczególności kryptoaktywów będących instrumentami finansowymi (MiCA, art. 2 ust. 4 lit. a) oraz tokenów typu „NFT” (ang. *non fungible token*) (MiCA, art. 2 ust. 3).

Historia kryptoaktywów rozpoczyna się w 2008 roku, gdy osoba lub grupa osób występująca pod pseudonimem Satoshi Nakamoto opublikowała artykuł zatytułowany *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System* (Nakamoto 2008), stanowiący teoretyczną podstawę emisji pierwszej kryptowaluty – Bitcoina.

Bitcoin zadebiutował jako cyfrowe aktywo umożliwiające bezpośrednie transakcje pomiędzy uczestnikami (ang. *peer-to-peer*) opierając się na technologii rozproszonego rejestru (ang. *distributed ledger technology*, DLT), bez pośrednictwa centralnej instytucji rozliczeniowej. W architekturze Bitcoin, obdarzona zaufaniem strona trzecia została zastąpiona mechanizmem *proof of work*, w którym „węzły” (ang. *nodes*), czyli podłączone do systemu urządzenia obliczeniowe, zatwierdzają poszczególne transakcje, składające się w bloki tworzące łańcuch (ang. *blockchain*) (Nakamoto 2008, s. 3).

Wymaga to publicznego dostępu do informacji o wszystkich transakcjach w historii łańcucha bloków, przy czym anonimowość użytkowników jest zabezpieczana kryptograficznie, poprzez stosowanie mechanizmów klucza publicznego i prywatnego. Każdy może zobaczyć, że ktoś przesyła określoną kwotę komuś innemu, ale bez wiedzy o tożsamości posiadacza klucza publicznego niemożliwe jest połączenie tej transakcji z konkretną osobą (Nakamoto 2008, s. 6).

Od czasu powstania Bitcoina na rynku kryptoaktywów zadebiutowały tysiące innych tego typu walorów. O ile w przypadku oryginalnej kryptowaluty nie istnieje żaden centralny emitent, duża część innych kryptoaktywów jest wydawana przez konkretny podmiot, często służąc do finansowania jego działalności gospodarczej, poprzez proces zwany ICO (ang. *initial coin offering*), w którym emitowane kryptoaktywa są wymieniane na środki pieniężne inwestorów (Delivorias 2021, s. 3).

Jednostki Bitcoina nie mają żadnej, obiektywnie mierzalnej wartości wewnętrznej (ang. *intrinsic value*). Z tego powodu obecna cena tej waluty jest określana wyłącznie na podstawie oczekiwań dotyczących jej przyszłej ceny (Berentsen, Schär 2018, s. 7), co skutkuje znacznymi wahaniami kursu i wysoką zmiennością. Analogiczne uwagi można odnieść również do wielu innych kryptoaktywów, które podlegają nagłym i skrajnym wahaniom cen oraz mają charakter spekulacyjny, ponieważ ich cena często opiera się wyłącznie na popycie konsumenckim (ESAs 2022, s. 2). Odróżnia to kryptoaktywa w szczególności od jednostek pieniądza fiducjarnego, których wartość jest chroniona przez władze monetarne (zob. NBPU, art. 3 ust. 1).

Uwzględniając powyższe okoliczności, należy wskazać na znaczące wyzwania natury regulacyjnej związane z rynkiem kryptoaktywów, szczególnie w zakresie przeciwdziałania nadużyciom. Innowacyjny charakter tych instrumentów, ich potencjalna anonimowość, częsty brak metodologicznie ugruntowanych mechanizmów wyceny wartości wewnętrznej, dalece ograniczona ingerencja władz publicznych

oraz wysoka zmienność cen implikują podwyższone ryzyko nadużyć. Powyższe czynniki nakładają na ustawodawcę obowiązek wypracowania adekwatnych i – co szczególnie istotne – proporcjonalnych rozwiązań normatywnych.

2. Recepja instytucji prawnych MAR

Dokonanie pogłębionej, krytycznej analizy przepisów zawartych w Tytule VI MiCA wymaga uprzedniego odniesienia ich do wykształconej w unijnym porządku prawnym typologii instrumentów regulacyjnych służących przeciwdziałaniu nadużyciom na rynku, w szczególności ukształtowanej na gruncie MAR. Punktem wyjścia dla takiego zestawienia powinno być spostrzeżenie, że prawodawca unijny, formułując ramy MiCA, w sposób świadomy i systemowy odwoływał się do długoletnich doświadczeń legislacyjnych zgromadzonych w toku obowiązywania i stosowania MAR (Rycerski 2025, s. 33). Wskazuje na to oczywiste, językowe podobieństwo poszczególnych sformułowań oraz zbliżona ich struktura.

Wpływ dotychczasowego dorobku legislacyjnego jest dostrzegalny już przy wstępnej analizie porównawczej, w szczególności w obrębie rozwiązań normatywnych odnoszących się do definicji podstawowych pojęć (np. informacja poufna, manipulacja na rynku), obowiązków informacyjnych i zasad transparentności uczestników rynku. Jak wskazuje przy tym ESMA, odwołując się z kolei do podobieństw MiCA i MIFID II, pojęcia podobne powinny być interpretowane w spójny sposób (ESMA 2025). Językowe podobieństwo pomiędzy regulacjami MiCA i MAR stanowi zatem pierwszy, istotny argument za zastosowaniem zbliżonego zestawu kryteriów do oceny i interpretacji obu rozporządzeń, w myśl zasady statuującej zakaz wykładni homonimicznej.

Po drugie, zauważyć należy, że zarówno rynek instrumentów finansowych, jak i rynek kryptoaktywów, choć różniące się pod względem strukturalnym oraz technologicznym, pełnią częściowo zbliżone funkcje w zakresie mobilizacji kapitału i wspierania działalności inwestycyjnej. Tę funkcjonalną paralelę podkreśla prawodawca unijny w motywie 2 preambuły MiCA, wskazując, że rynki kryptoaktywów odgrywają coraz istotniejszą rolę w finansowaniu gospodarki, w tym, co szczególnie istotne, MŚP. W konsekwencji, *ratio legis* regulacji zawartych w MAR i MiCA okazuje się zbieżne – obydwie akty prawne zmierzają do zapewnienia integralności rynku oraz adekwatnego poziomu ochrony inwestorów, przy pełnym uwzględnieniu opisanej powyżej specyfiki rynku kryptoaktywów.

Na podkreślenie zasługuje fakt, że wyraźnie deklarowanym celem przepisów o zwalczaniu nadużyć na rynku, tak instrumentów finansowych, jak i kryptoaktywów, jest uniemożliwienie podmiotom działającym na rynku czerpania korzyści z asymetrii informacyjnej, niezależnie od tego, jakie narzędzia lub struktury finansowe są w tym celu wykorzystywane. Istotą nadużycia na rynku jest naruszenie zasad uczciwego obrotu w celu szybkiego osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków (Dybiński 2016, s. 1331–1332), przy czym wykorzystywany środek lub instrument pełni jedynie funkcję nośnika treści ekonomicznej.

Niezależnie bowiem od środka służącego do dokonania nadużycia, słuszność zachowuje etyczne uzasadnienie dla jego zakazu – transakcje stanowiące nadużycia, w szczególności w postaci wykorzystania informacji poufnej (ang. *insider dealing*), postrzegane są jako: *niemoralny, pozbawiony skrupułów, niesprawiedliwy i podstępny atak na rynek i inwestorów*² (Macey 1999, s. 269), a pogląd ten, niemal powszechnie³ przyjmowany w literaturze i praktyce, wyprzedza o dziesięciolecia współczesne klasyfikacje instrumentów finansowych oraz ich oprzyrządowanie technologiczne.

Zatem także z perspektywy teleologicznej zasadne i metodologicznie uzasadnione jest odwoływanie się do dorobku wypracowanego na gruncie MAR, przy interpretacji i stosowaniu przepisów MiCA. Transpozycja tej treści nie tylko wspomaga proces wykładni, lecz także sprzyja zachowaniu spójności systemowej unijnego prawa rynków finansowych, w zgodzie z zasadą neutralności technologicznej, która zobowiązuje ustawodawcę do równego traktowania technologii teleinformatycznych i tworzenia warunków do ich uczciwej konkurencji (zob. IDPRZP, art. 3 pkt 19). W kontekście prawa rynku finansowego neutralność technologiczna winna oznaczać adekwatność zastosowanych narzędzi regulacyjnych do społeczno-ekonomicznego charakteru prowadzonej działalności, niezależnie od wykorzystanej technologii bazowej.

Unijne akty ustawodawcze dotyczące usług finansowych powinny kierować się zasadą „taka sama działalność, takie samo ryzyko, takie same przepisy” (ang. *same activities, same risks, same rules*), co znajduje potwierdzenie w motywie 9 MiCA. Od strony systemowej, MiCA oraz MAR winny zatem stanowić, kumulatywnie, regulację kompletną, służącą zapobieganiu nadużyciom na rynku niezależnie od technologii stosowanej do transferu kapitału lub ryzyka oraz niezależnie od warunków technicznych lub organizacyjnych w jakich odbywa się transfer. Nie można jednak abstrahować od specyfiki rynku kryptoaktywów, który ze względu na swój relatywnie wczesny etap rozwoju oraz wysoką dynamikę zmian stanowi środowisko z natury rzeczy właściwe dla inwestorów o zwiększonej tolerancji ryzyka i oczekiwaniu ponadprzeciętnych stóp zwrotu. W takim kontekście nadmierna ingerencja regulacyjna może stanowić zagrożenie porównywalne pod względem negatywnych skutków z niedostatecznym poziomem regulacji.

3. Zasady proporcjonalności, równości i spójności systemu prawnego

W ramach oceny regulacji zawartych w rozporządzeniu MiCA, w kontekście dotychczasowego dorobku prawa unijnego, dotyczącego zwalczania nadużyć na rynku i dotyczącej go literatury, zasadniczego znaczenia nabiera analiza zastosowania zasady proporcjonalności. Biorąc pod uwagę, że podmiotami objętymi nowym reżimem regulacyjnym – takimi jak emitenci kryptoaktywów czy dostawcy usług w tym zakresie – są nierzadko mikro-, małe i średnie przedsiębiorstwa, implementacja

² Org. *immoral, unscrupulous, unfair, and vicious attack on the market and investors*.

³ Zob. omówione przez Macey (1999) poglądy przeciwne.

rozwiązań analogicznych do tych przyjętych w sektorze instrumentów finansowych mogłaby prowadzić do nadmiernego obciążenia regulacyjnego (MiCA, motyw 95).

W tym kontekście dostrzegalne jest istotne napięcie pomiędzy, z jednej strony, potrzebą zapewnienia równości warunków konkurencji (ang. *level playing field*) oraz spójnych i skutecznych mechanizmów przeciwdziałania nadużyciom rynkowym, a z drugiej strony – koniecznością wdrożenia ram prawnych dostosowanych do specyfiki kryptoaktywów (ang. *bespoke regulatory framework*), które nie zahamują rozwoju tego wciąż kształtującego się rynku. Wymaga to szczególnej uwagi ze względu na deklarowany przez prawodawcę unijnego cel MiCA, jakim jest wspieranie innowacyjności, wzrostu gospodarczego i tworzenia nowych miejsc pracy (MiCA, motyw 1).

Nadmierna złożoność przepisów oraz przeregulowanie są jednymi z kluczowych barier inwestycyjnych i rozwojowych w Unii Europejskiej (Komisja Europejska 2024, s. 18). Nadmierne obciążenia regulacyjne mogą przy tym, obok skutecznego tłumienia rzetelnej inicjatywy gospodarczej, jednocześnie tworzyć środowisko sprzyjające korupcji oraz rozwojowi działalności w tzw. szarej strefie (OECD 2011, s. 20), co w kontekście technologii rozproszonych rejestrów i anonimowości transakcji stanowi szczególnie istotne zagrożenie.

Odstąpienie od zastosowania niektórych z zasad opisanych w MAR do rynku kryptoaktywów powinno zatem znajdować oparcie w zasadzie proporcjonalności. Nie oznacza to bynajmniej dowolności w przyjmowaniu i interpretacji ram regulacyjnych MiCA – proporcjonalność i dążenie do rozwoju rynku nie mogą naruszać opisanych powyżej zasad neutralności technologicznej, równego pola gry, a także niezbędnych mechanizmów ochrony inwestorów oraz integralności rynku.

Niezbędne staje się ściśle zdefiniowanie, w jaki sposób należy rozumieć zasadę proporcjonalności w przedmiotowym kontekście. Zwrócić należy przy tym uwagę na fakt, że jest to zasada wprost wyrażona w prawie pierwotnym Unii Europejskiej. Jak stanowi bowiem art. 5 ust. 4 Traktatu o Unii Europejskiej: *Zgodnie z zasadą proporcjonalności zakres i forma działania Unii nie wykraczają poza to, co jest konieczne do osiągnięcia celów Traktatów.*

Zasada proporcjonalności jako zasada prawna oparta jest na założeniu, że organy państwa, wykonując przyznane im uprawnienia, nie powinny ustanawiać nadmiernych ograniczeń w korzystaniu przez jednostkę z podstawowych praw i wolności (Lipniewicz 2015, s. 91). Oznacza to zatem konieczność takiego ukształtowania regulacji, aby osiągnąć stawiane cele przy najniższym możliwym obciążeniu dla podmiotów prawnych oraz w taki sposób, aby uzależnić nakładane obowiązki od generowanego ryzyka, stanowiącego pochodną wielkości i charakteru danej działalności.

Implementowane regulacje powinny przy tym gwarantować równe warunki konkurencji dla podmiotów ponoszących podobne ryzyko, bez względu na ich status prawny (Szpringer, Kasiewicz, Kurkliński 2013, s. 2). Zatem obok proporcjonalności, w systemie prawnym niezbędna jest spójność, rozumiana jako postulat zapobiegania niepożądanym różnicom w traktowaniu takich samych sytuacji, czy też sytuacji o zbliżonej charakterystyce prawnej (Szczucki 2021, art. 6, nb. 2). Te same, co

do meritum, interesy prawne nie powinny być traktowane odmiennie przez system prawny z uwagi na kryteria prawnie irrelewantne. Postulat równości wobec prawa wymaga bowiem zakazu stosowania różnicowań o nieuzasadnionym czy arbitralnym charakterze (Garlicki, Zubik 2016, art. 32, nb. 13).

Innymi słowy, spójność systemu prawnego oznacza brak możliwości wykorzystywania luk w prawie w celu obchodzenia przepisów i uzyskiwania korzyści wynikających z nieuczciwych praktyk. Luką w prawie jest w tym kontekście taki brak regulacji, co do którego można racjonalnie twierdzić, że nie jest przez ustawodawcę zamierzony (Sąd Najwyższy 2001). Należy przy tym zaznaczyć, że ocena, czy mamy do czynienia z kwestią prawnie obojętną, czy z luką w prawie, zależy od znajomości prawa pozytywnego oraz aksjologicznych i celowościowych założeń ustawodawcy.

Przenosząc powyższe rozważania na grunt prawa o zwalczaniu nadużyć na rynku, należy stwierdzić, że odstępienie na gruncie MiCA od reguł znanych z MAR powinno opierać się na zasadzie proporcjonalności, tj. powinno znajdować uzasadnienie, najogólniej rzecz ujmując, w porównaniu kosztów społeczno-gospodarczych wprowadzenia regulacji do korzyści dla integralności rynku i ochrony inwestorów z niej wynikających. Regulacja nie może przy tym stać w sprzeczności z zasadami równości podmiotów prawa w znaczeniu materialnym oraz spójności systemu prawnego.

W powyższym kontekście rozważone zostaną kolejno trzy wybrane kwestie – zakres przedmiotowy MiCA i MAR, ze szczególnym uwzględnieniem instrumentów pochodnych opartych na kryptoaktywach, rezygnacja z objęcia regulacją rekomendacji inwestycyjnych odnoszących się do kryptoaktywów oraz rezygnacja z wprowadzenia obowiązku raportowania transakcji osób pełniących funkcje nadzorcze (PDMR) w ramach struktury emitentów kryptoaktywów.

4. Zakres przedmiotowy MiCA oraz MAR

Jak wskazano powyżej, MiCA znajduje zastosowanie wyłącznie do kryptoaktywów i to wyłącznie takich, które nie są instrumentami finansowymi w rozumieniu MIFID II. Co do zasady, tylko tego rodzaju nośniki wartości są przedmiotem regulacji tego rozporządzenia, a przepisy Tytułu VI MiCA nie przewidują w tym zakresie wyjątku. Odnoszą się one wyłącznie do działań dotyczących kryptoaktywów dopuszczonych do obrotu lub w odniesieniu do których złożono wnioski o dopuszczenie do obrotu (MiCA, art. 86 ust. 1). Choć regulacja obejmuje transakcje, zlecenia oraz zachowania odnoszące się do kryptoaktywów niezależnie od tego, czy mają miejsce na platformie obrotu (MiCA, art. 86 ust. 2), to jednak, co do zasady i wprost, nie obejmuje ona instrumentów finansowych.

Potwierdzenie tej interpretacji znajduje się w motywie 97 MiCA, zgodnie z którym instrumenty pochodne, które kwalifikują się jako instrumenty finansowe na mocy MIFID II i których aktywem bazowym jest kryptoaktywo, podlegają przepisom MAR, jeżeli są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, MTF lub OTF. Z kolei

kryptoaktywa objęte zakresem stosowania MiCA, które są aktywami bazowymi tych instrumentów pochodnych, powinny podlegać przepisom MiCA dotyczącym nadużyć na rynku. Z przytoczonego fragmentu jednoznacznie wynika, że instrumenty finansowe w rozumieniu MIFID II podlegają przepisom rozporządzenia MAR na zasadach tam określonych i nie podlegają regulacji MiCA.

Zgodnie z art. 2 MAR zakres przedmiotowy tego rozporządzenia został wskazany poprzez odniesienie do pojęcia instrumentów finansowych oraz miejsca lub dopuszczenia ich do obrotu. MAR obejmuje bowiem instrumenty finansowe, które są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, MTF lub OTF, a w przypadku dwóch pierwszych platform – również instrumenty będące przedmiotem wniosku o dopuszczenie do obrotu. MAR nie różnicuje instrumentów finansowych ze względu na ich typ – w jego zakresie przedmiotowym znajdują się zarówno instrumenty udziałowe, dłużne, jak i pochodne (Dybiński 2016, s. 1339). W odniesieniu do instrumentów pochodnych, MAR znajduje zastosowanie także wtedy, gdy dany walor (np. CFD lub CDS) oparty jest na instrumencie bazowym będącym przedmiotem zorganizowanego obrotu lub objętym wnioskiem o dopuszczenie do takiego obrotu (art. 2 ust. 1 lit. d MAR).

Zasadne jest zatem podkreślenie, że instrument pochodny niebędący przedmiotem zorganizowanego obrotu (tzw. instrument OTC) nie podlega MAR, o ile nie jest oparty na precyzyjnie określonych aktywach bazowych. Te z kolei, aby w ogóle można było rozważać ich dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, MTF lub OTF, muszą spełniać definicję instrumentów finansowych w rozumieniu MIFID II (zob. MIFID II, art. 4 ust. 1 pkt. 21–23).

5. Instrumenty pochodne OTC

Instrumenty pochodne niebędące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, w MTF lub OTF, których instrumentem bazowym są kryptoaktywa niebędące instrumentami finansowymi, nie są zatem przedmiotem regulacji MAR. Wniosek taki można wyciągnąć z przepisu art. 2 MAR, oraz wynika on, *a contrario*, z treści przywołanego motywu 97 MiCA.

Aby zrozumieć istotne, systemowe oraz praktyczne znaczenie tej tezy, należy powrócić na grunt regulacji MiCA, celem przykładu zawężając zakres rozważań do nadużycia obejmującego wykorzystanie informacji poufnej. Zakaz jej wykorzystania, odnoszący się do rynku kryptoaktywów, został przewidziany w art. 89 ust. 1 MiCA. Zakres tego przepisu determinuje jednak przedmiot rozporządzenia, zawarty w art. 2 oraz przedmiot jego Tytułu VI określony w art. 86. Zakaz ten nie odnosi się do zachowań i instrumentów nieobjętych zakresem zastosowania MiCA.

Wykładnia językowa art. 89 ust. 1 MiCA prowadzi do jednoznacznego wniosku, że składanie, modyfikacja lub anulowanie zleceń dotyczących instrumentów finansowych (w tym instrumentów pochodnych OTC) nie mieści się w zakresie także i tego

przepisu. Mowa jest w nim wyłącznie o „nabywaniu” lub „zbywaniu”, „bezpośrednim” lub „pośrednim” – kryptoaktywów. Również anulowanie lub modyfikowanie zleceń odnosi się, *expressis verbis*, wyłącznie do tych walorów. Czynności dotyczące instrumentów finansowych, nawet jeśli ich aktywem bazowym są kryptoaktywa, nie są objęte przepisami MiCA.

Na podstawie powyższych rozważań należy skonkludować, że zachowania inwestycyjne dotyczące instrumentów pochodnych rynku OTC, których aktywem bazowym są kryptoaktywa, nie są objęte zakresem przedmiotowym ani MiCA, ani MAR. Aby zilustrować praktyczne implikacje tego stanu normatywnego, warto posłużyć się konkretnym przykładem.

Podmiot mający informacje poufne dotyczące kryptoaktywów może, bez naruszenia obowiązujących regulacji, zawrzeć transakcję na instrumentach pochodnych OTC (np. otworzyć pozycję w kontrakcie CFD), uzyskując zysk wynikający z asymetrii informacyjnej względem drugiej strony transakcji oraz szerzej – pozostałych uczestników rynku. W odniesieniu do instrumentów finansowych, sytuację tę opisuje Motyw 10 zdanie 3 MAR, zgodnie z którym: *Przykładem sytuacji, w której instrumenty takie mogą być wykorzystane do celów nadużycia na rynku, są informacje poufne dotyczące akcji lub obligacji, które mogą być wykorzystane do zakupu instrumentów pochodnych od tych akcji lub obligacji, lub indeksu, którego wartość zależy od tych akcji lub obligacji.*

Z punktu widzenia *ratio legis* europejskiego prawa rynku finansowego taki stan rzeczy nie może zostać zaakceptowany. Celem regulacji przeciwdziałających nadużyciom na rynku jest bowiem zapewnienie równości wszystkich uczestników obrotu, eliminacja asymetrii informacyjnej oraz ochrona integralności rynku przed sytuacjami, w których uprzywilejowany dostęp do informacji prowadzi do nieuczciwych, ponadprzeciętnych korzyści. W omawianej sytuacji, podmiot dysponujący informacją poufną może w pełni świadomie czerpać zysk wynikający z jego uprzywilejowanego dostępu do informacji.

Co więcej, w literaturze powstałej na gruncie MAR wskazuje się, że celem art. 2 ust. 1 lit. d tego rozporządzenia jest przeciwdziałanie obejściom przepisów (Mucha, 2023, art. 2, nb. 15). Zakres zastosowania tego rozporządzenia określa się w doktrynie jako: *pojemny, szczelny i obejmujący zasadniczo wszelkie pola możliwych nadużyć na rynku* (Stokłosa 2021, art. 2, nb. 2). Nie sposób w tym kontekście przyjąć, że brak zastosowania analogicznych zasad na rynku kryptoaktywów znajduje jakiegokolwiek uzasadnienie. Z ekonomicznego punktu widzenia istnieje oczywista analogia pomiędzy czerpaniem zysków z nadużyć na tym rynku oraz na rynku instrumentów finansowych.

W szczególności należy wskazać, że brak objęcia instrumentów pochodnych OTC zakazem nadużyć na rynku w sytuacji gdy ich aktywem bazowym są kryptoaktywa nie może w żaden sposób znaleźć uzasadnienia w zasadzie proporcjonalności, o której mowa w motywie 95 MiCA. Stanowi on wprost naruszenie zasad równości podmiotów prawa oraz spójności systemu prawnego.

Co oczywiste, zakaz wykorzystania informacji poufnej jest przewidziany wprost w treści MiCA, a zatem nie stanowi normy o charakterze nieproporcjonalnym w stosunku do specyfiki rynku kryptoaktywów. Jego rozszerzenie również na instrumenty pochodne OTC stanowi zatem jedynie uzupełnienie i uszczelnienie istniejącego zakazu, a nie stworzenie jakiegokolwiek nowej sytuacji prawnej, nałożenie dodatkowego obowiązku lub obowiązku dalej idącego. Już z tego tylko powodu, niemożliwe jest uzasadnienie oparte na zasadzie proporcjonalności.

Dodatkowo, wskazać należy, że podmioty świadczące usługi odnoszące się do instrumentów pochodnych OTC muszą mieć status firmy inwestycyjnej (MIFID II, art. 5). Firmy inwestycyjne, jako profesjonalni uczestnicy obrotu, zobowiązane są wprowadzać uzgodnienia techniczne i organizacyjne związane z wykrywaniem nadużyć na rynku (MAR, art. 16). Co więcej, art. 92 MiCA również przewiduje dla osób zawodowo pośredniczących w zawieraniu transakcji lub realizujących transakcje związane z kryptoaktywami analogiczne obowiązki związane z zapobieganiem nadużyciom na rynku i ich wykrywaniem. Również z tego powodu nie ma zatem podstaw do przyjęcia, że brak sankcjonowania omawianego typu nadużycia stanowi realizację zasady proporcjonalności.

Naruszenie zasady równości polega w tym kontekście na umożliwieniu podmiotom dysponującym informacjami poufnymi o kryptoaktywach wykorzystanie tychże informacji poprzez zajęcie pozycji na instrumentach pochodnych OTC. Podmioty wykorzystujące w tym celu kryptoaktywa bazowe, w istocie doprowadzając do zbliżonego skutku ekonomicznego, są objęte sankcjami prawnymi. Równocześnie, nierówne traktowanie objawia się również w relacji pomiędzy insider'ami mającymi wiedzę o kryptoaktywach, a insider'ami których wiedza odnosi się do instrumentów finansowych.

Specyfika instrumentów pochodnych sprawia, że zysk insider'a jest jednocześnie stratą drugiej strony transakcji. W przypadku wielu popularnych instrumentów, jak kontrakty na różnice kursowe (CFD), drugą stroną transakcji jest najczęściej firma inwestycyjna wystawiająca instrument, działająca w modelu *market maker* (KNF 2023). Nie mając informacji poufnej, firma inwestycyjna umożliwia insider'owi zawarcie transakcji po cenie rynkowej (właściwej na dany moment), która w świetle tych informacji nie jest już odpowiednia. Występuje zatem asymetria informacyjna, której skutkiem jest strata firmy inwestycyjnej, do której powstania dochodzi po upublicznieniu informacji i zamknięciu pozycji przez insider'a.

W przypadku zabezpieczenia przez firmę ekspozycji lub przy wykorzystaniu innych form wykonywania zleceń odnoszących się do instrumentów pochodnych OTC (np. *straight-through-processing*, STP), może dojść jedynie do zmiany podmiotu ponoszącego stratę, lecz w każdym przypadku zysk insider'a musi oznaczać stratę innego uczestnika rynku. Narusza to spójność systemu prawnego, a dla rynku finansowego oznacza zagrożenie integralności oraz ochrony inwestorów.

6. Brak regulacji rekomendacji inwestycyjnych

Tytuł VI rozporządzenia MiCA nie przewiduje odrębnej regulacji dotyczącej rekomendacji inwestycyjnych w odniesieniu do kryptoaktywów, analogicznej do tej zawartej w art. 20 MAR oraz regulacjach wykonawczych określonych w RTS 2016/958. W konsekwencji, sporządzanie rekomendacji inwestycyjnych dotyczących kryptoaktywów nie jest obwarowane wymogami o charakterze formalnym, jak obowiązek ujawniania konfliktów interesów, ani materialnym, jak w szczególności ogólny wymóg zachowania obiektywizmu rekomendacji.

W świetle MAR oraz RTS 2016/958 obowiązki te uzasadniane są deficytem informacyjnym występującym po stronie inwestorów na rynku kapitałowym, co stwarza potencjalne ryzyko nadużyć w zakresie rekomendacji inwestycyjnych (Weber 2023, art. 20, nb. 4 i cytowana tam literatura). Inwestor korzystający z rekomendacji nie ma dostępu do informacji o sytuacji osoby ją sporządzającej, przez co nie jest w stanie należycie ocenić jej rzetelności ani potencjalnych konfliktów interesów. Z uwagi na autorytet, bądź rozpoznawalność autora rekomendacji, inwestor może podejmować decyzje inwestycyjne, których nie podjąłby w innych okolicznościach, w tym zaakceptować wyższy poziom ryzyka. Z tego względu na autorach rekomendacji ciąży obowiązek zapewnienia ich obiektywizmu, klarowności i precyzyjności (RTS 2016/958, Motyw 1).

W kontekście kryptoaktywów szczególną uwagę zwraca się na rolę mediów społecznościowych w dystrybucji rekomendacji inwestycyjnych. Rola ta jest znacznie bardziej wyeksponowana niż w przypadku tradycyjnych instrumentów finansowych, co stwarza dodatkowe zagrożenia nadużyć (ESMA 2025b, s. 6). Praktyka rynkowa już na gruncie instrumentów finansowych dowodziła potrzeby wydania odrębnego ostrzeżenia adresowanego do podmiotów publikujących rekomendacje w mediach społecznościowych (ESMA 2024), co potwierdza wagę problemu także w tym obszarze. Brak równoważnych wymogów w MiCA uniemożliwia jednak analogiczną reakcję wobec niepożądanych zjawisk, jakimi są rekomendacje pozbawione przejrzystości.

W literaturze empirycznej duże znaczenie przypisuje się zjawisku wykorzystania zautomatyzowanych kont (botów) do upowszechniania manipulacyjnych rekomendacji inwestycyjnych, w szczególności jako elementu manipulacji typu *pump and dump* (Nizzoli et al. 2020). Konta te, masowo zakładane w mediach społecznościowych (m.in. X, Telegram), mają na celu wzmacnianie entuzjazmu inwestorów i wywoływanie wrażenia popularności danego projektu opartego na kryptoaktywach.

Brak odpowiednich wymogów w zakresie treści rekomendacji – jak obowiązek ujawnienia tożsamości autora (RTS 2016/958, art. 2 ust. 1) czy obowiązek wyodrębnienia faktów od opinii oraz wskazania źródeł informacji (RTS 2016/958, art. 3 ust. 1), znacząco utrudnia przeciwdziałanie rozpowszechnianiu nierzetelnych rekomendacji. W świetle powyższych regulacji odnoszących się do instrumentów finansowych, posługiwanie się fikcyjnymi kontami w celu szerzenia rzekomo autorskich rekomendacji stanowi wprowadzenie odbiorcy w błąd co do tożsamości autora i może być uznane za działanie niezgodne z prawem.

Jedyną, choć wąsko zakreśloną, granicę swobody formułowania rekomendacji inwestycyjnych odnoszących się do kryptoaktywów wyznacza art. 91 ust. 2 lit. c MiCA, wraz z egzemplifikacją w art. 91 ust. 3 lit. c. Przepisy te penalizują publikację fałszywych lub wprowadzających w błąd sygnałów w odniesieniu do kryptoaktywów, w tym publikowanie opinii na ich temat w środkach masowego przekazu, po uprzednim zajęciu pozycji w tych aktywach i czerpaniu zysków z efektów rekomendacji, bez jednoczesnego skutecznego ujawnienia konfliktu interesów. Należy sądzić, że normatywny zakres przedmiotowej regulacji ogranicza się zasadniczo do najbardziej oczywistych przypadków nadużyć, tj. wprost kłamstw lub manipulacji na temat kryptoaktywów.

W szczególności, przykład z art. 91 ust. 3 lit. c MiCA nie obejmuje sytuacji, w której rekomendację formułuje osoba działająca na zlecenie posiadacza aktywów, lecz sama nie posiada pozycji w danym kryptoaktywie. To odróżnia MiCA od art. 20 MAR, który przewiduje szerszy zakres reglamentacji i ujawnienie konfliktu interesów stanowi obowiązek pozytywny, niezależnie od stosunku prawnego lub faktycznego, który jest jego podstawą. W przypadku gdy podmiot formułujący rekomendację dotyczącą kryptoaktywa nie jest jego emitentem i nie ciąży na nim szczególne obowiązki w zakresie kształtowania przekazu marketingowego (zob. np. MiCA, art. 7 ust. 1 lit. b), rekomendacja niepodlegająca zakazowi z art. 91 ust. 2 lit. c MiCA, tj. nieprzekazująca fałszywych lub wprowadzających w błąd sygnałów, pozostaje poza zakresem kontroli regulacyjnej.

Z uwagi na wskazywane w literaturze trudności w określeniu wewnętrznej wartości wielu kryptoaktywów, które nierzadko nie generują żadnego przewidywalnego strumienia przepływów pieniężnych, istnieje poważne ryzyko, że działania wysoce problematyczne z punktu widzenia ochrony inwestorów i integralności rynku nie zostaną zakwalifikowane jako manipulacja w rozumieniu art. 91 ust. 2 lit. c MiCA. Skrajne opinie wyrażane o kryptoaktywach, w tym rozpowszechniane przez boty, nie będą sankcjonowane o ile nie stanowią wprost fałszu lub sygnałów wprowadzających w błąd. Wobec subiektywnej, spekulacyjnej, zależnej wyłącznie od popytu i podaży wartości tych aktywów, mogą wystąpić trudności z operacjonalizacją przedmiotowego przepisu.

Reasumując, brak kompleksowej regulacji pozytywnych obowiązków odnoszących się do rekomendacji inwestycyjnych w odniesieniu do kryptoaktywów należy ocenić krytycznie. Argument proporcjonalności nie znajduje w tym przypadku zastosowania – przepisy art. 20 MAR oraz RTS 2016/958, które mają zastosowanie do wszelkich rekomendacji (niezależnie od tego, czy zostały sporządzone przez profesjonalistów w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 34 lit. i MAR), oferują rozwiązania adekwatne i wyważone. Z jednej strony pozwalają one skutecznie przeciwdziałać masowej dystrybucji nierzetelnych rekomendacji w mediach społecznościowych, z drugiej nie nakładają na uczestników rynku nadmiernych wymogów administracyjnych. Brak analogicznych norm na gruncie MiCA jest w tym zakresie nieuzasadniony.

7. Brak regulacji raportowania transakcji menadżerskich

W obszarze obrotu instrumentami finansowymi problematyka raportowania transakcji menadżerskich została uregulowana w art. 19 MAR. Przepis ten skierowany jest do dwóch kategorii podmiotów – osób pełniących obowiązki zarządcze (ang. *persons discharging managerial responsibilities*) w strukturach emitenta oraz osób blisko z nimi związanych (MAR, art. 19 ust. 1). Podmioty te zobowiązane są do zgłaszania transakcji, których przedmiotem są akcje lub instrumenty dłużne emitenta, a także w szczególności inwestycji w inne instrumenty finansowe skutkujące uzyskaniem analogicznej ekspozycji (zob. RTS 2016/522, art. 10 ust. 2).

Ratio legis art. 19 MAR stanowi zapewnienie transparentności działań osób pełniących funkcje zarządcze. Przepis ten funkcjonuje jako instrument przeciwdziałania nadużyciom rynkowym, w szczególności wykorzystaniu informacji poufnych (MAR, motyw 58). Jednocześnie, ujawniane transakcje menadżerskie mogą stanowić istotne źródło informacji dla uczestników rynku, pozwalając im wnioskować o percepcji sytuacji emitenta przez jego kadrę kierowniczą. W tym kontekście art. 19 MAR pełni funkcję narzędzia ograniczania asymetrii informacyjnej (Kalss et al. 2021, s. 348). Celem regulacji jest umożliwienie inwestorom formułowania samodzielnych ocen co do znaczenia danych transakcji, w tym w szczególności, czy mają one charakter sygnału kupna, czy też sprzedaży.

W odniesieniu do rynku kryptoaktywów można wskazać na istnienie analogicznych przesłanek uzasadniających ustanowienie regulacji dotyczących transakcji osób zajmujących stanowiska kierownicze w strukturach emitentów tych aktywów. Osoby takie mogą mieć informacje poufne, a obowiązek raportowania transakcji może służyć jako środek kontroli społecznej nad działaniami kadry zarządzającej. Wpisuje się to zarazem w postulaty przejrzystości i odpowiedzialności, które stanowią swoiste *idée fixe* w społecznościach skupionych wokół technologii rozproszonych rejestrów.

Kwestia ta nabiera szczególnej wagi w świetle powszechności manipulacji typu *pump and dump* na rynku kryptoaktywów, w które zaangażowane mogą być osoby pełniące kluczowe funkcje u emitenta. W literaturze podkreśla się, że anonimowość charakteryzująca ten rynek zwiększa podatność inwestorów na tego rodzaju nadużycia (Mirtaheri et al. 2021, s. 607). Można zatem *prima facie* założyć, że przejrzystość w zakresie transakcji menedżerskich mogłaby przyczynić się do przeciwdziałania takim praktykom. W szczególności, nagła wyprzedaż kryptoaktywów przez członków kierownictwa emitenta mogłaby zostać odebrana przez uczestników rynku jako sygnał ostrzegawczy wskazujący, że osoby mające szczególną wiedzę postrzegają dane aktywo jako przewartościowane i że możliwa jest nadchodząca faza *dump*.

Należy jednak zauważyć, że klasyczne oszustwa typu *pump and dump* organizowane z wykorzystaniem mediów społecznościowych, często pozbawione są związku z działaniami emitenta aktywów. Za pośrednictwem mediów dochodzi do sztucznego nagłośnienia wybranego kryptoaktywa przez współdziałającą grupę osób

(Mirtaheri et al. 2021, s. 607), które mogą dążyć jedynie do wywołania krótkoterminowej, gwałtownej zmiany kursu, nie prowadząc jakiejkolwiek trwałej polityki wobec niego. Rozpowszechnione są w szczególności przypadki, w których organizator „pompowania” tworzy grupę w zaszyfrowanej aplikacji komunikacyjnej i powiadamia uczestników o nadchodzącej akcji, nie ujawniając nawet, w pierwszej fazie, którego aktywa dotyczy kampania (Constantino 2022, s. 3).

Uwagi wymaga również kwestia temporalna, tj. czas dokonania transakcji oraz czas jej ujawnienia. Zgodnie z MAR, pomiędzy wykonaniem transakcji a jej publicznym ogłoszeniem występuje istotne opóźnienie. Osoba obowiązana powiadamia emitenta i właściwy organ niezwłocznie, jednak nie później niż w ciągu trzech dni roboczych od dnia transakcji (MAR, art. 19 ust. 1), natomiast emitent ma dwa dni robocze na upublicznienie informacji od momentu otrzymania zawiadomienia (MAR, art. 19 ust. 3). Tak skonstruowany mechanizm – będący w istocie kompromisem pomiędzy przeciwdziałaniem asymetrii informacyjnej a ograniczaniem nadmiernych obciążeń administracyjnych – jest zasadny w warunkach rynku instrumentów finansowych, jednak może okazać się niewystarczający w kontekście rynku kryptoaktywów, charakteryzującego się wysoką zmiennością i dynamiką obrotu. W tym kontekście, otrzymanie stosownej informacji po 5 dniach roboczych może być pozbawione realnego znaczenia, a znaczące skrócenie tego okresu wiąże się, jak się zdaje, z naruszeniem zasady proporcjonalności poprzez nałożenie na emitentów kryptoaktywów zbyt restrykcyjnych obowiązków.

Dodatkowo, funkcję sygnałną na rynku kryptoaktywów pełnią w praktyce narzędzia analityczne umożliwiające monitorowanie stanu posiadania poszczególnych uczestników obrotu, co wynika z transparentnego, zdecentralizowanego charakteru technologii rozproszonego rejestru. W obrocie tym funkcję identyfikacyjną pełnią klucze publiczne przypisane do indywidualnych portfeli. Na podstawie analizy historii transakcji przypisanych do danego klucza możliwe jest określenie wartości zgromadzonych aktywów, a tym samym identyfikacja uczestników o istotnym znaczeniu rynkowym – tzw. wielorybów (ang. *whales*) – których decyzje inwestycyjne wywierają mierzalny wpływ na rynek (Chernoff, Jagtiani 2024, s. 3). Wskazane podmioty nie muszą pozostawać w relacji z emitentem danego kryptoaktywa, jednakże analiza ich aktywności inwestycyjnej sama w sobie pełni funkcję sygnalizacyjną istotną z perspektywy pozostałych uczestników rynku.

W odniesieniu natomiast do transakcji realizowanych poza głównym rejestrem danego kryptoaktywa (*off-chain*), przykładowo w ramach wewnętrznych ksiąg dostawców usług powierniczych, rozporządzenie MiCA nakłada obowiązek wdrożenia mechanizmów zapobiegających nadużyciom, służących ich wykrywaniu oraz zgłaszaniu podejrzanych transakcji lub zleceń w ramach procedury STOR (ang. *suspicious transactions and orders reporting*) (MiCA, art. 92 ust. 1). Choć obowiązki te nie zastępują klasycznej funkcji sygnałnej związanej z raportowaniem transakcji menadżerskich, stanowią instrument wspierający przeciwdziałanie wykorzystaniu informacji poufnych oraz manipulacji na rynku.

Reasumując, obciążenie emitentów kryptoaktywów oraz ich kadry zarządzającej obowiązkami analogicznymi do tych przewidzianych w art. 19 rozporządzenia MAR wydaje się nieproporcjonalne. Choć instrumenty te mogą spełniać określoną funkcję sygnałną oraz prewencyjną, ich efektywność w kontekście specyfiki rynku kryptoaktywów budzi uzasadnione wątpliwości. Cele te mogą być bowiem osiągalne za pomocą innych, mniej dolegliwych środków regulacyjnych, co jest szczególnie istotne z uwagi na fakt, że emitenci kryptoaktywów są często podmiotami zaliczającymi się do sektora małych i średnich przedsiębiorstw.

Podsumowanie

Tytuł VI MiCA stanowi regulację o fundamentalnym znaczeniu dla zapewnienia stabilnych i przejrzystych ram prawnych funkcjonowania rynku kryptoaktywów. Niewątpliwie wprowadzenie zakazu wykorzystania informacji poufnych, ich bezprawnego ujawniania, a także przeciwdziałania manipulacjom rynkowym, stanowi konieczny krok w kierunku ochrony interesów inwestorów oraz zapewnienia integralności rynku.

Jednocześnie, dzieląc pogląd, zgodnie z którym nie wszystkie mechanizmy przewidziane w MAR powinny automatycznie znaleźć zastosowanie na rynku kryptoaktywów, ze względu na odmienną jego strukturę, dynamikę oraz kompozycję podmiotową, należy jednak zdecydowanie zaznaczyć, że pominięcie niektórych kluczowych obszarów stanowi poważne ograniczenie skuteczności przyjętego modelu regulacyjnego. W szczególności brak objęcia regulacją rynku instrumentów pochodnych OTC, które są oparte na kryptoaktywach, wydaje się niedopuszczalnym przeoczeniem w kontekście celów stawianych przed prawem przeciwdziałania nadużyciom rynkowym.

Równie istotnym mankamentem jest brak szczegółowych przepisów dotyczących rekomendacji inwestycyjnych odnoszących się do kryptoaktywów, które, jak pokazuje praktyka rynkowa, mogą być wykorzystywane jako narzędzie manipulacji, głównie w środowisku mediów społecznościowych.

Z tych względów należy stwierdzić, że choć Tytuł VI MiCA stanowi istotny krok w kierunku prawnej legitymizacji rynku kryptoaktywów, to jednak jego selektywność i fragmentaryczność w odniesieniu do określonych segmentów rynku i działań informacyjnych może prowadzić do osłabienia skuteczności całego reżimu prawnego. Konsekwentna realizacja celów związanych z przeciwdziałaniem nadużyciom będzie w przyszłości wymagać rewizji i rozszerzenia ram regulacyjnych, zwłaszcza w odniesieniu do obszarów wykazujących największą podatność na nieprawidłowości.

Należy mieć na uwadze ryzyka związane z potencjalnym nadmiernym uregulowaniem młodego rynku, na co wprost wskazano w wybranych motywach MiCA. Przyjęcie nadmiernie restrykcyjnego podejścia, w szczególności poprzez pełne zastosowanie kompleksowych ram normatywnych analogicznych do tych, które odnoszą

się do instrumentów finansowych (MIFID II, MAR), należy uznać za niezasadne. Niezależnie jednak od ostatecznego kształtu regulacji, szczególne znaczenie należy przypisać edukacji inwestorów oraz zapewnieniu im pełnej świadomości co do skali ryzyk, z jakimi mogą się zetknąć. Inwestor powinien mieć prawo do podejmowania ryzyka, jednak prawo to musi być poprzedzone rzetelnym i adekwatnym ostrzeżeniem przed potencjalnymi zagrożeniami.

Bibliografia

Akerlof G.A. (1970), *The Market for „Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, 84(3), s. 488–500. doi: 10.2307/1879431 (dostęp 17.05.2025).

Berentsen A., Schär F. (2018), *A Short Introduction to the World of Cryptocurrencies*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 100(1), s. 1–16. doi:10.20955/r.2018.1-16.

Blicharz G., Oręziak B., Wielec M. i in. (2021), *Rynek finansowy: Zapobieganie przyczynom przestępczości*, [w:] M. Wielec, B. Oręziak, G. Blicharz (red.), Warszawa: Instytut Wymiaru Sprawiedliwości, [online] https://iws.gov.pl/wp-content/uploads/2021/07/Rynek-finansowy_DRUK.pdf (dostęp 17.05.2025).

Chernoff A., Jagtiani J. (2024), *Beneath the Crypto Currents: The Hidden Effect of Crypto “Whales”*. Philadelphia: Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper 24–14, [online] <https://www.philadelphiafed.org/-/media/frbp/assets/working-papers/2024/wp24-14.pdf> (dostęp 17.05.2025).

Constantino J. (2022), *Why are cryptocurrencies vulnerable to pump-and-dump schemes in Europe?*, Amsterdam Law Forum, 14, s. 8, [online] <https://doi.org/10.37974/ALF.444> (dostęp 17.05.2025).

Czerwińska T., Jajuga K. (2016), *Ryzyko instytucji finansowych: Współczesne trendy i wyzwania*. Warszawa: C.H. Beck.

Delivorias A. (2021), *Understanding initial coin offerings: A new means of raising funds based on blockchain*. Briefing. Luksemburg: Europejskie Centrum Wydawnicze Parlamentu Europejskiego. PE 696.167 – Lipiec 2021. [pdf] European Parliamentary Research Service (EPRS), [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/696167/EPRS_BRI\(2021\)696167_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/696167/EPRS_BRI(2021)696167_EN.pdf) (dostęp 17.05.2025).

Dybiński J. (2016), *Rozdział 25. Ochrona przed nadużyciami na rynku instrumentów finansowych*, [w:] M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego. Tom 4*. Warszawa: C.H. Beck.

Komisja Europejska (2024), *The future of European competitiveness: A competitiveness strategy for Europe. Part A*. Luksemburg: Urząd Publikacji Unii Europejskiej, [online] https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en (dostęp 17.05.2025).

ESAs (2022), Europejskie Urzędy Nadzoru (EBA, ESMA i EIOPA), *Wspólne ostrzeżenie dla konsumentów dotyczące ryzyk związanych z kryptoaktywami*. [pdf] ESA 2022 15, 17 marca 2022. Paryż: Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), <https://www.>

esma.europa.eu/sites/default/files/library/esa_2022_15_joint_esas_warning_on_crypto-assets.pdf (dostęp 17.05.2025).

ESMA (2024), Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), *Ostrzeżenie dla osób publikujących rekomendacje inwestycyjne w mediach społecznościowych*. [pdf] ESMA, numer dokumentu: ESMA74-1103241886-912, 6 lutego 2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf (dostęp 17.05.2025).

ESMA (2025a), Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), *ESMA_QA_2463 – Do “copy trading services” (also referred as “auto trading services”) related to crypto-assets fall within the scope of portfolio management or any other crypto-asset services as listed in Article 3(1)(16) of MiCA?* [online] <https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/2463> (dostęp 17.05.2025).

ESMA (2025b), Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), *Raport końcowy: Wytyczne dotyczące praktyk nadzorczych organów krajowych w zakresie zapobiegania i wykrywania nadużyć rynkowych zgodnie z rozporządzeniem MiCA*. [pdf] ESMA, numer dokumentu: ESMA75-453128700-1408, 29 kwietnia 2025. Dostępne na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA75-453128700-1408_Final_Report_MiCA_Guidelines_on_prevention_and_detection_of_market_abuse.pdf (dostęp 17.05.2025).

Garlicki L., Zubik M. (red.) (2016), *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz. Tom II*. Wyd. 2. Warszawa: Wydawnictwo Sejmowe. ISBN: 978-83-7666-468-2.

IDPRZP – ustawa z dnia 17 lutego 2005 r. o informatyzacji działalności podmiotów realizujących zadania publiczne (Dz.U. z 2024 r. poz. 1557).

Jajuga K., Jajuga T. (2011), *Inwestycje: Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Wyd. 1. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Kalss S., Oppitz M., Torggler U., Winner M. (red.) (2021), *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 596/2014*. Elgar Commentaries in Financial Law. Cheltenham–Northampton: Edward Elgar Publishing, <https://doi.org/10.4337/9781800882249> (dostęp 17.05.2025).

Komisja (1977), *Zalecenie Komisji z dnia 25 lipca 1977 r. dotyczące europejskiego kodeksu postępowania w zakresie transakcji papierami wartościowymi zbywalnymi (77/534/EWG)*. *Dziennik Urzędowy Wspólnot Europejskich*, L 212, 20.8.1977, s. 37–43, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A31977H0534> (dostęp 17.05.2025).

KNF (2023), Komisja Nadzoru Finansowego, *Czym się charakteryzuje broker działający w modelu Market Maker?* [online] Dostępne na: https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/forex/pytania_i_odpowiedzi (dostęp 17.05.2025).

Lipniewicz R. (2015), *Zasada proporcjonalności a podatkowe ograniczenia swobód rynku wewnętrznego Unii Europejskiej*. „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, 77(4), s. 93–103. [online] Dostępne na: <https://pressto.amu.edu.pl/index.php/rpeis/article/view/4276/4345> (dostęp 17.05.2025).

Macey J.R. (1999), *Securities Trading: A Contractual Perspective*. Case Western Reserve Law Review, 50(2), s. 269–283, <https://scholarlycommons.law.case.edu/caselrev/vol50/iss2/10> (dostęp 17.05.2025).

MAR, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 1–61).

MiCA, Rozporządzenie 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. L 150 z 9.6.2023, s. 40–205).

MIFID II, 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 (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349–496).

Mirtaheri M., Abu-El-Haija S., Morstatter F., Ver Steeg G., Galstyan A. (2021), *Identifying and analyzing cryptocurrency manipulations in social media*. IEEE Transactions on Computational Social Systems, 8(3), s. 607–617, [online] <https://doi.org/10.1109/TCSS.2021.3059286> (dostęp 17.05.2025).

Mucha A. (2023), Artykuł 2 Rozporządzenia nr 596/2014, [w:] J. Dybiński (red.), *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE. Komentarz*. Wyd. 1. Warszawa: C.H. Beck.

Nakamoto S. (2008), *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. [online] Dostępne na: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> (dostęp 17.05.2025).

Nizzoli L., Tardelli S., Avvenuti M., Cresci S., Tesconi M., Ferrara E. (2020), *Charting the Landscape of Online Cryptocurrency Manipulation*. IEEE Access, PP, s. 1–1, [online] <https://doi.org/10.1109/ACCESS.2020.3003370> (dostęp 17.05.2025).

OECD (2011), *Administrative Simplification in Poland: Making Policies Perform, Cutting Red Tape*. Paris: OECD Publishing. [online] <https://doi.org/10.1787/9789264097261-en> (dostęp 17.05.2025).

RTS (2016/522), Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/522 z dnia 17 grudnia 2015 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w kwestiach dotyczących wyłączenia niektórych organów publicznych i banków centralnych państw trzecich, okoliczności wskazujących na manipulację na rynku, progów powodujących powstanie obowiązku podania informacji do wiadomości publicznej, właściwych organów do celów powiadomień o opóźnieniach, zgody na obrót w okresach zamkniętych oraz rodzajów transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze podlegających obowiązkowi powiadomienia (Dz.U. L 88 z 5.4.2016, s. 1–18).

RTS (2016/958), Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów (Dz.U. L 160 z 17.6.2016, s. 15–22).

Rycerski A. (2025), *Definicja informacji poufnej na rynku kryptoaktywów oraz rynku instrumentów finansowych*. „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego”, 78(1), s. 32–39, [online] <https://doi.org/10.33226/0137-5490.2025.1.5> (dostęp 17.05.2025).

Sąd Najwyższy (2001), Postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 25.05.2001 r., WA 15/01, OSNKW 2001, nr 9–10, poz. 81.

Stokłosa A. (2021), Artykuł 2 Rozporządzenia MAR, [w:] S. Syp, A. Stokłosa (red.), *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*. Wyd. 2. Warszawa: Wolters Kluwer Polska.

Szczucki K. (2021), *Ustawa o Sądzie Najwyższym. Komentarz*. Wyd. 2. Warszawa: Wolters Kluwer Polska.

Szpranger W., Kasiewicz S., Kurkliński L. (2013), *Zasada proporcjonalności a polski sektor bankowy. Uwarunkowania, narzędzia, szanse, zagrożenia*. Warszawa: ALTERUM – Ośrodek Badań i Analiz Systemu Finansowego, Zakład Warszawskiego Instytutu Bankowości, [online] http://alterum.pl/uploaded/Tresc_raportu_-_Zasada_proporcjonalnosci_a_polski_sektor.pdf (dostęp 17.05.2025).

Weber A.M. (2023), Artykuł 20 Rozporządzenia nr 596/2014, [w:] J. Dybiński (red.), *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku [...] Komentarz*. Wyd. 1. Warszawa: C.H. Beck.

Woźniak R. (2023), Artykuł 1 Rozporządzenia nr 596/2014, [w:] J. Dybiński (red.), *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE. Komentarz*. Wyd. 1. Warszawa: C.H. Beck.