

Adrian Rycerski*

ORCID: 0000-0002-4673-0450

arycerski@swps.edu.pl

Ochrona klientów korzystających z usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów (MiCAR) – uwagi porównawcze na tle pakietu regulacyjnego MiFID II

Streszczenie

Kryptoaktywa budzą wiele kontrowersji zarówno z perspektywy ich wyceny (metod wyceny), jak i licznych zagrożeń po stronie inwestorów. Rynek kryptoaktywów słynie bowiem, niestety, ze spekulacji, dużych wahań cen, manipulacji oraz wyrafinowanych technik marketingowych. Doradzanie w takich warunkach cechuje się zatem istotnym i wielorodzajowym ryzykiem. Dlatego też usługa doradztwa w zakresie kryptoaktywów może i powinna budzić ciekawość, w szczególności w zakresie instrumentów ochrony klientów korzystających z tej usługi oraz ewentualnej odpowiedzialności cywilnoprawnej podmiotów ją świadczących.

Rozporządzenie w sprawie rynku kryptoaktywów (MiCAR) poddaje reżimowi prawnemu usługę doradztwa w zakresie kryptoaktywów. Wykonywanie tej usługi wymaga, co do zasady, zezwolenia wydawanego przez KNF, uprzednio przekonując organ nadzoru o spełnianiu wymogów prawnych, m.in. tych nastawionych na ochronę klientów. Wymogi te, jak i specyfika przedmiotu samego doradztwa (kryptoaktywa), skłaniają do głębszej refleksji nt. postulowanego, oczekiwanego, teoretycznego i praktycznego wymiaru tej usługi.

Aby jednak móc rzetelnie rozmawiać o usłudze doradztwa w zakresie kryptoaktywów należy porównać tę usługę z usługą doradztwa inwestycyjnego, o której mowa w dyrektywie 2014/65/UE (dyrektywa MiFID II). Doradztwo inwestycyjne zdefiniowane w dyrektywie MiFID II ma już bowiem długoletnią tradycję, z której nie tylko warto, lecz wręcz trzeba skorzystać. Pozwoli to przedstawić specyfikę doradztwa w zakresie kryptoaktywów oraz doprowadzi do wskazania kluczowych obowiązków związanych z jej wykonywaniem. Ukazanie

* Adrian Rycerski – doktor nauk prawnych, adiunkt na Uniwersytecie SWPS w Poznaniu, adwokat, Certified Cryptoasset Anti-Financial Crime Specialist (ACAMS), Certyfikowany Doradca w Alternatywnym Systemie Obrotu (nr 18/2015).

istotnych problemów doradztwa w zakresie kryptoaktywów powinno nam uświadomić, co czeka uczestników rynku finansowego już za kilka miesięcy.

Słowa kluczowe: doradztwo, kryptoaktywa, MiCAR, MiFID II

Kody JEL: K22

Protection of Clients Receiving Advice on Crypto-Assets (MiCAR) – Comparative Remarks in the Context of the MiFID II Regulatory Package

Abstract

Crypto-assets are the subject of considerable controversy, both in terms of their valuation (valuation methods) and the numerous risks they pose to investors. The crypto-asset market is unfortunately known for speculation, high price volatility, manipulation, and sophisticated marketing techniques. Providing advice under such conditions therefore entails significant and multifaceted risk. For this reason, the service of crypto-asset advisory may and should attract attention – particularly in relation to the mechanisms for protecting clients using this service and the potential civil liability of entities providing it.

The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR) introduces a legal framework for the provision of crypto-asset advisory services. As a rule, the provision of this service requires authorization from the Polish Financial Supervision Authority (KNF), after first convincing the supervisory authority that the legal requirements – especially those aimed at client protection – are met. These requirements, along with the specific nature of the advisory subject (i.e., crypto-assets), call for deeper reflection on the proposed, expected, theoretical, and practical dimensions of this service.

However, in order to have a meaningful and informed discussion about crypto-asset advisory services, it is necessary to compare this service with investment advisory services as defined in Directive 2014/65/EU (MiFID II). Investment advice under MiFID II has a long-standing tradition – one that not only should, but must, be drawn upon. This comparison will help illustrate the specific nature of crypto-asset advisory and lead to the identification of the key obligations associated with its provision. Highlighting the key issues in crypto-asset advisory should help us understand what lies ahead for financial market participants in just a few months.

Keywords: advice, cryptoassets, MiCAR, MiFID II

JEL Codes: K22

Wstęp

Rozporządzenie 2023/1114 w sprawie rynków kryptoaktywów (dalej: MiCAR)¹ stworzyło ramy prawne m.in. dla usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów. Od momentu rozpoczęcia stosowania MiCAR wykonywanie tej usługi wymaga uzyskania zezwolenia wydawanego przez właściwy organ nadzoru², po uprzednim wykazaniu zgodności z szeregiem wymogów, w tym organizacyjnych, regulacyjnych i osobowych, a to wszystko w celu zapewnienia klientom odpowiedniej ochrony. Wymogi te oraz skomplikowana i wręcz niekiedy kontrowersyjna specyfika przedmiotu doradztwa (kryptoaktywa) skłaniają do głębszej refleksji na temat postulowanego, oczekiwanego, teoretycznego i praktycznego wymiaru tej usługi. W niniejszym artykule omówiono przepisy MiCAR odnoszące się do usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów, poprzez ich porównanie z obecnym już od kilku lat pakietem regulacyjnym MiFID II³, który przewiduje usługę doradztwa inwestycyjnego. Należy zatem porównać oba rodzaje usług na gruncie MiCAR oraz dyrektywy MiFID II⁴, której przepisy zostały implementowane do polskiego porządku prawnego i znajdują się w u.o.i.f.⁵ Doradztwo inwestycyjne zdefiniowane w dyrektywie MiFID II ma już bowiem długoletnią tradycję, z której nie tylko warto, lecz wręcz trzeba, skorzystać. Pozwoli to przedstawić specyfikę doradztwa w zakresie kryptoaktywów oraz doprowadzi do wskazania kluczowych obowiązków związanych z jej wykonywaniem.

1. Pakiet regulacyjny MiFID II jako źródło inspiracji dla prawodawcy unijnego

Na pakiet regulacyjny MiFID II składają się: dyrektywa MiFID II, jako akt ustawodawczy prawa UE oraz wiele aktów delegowanych i wykonawczych w rozumieniu art. 290–291 TFUE⁶, tj. przede wszystkim rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565⁷, które określa zasady postępowania firm inwestycyjnych, m.in. w zakre-

¹ 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 9.06.2023, s. 40–205 ze zm.) (MiCAR).

² Z pewnymi wyjątkami określonymi w art. 59 MiCAR oraz art. 143 ust. 3 MiCAR.

³ Pod pojęciem „pakietu regulacyjnego MiFID II” autor rozumie przepisy dyrektywy MiFID II (zob. przypis 5 poniżej) wraz z aktami nieustawodawczymi (wykonawczymi i delegowanymi) do tej dyrektywy oraz przepisy prawa polskiego, które implementowały lub wykonywały te przepisy prawa unijnego.

⁴ 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 12.06.2014, p. 349–496 ze zm.) (dyrektywa MiFID II).

⁵ Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2024 r. poz. 722 ze zm.) (u.o.i.f.).

⁶ Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej z 25 marca 1957 r. (Dz.U. 2004 Nr 90, poz. 864).

⁷ Rozporządzenie delegowane Komisji z 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków

sie świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego i definiuje tę usługę (art. 9 rozporządzenia 2017/565). Niezwykle ważną rolę odgrywają także wytyczne i rekomendacje organów nadzoru⁸.

Dyrektywa MiFID II ustanowiła ramy prawne określające warunki działalności w zakresie usług inwestycyjnych, a więc obejmujących instrument finansowy⁹. Pakiet regulacyjny MiFID II skoncentrowany jest zatem na czynnościach, które odnoszą się do instrumentów finansowych i przez to ich występowanie w danym stanie faktycznym jest warunkiem niezbędnym i wystarczającym stosowania tych ram prawnych. Ponadto prymat ram prawnych dla instrumentów finansowych potwierdza także art. 2 ust. 4 lit. a) MiCAR.

Dyrektywa MiFID II określa wymogi organizacyjne dla firm inwestycyjnych świadczących usługi inwestycyjne (w nomenklaturze krajowej – usługi maklerskie), wymogi i warunki funkcjonowania systemu obrotu instrumentami finansowymi, dostawców usług w zakresie udostępniania informacji; wymogi w zakresie sprawozdawczości z transakcji na instrumentach finansowych; limity pozycji i mechanizmy kontroli zarządzania pozycjami w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych; wymogi w zakresie przejrzystości transakcji na instrumentach finansowych.

2. Doradztwo inwestycyjne

Definicja doradztwa inwestycyjnego, na poziomie aktu ustawodawczego UE, znajduje się w art. 4 ust. 1 pkt 4 dyrektywy MiFID II i oznacza świadczenie na rzecz klienta, na jego wniosek albo z inicjatywy firmy inwestycyjnej, osobistej rekomendacji w odniesieniu do jednej lub większej liczby transakcji na instrumentach finansowych (Sójka 2014, s. 39–45; Kapica, Sójka 2022, s. 494–497; Włodarczyk 2022).

Uzupełnieniem powyższej definicji jest art. 9 rozporządzenia 2017/565, który stanowi, że „osobistą rekomendację” uznaje się za rekomendację skierowaną do osoby występującej w charakterze inwestora lub potencjalnego inwestora albo w charakterze agenta inwestora lub potencjalnego inwestora. Rekomendacja ta jest przedstawiona jako odpowiednia dla tej osoby lub oparta na analizie jej indywidualnej sytuacji oraz skłania do podjęcia jednego z następujących kroków: (i) zakupu, sprzedaży, subskrypcji, wymiany, wykupu, przechowywania danego instrumentu finansowego, bądź udzielenia gwarancji na taki instrument; (ii) skorzystania lub nieskorzystania z praw wynikających z określonego instrumentu finansowego do zakupu, sprzedaży, subskrypcji, wymiany lub wykupu takiego instrumentu. Rekomendacji nie uznaje się za osobistą rekomendację, jeżeli jest wydawana wyłącznie dla ogółu społeczeństwa.

prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz.U. L 87 z 31.03.2017, p. 1–83 ze zm.).

⁸ Zob. Włodarczyk (2022), w szczególności rozdział VI.1–4, rozdział VII.2–3, 9–11.

⁹ Zdefiniowany w art. 4 ust. 1 pkt 15 dyrektywy MiFID II poprzez odesłanie do załącznika I sekcji C.

Polski prawodawca odniósł się do konstrukcji doradztwa inwestycyjnego w art. 76 ust. 1 u.o.i.f., wskazując, że polega ono na przygotowywaniu, z inicjatywy firmy inwestycyjnej albo na wniosek klienta, oraz przekazywaniu klientowi, określonej w art. 9 rozporządzenia 2017/565, pisemnej, ustnej lub w innej formie, w szczególności elektronicznej, spełniającej wymóg trwałego nośnika, przygotowanej według potrzeb i sytuacji klienta rekomendacji, dotyczącej nabycia lub zbycia jednego instrumentu finansowego lub większej ich liczby, albo dokonania innej czynności wywołującej równoważne skutki, której przedmiotem są instrumenty finansowe, albo rekomendacji dotyczącej powstrzymania się od wykonania takiej czynności.

Świadczenie usługi, która spełnia wyżej wskazane kryteria stanowi wykonywanie czynności maklerskiej (art. 69 ust. 2 pkt 5 u.o.i.f.), co do zasady wymagającej zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej¹⁰.

Z perspektywy świadczenia usług maklerskich istotne są dwa rozporządzenia, które dookreślają wymogi ustawowe. Są to: 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 powierniczych¹¹ oraz rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 listopada 2024 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków państwowych prowadzących działalność maklerską, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych¹². Dla usługi doradztwa inwestycyjnego szczególne znaczenie ma § 145 tego ostatniego rozporządzenia, który określa obowiązki w zakresie sprawozdania przekazywanego klientowi.

3. Doradztwo w zakresie kryptoaktywów

Zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 24 MiCAR „doradztwo w zakresie kryptoaktywów” oznacza oferowanie, udzielanie lub zgodę na udzielanie klientowi spersonalizowanych zaleceń – na żądanie klienta, albo z własnej inicjatywy dostawcy usług w zakresie kryptoaktywów świadczącego doradztwo – w odniesieniu do co najmniej jednej transakcji związanej z kryptoaktywami lub korzystania z usług w zakresie kryptoaktywów.

Mogłoby się wydawać, że – tak jak w przypadku większości pozostałych usług w zakresie kryptoaktywów wykazujących podobieństwo do czynności maklerskich – doradztwo w zakresie kryptoaktywów obejmuje te same elementy co usługa doradztwa inwestycyjnego. Już jednak pobieżna lektura przedstawionej wyżej definicji prowadzi do wniosku, że zakres doradztwa w zakresie kryptoaktywów jest

¹⁰ Zob. wyjątek dot. np. banków wykonujących czynności maklerskie na podstawie art. 70 ust. 2 u.o.i.f. Czynności takie nie stanowią działalności maklerskiej (art. 70 ust. 3 u.o.i.f.).

¹¹ Dz.U. 2024 poz. 1423.

¹² Dz.U. 2024 poz. 1735.

szerszy i nie obejmuje tylko osobistej rekomendacji dotyczącej transakcji związanej z kryptoaktywami, ale także „korzystanie z usług w zakresie kryptoaktywów”. Potwierdza to także angielska wersja art. 3 ust. 1 pkt 24 MiCAR: (...) *means offering, giving or agreeing to give personalised recommendations to a client, either at the client's request or on the initiative of the crypto-asset service provider providing the advice, in respect of one or more transactions relating to crypto-assets, or the use of crypto-asset services.*

Powyższe oznacza, że usługa doradztwa w zakresie kryptoaktywów może przybrać dwie postaci. Pierwsza, polega na udzieleniu spersonalizowanej rekomendacji dotyczącej jednej, bądź większej liczby transakcji w zakresie kryptoaktywów. W takim przypadku klient zwraca się do dostawcy usług w zakresie kryptoaktywów (CASP) o osobistą rekomendację w zakresie „transakcji”. Druga, polega na udzieleniu osobistej rekomendacji dotyczącej korzystania z usług w zakresie kryptoaktywów. W tym przypadku z kolei klient zwraca się do CASP o rekomendację w zakresie usług, które dotyczą kryptoaktywów. Mogą to być dowolne usługi wymienione w art. 3 ust. 1 pkt 16 MiCAR. Należy przyjąć, że w efekcie świadczenia tego wariantu usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów klient może otrzymać rekomendację powstrzymywania się od korzystania z takich usług, skorzystania z konkretnie wskazanej usługi, np. przechowywania kryptoaktywów i administrowania nimi w imieniu klienta, zarządzania portfelem kryptoaktywów, a także, co może wydawać się zaskakujące – także doradztwa w zakresie kryptoaktywów (w wariantcie pierwszym). Decydująca dla wariantu usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów będzie intencja klienta, który może być zdecydowany na samodzielne nabycie kryptoaktywów i chce uzyskać rekomendację, które aktywa cyfrowe powinien wybrać (jeśli w ogóle, zważywszy na jego indywidualną sytuację) albo może rozważać różne opcje „wejścia” na rynek kryptoaktywów, lecz potrzebuje pomocy w dokonaniu wyboru (np. samodzielne nabycie vs. zarządzanie portfelem kryptoaktywów, samodzielne przechowywanie kryptoaktywów vs. powiernictwo i administrowanie). Należy natomiast stanowczo podkreślić, że usługa doradztwa w zakresie kryptoaktywów, w wariantcie drugim, nie jest niejako wstępem do świadczenia wszystkich pozostałych usług, jeśli tylko klient wychodzi z inicjatywą skorzystania z konkretnej usługi w zakresie kryptoaktywów (np. zarządzania portfelem kryptoaktywów). W takim przypadku należy stosować ramy prawne przewidziane dla konkretnej usługi w zakresie kryptoaktywów.

Na gruncie doradztwa w zakresie kryptoaktywów aktualne pozostaje pytanie, jak szczegółowa ma być spersonalizowana rekomendacja. W przypadku doradztwa inwestycyjnego przyjmuje się, że nie spełnia jej kryteriów (...) *rekomendacja dotycząca wyłącznie pewnej kategorii instrumentów finansowych, np. polskich obligacji skarbowych w ogólności, polskich obligacji korporacyjnych, czy też akcji spółek określonego regionu. Tym bardziej nie jest doradztwem inwestycyjnym rekomendacja, która wskazuje przewagę inwestowania w jedną klasę instrumentów finansowych (np. akcji) względem innej klasy instrumentów finansowych (np. obligacji skarbowych)* (Sójka 2014, s. 42 i nast.). Dodaje się jednak słuszne zastrzeżenie, że: (...) *doradztwem inwestycyjnym będzie rekomendacja dotycząca akcji wchodzących w skład określonego indeksu giełdowego (np. WIG20)* (Sójka 2014, s. 42 i 43). W przypadku kryptoaktywów odpowiednikiem

indeksu giełdowego grupującego emitentów instrumentów finansowych mogą być klasy (gatunki) kryptoaktywów reprezentujących wspólne cechy i pełniących takie same funkcje, gdzie różnice pomiędzy wyborem konkretnego aktywa cyfrowego nie mają przesądzającego znaczenia. Na podstawie rekomendacji kryptoaktywów określonego rodzaju, funkcjach i zastosowaniach klient będzie w stanie podjąć decyzję, gdyż uzna, że każde aktywum cyfrowe wchodzące w skład danej grupy jest dla niego odpowiednie. W takim przypadku wydaje się, że rekomendacja w ramach usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów może wskazywać pewne kategorie kryptoaktywów¹³.

4. Instrumenty ochrony klientów korzystających z usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów

4.1. Uwagi wprowadzające

Świadczenie usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów co do zasady wymaga uzyskania zezwolenia wydanego przez właściwy organ nadzoru (art. 59 MiCAR). W art. 59 ust. 1 MiCAR prawodawca odniósł się do dwóch kategorii podmiotów i choć w stosunku do obu posłużył się słowem „zezwolenie”, to w przypadku podmiotów, o których mowa w ust. 1 lit. b, nie mamy do czynienia z postępowaniem w przedmiocie udzielenia zezwolenia (art. 60 MiCAR), tak jak w przypadku podmiotów, o których mowa w ust. 1 lit. a (art. 63 MiCAR). Potwierdza to art. 59 ust. 1 MiCAR, zgodnie z którym prawo do świadczenia usług w zakresie kryptoaktywów: (...) *ustaje po cofnięciu odpowiedniego zezwolenia, które umożliwiło danemu podmiotowi świadczenie usług w zakresie kryptoaktywów bez konieczności uzyskania zezwolenia zgodnie z art. 59*.

Warunki, jakie należy spełnić świadcząc tę usługę, określa przede wszystkim art. 81 MiCAR, a także przepisy rozdziału 2 w tytule V MiCAR („Obowiązki, którym podlegają wszyscy dostawcy usług w zakresie kryptoaktywów”), znajdujące zastosowanie do wszystkich dostawców usług w zakresie kryptoaktywów, w szczególności art. 66 MiCAR ustanawiający obowiązek uczciwego, rzetelnego i profesjonalnego działania zgodnie z najlepiej pojętym interesem klientów. Przepisy te odpowiadają obowiązkowi przewidzianemu w u.o.i.f. dla podmiotów świadczących usługi maklerskie, w tym usługę doradztwa inwestycyjnego.

Ogromne znaczenie mają także finalne wytyczne ESMA precyzujące niektóre wymogi MiCAR w zakresie ochrony inwestorów¹⁴. ESMA w Wytycznych wprost wskazuje, że niejako bazą do ich stworzenia były wytyczne ESMA dotyczące oceny odpowiedniości na gruncie dyrektywy MiFID II (*ESMA has taken the ESMA Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements (...) as a basis for the draft guide-*

¹³ Zob. poniższe uwagi w pkt 5.5. dot. „wystarczającego zakresu” kryptoaktywów branych pod uwagę przy świadczeniu usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów.

¹⁴ Final Report – Guidelines specifying certain requirements of the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) on investor protection – third package, 17 December 2024 (ESMA35-1872330276-1936) („Wytyczne”).

lines)¹⁵. Wynika to ze słusznego założenia, że ocena odpowiedniości w zakresie usługi doradztwa inwestycyjnego oraz ocena odpowiedniości odnosząca się do doradztwa w zakresie kryptoaktywów opierają się na tych samych zasadach i są do siebie bardzo zbliżone¹⁶. Klienci powinni zatem korzystać z takiego samego poziomu ochrony, niezależnie czy inwestują w instrumenty finansowe (pakiet regulacyjny MiFID II) czy w kryptoaktywa niebędące instrumentami finansowymi (MiCAR)¹⁷. Znakomita większość respondentów, na etapie konsultacji Wytycznych, zgodziła się z podejściem ESMA w zakresie zapewnienia spójności pomiędzy wytycznymi dotyczącymi oceny odpowiedniości na gruncie pakietu regulacyjnego MiFID II a Wytycznymi (MiCAR)¹⁸. Należy jednak podkreślić, że ramy prawne wyznaczone przez pakiet regulacyjny MiFID II i ramy prawne wyznaczone przez MiCAR nie są identyczne, co jest widoczne chociażby na przykładzie kategoryzacji klientów, która jest jednym z głównych elementów systemu ochrony inwestorów korzystających z usług maklerskich, a której nie ma w systemie ochrony inwestorów korzystających z usług w zakresie kryptoaktywów. Jak słusznie wskazuje ESMA, choć MiCAR nie przewiduje takiego obowiązku, nic nie stoi na przeszkodzie, aby dostawcy usług w zakresie kryptoaktywów mieli własne, wewnętrzne, zasady dotyczące kategoryzacji klientów, pod warunkiem, że będą w stanie zawsze zapewnić zgodność z wymogami odpowiedniości na gruncie MiCAR¹⁹.

4.2. Ocena odpowiedniości na potrzeby świadczenia usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów

Podstawowym obowiązkiem dostawców usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów jest przeprowadzenie oceny odpowiedniości, tj. oceny, czy usługi w zakresie kryptoaktywów lub kryptoaktywa są odpowiednie dla ich klientów lub potencjalnych klientów, biorąc pod uwagę ich wiedzę i doświadczenie w zakresie inwestowania w kryptoaktywa, ich cele inwestycyjne, w tym ich tolerancję ryzyka i sytuację finansową, jak również ich zdolność do ponoszenia strat (art. 81 ust. 1 MiCAR). Do celów oceny odpowiedniości dostawcy usług w zakresie kryptoaktywów świadczący doradztwo w zakresie kryptoaktywów uzyskują od swoich klientów lub potencjalnych klientów niezbędne informacje dotyczące ich wiedzy i doświadczenia w inwestowaniu, w tym w zakresie kryptoaktywów, ich celów inwestycyjnych, w tym tolerancji ryzyka, ich sytuacji finansowej, w tym ich zdolności do ponoszenia strat i ich podstawowego zrozumienia ryzyka związanego z nabyciem kryptoaktywów tak, aby umożliwić dostawcom usług w zakresie kryptoaktywów zalecenie klientom lub potencjalnym klientom, czy kryptoaktywa są dla nich odpowiednie,

¹⁵ Wytyczne, s. 7, nb. 7.

¹⁶ *Ibidem*.

¹⁷ *Ibidem*, s. 7, nb. 8.

¹⁸ *Ibidem*, s. 9, nb. 21.

¹⁹ *Ibidem*, s. 13, nb. 41.

a w szczególności, czy są zgodne z ich tolerancją ryzyka i zdolnością do ponoszenia strat (art. 81 ust. 8 MiCAR).

Oceny odpowiedniości na potrzeby usługi doradztwa inwestycyjnego oraz doradztwa w zakresie kryptoaktywów są do siebie bardzo zbliżone, co potwierdzają Wytyczne. Przede wszystkim ocena odpowiedniości jest warunkiem koniecznym świadczenia usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów. Należy przyjąć, że brak odpowiedzi klienta lub potencjalnego klienta skutkuje niemożnością świadczenia usługi doradztwa tak w wariantcie pierwszym, jak i wariantcie drugim, polegającym na udzielaniu osobistej rekomendacji usług w zakresie kryptoaktywów (zob. uwagi powyżej dotyczące struktury usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów).

Jeżeli klienci nie dostarczają informacji na potrzeby oceny odpowiedniości lub jeżeli dostawcy usług w zakresie kryptoaktywów świadczący doradztwo w zakresie kryptoaktywów uznają, że usługi w zakresie kryptoaktywów lub kryptoaktywa nie są odpowiednie dla ich klientów, dostawcy usług nie rekomendują takich usług w zakresie kryptoaktywów ani takich kryptoaktywów, ani nie rozpoczynają świadczenia usług zarządzania portfelem takich kryptoaktywów (art. 81 ust. 11 MiCAR). Analogiczną regulację zawiera art. 83g u.o.i.f.

Do cech wspólnych oceny odpowiedniości w zakresie doradztwa inwestycyjnego oraz doradztwa w zakresie kryptoaktywów niewątpliwie należy zaliczyć: unikanie takiego formułowania ankiety oceniającej, które będzie prowadzić do samooceny klienta lub potencjalnego klienta²⁰, dostosowanie szczegółowości i zakresu pytań do sytuacji niektórych osób (*Crypto-asset service providers should also take into account the nature of the client*), na przykład osób starszych²¹, unikanie wprowadzania do ankiety propozycji odpowiedzi tak/nie²², podkreślanie istotności oceny odpowiedniości i jej znaczenia dla świadczonej usługi²³, obowiązek wprowadzenia mechanizmów pozwalających wychwytywać rozbieżności w odpowiedziach²⁴, a także podejście do przeprowadzania oceny odpowiedniości osób prawnych i jednostek organizacyjnych, o których mowa w art. 33¹ k.c.²⁵, oraz osób fizycznych reprezentowanych przez pełnomocnika²⁶.

Ocena odpowiedniości na potrzeby usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów generuje też nowe problemy. Przede wszystkim dostawca usług w zakresie kryptoaktywów powinien zapewnić, że ocena odpowiedniości obejmuje także analizę wiedzy klienta dotyczącą aspektów technologicznych i ryzyk związanych z tą sferą, w tym technologię rozproszonego rejestru (DLT – *Distributed Ledger Technology*)²⁷. Niezwykle ciekawym wątkiem jest ocena w zakresie czynników ESG (ang. *environ-*

²⁰ *Ibidem*, s. 58, nb. 48.

²¹ *Ibidem*, s. 57, nb. 43.

²² *Ibidem*, s. 59, nb. 49.

²³ *Ibidem*, s. 49, nb. 13–14.

²⁴ *Ibidem*, s. 60, nb. 54.

²⁵ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (t.j. Dz.U. 2024 poz. 1061) („k.c.”).

²⁶ Wytyczne, s. 62, nb. 64.

²⁷ *Ibidem*, s. 11, nb. 31–32 oraz s. 54–55, nb. 34.

mental, social, governance), która w przypadku rynków kryptoaktywów nie jest elementem obligatoryjnym, co odróżnia te ramy prawne od pakietu regulacyjnego MiFID II (zob. art. 54 ust. 2 lit. a oraz ust. 5 rozporządzenia 2017/565). ESMA w Wytycznych, pomimo kilkakrotnego podkreślenia braku takiego obowiązku (*while not mandatory, though they are not required*) wskazała ten element oceny jako dobrą praktykę, podkreślając jednocześnie jej korzystny wpływ na sytuację klienta, którzy mogą być zainteresowani kryptoaktywami bardziej spójnymi z ESG²⁸. Aspekt ten może być problematyczny, gdyż z jednej strony podkreśla się brak obowiązku analizowania kwestii dotyczących czynników ESG, z drugiej natomiast strony na dostawcy usług w zakresie kryptoaktywów ciąży obowiązek pozyskania niezbędnych informacji pozwalających ocenić indywidualną sytuację klienta, w tym choćby jego cele inwestycyjne, które mogą być współkształtowane przez czynniki ESG.

Celem oceny odpowiedniości jest umożliwienie dostawcom usług w zakresie kryptoaktywów: (...) *zalecenie klientom lub potencjalnym klientom, czy kryptoaktywa są dla nich odpowiednie, a w szczególności czy są zgodne z ich tolerancją ryzyka i zdolnością do ponoszenia strat* (art. 81 ust. 8 *in fine* MiCAR). Wydawać by się mogło, że cel ten został ograniczony wyłącznie do oceny odpowiedniości kryptoaktywów (*czy kryptoaktywa są dla nich odpowiednie*), a więc z pominięciem usług w zakresie kryptoaktywów. Sformułowanie *czy kryptoaktywa są dla nich odpowiednie* należy jednak rozumieć, jako obejmujące także usługi dotyczące kryptoaktywów. Wniosek ten potwierdza art. 81 ust. 8 MiCAR odczytywany łącznie z art. 81 ust. 1 oraz ust. 11 MiCAR, które odnoszą się zarówno do odpowiedniości kryptoaktywów, jak i usług w zakresie kryptoaktywów. W art. 81 ust. 11 MiCAR prawodawca unijny wprost wskazał, że jeżeli klienci nie dostarczają informacji wymaganych zgodnie z ust. 8 lub jeżeli dostawcy usług w zakresie kryptoaktywów, uznają, że „usługi w zakresie kryptoaktywów lub kryptoaktywa” nie są odpowiednie dla ich klientów, nie rekomendują takich usług w zakresie kryptoaktywów ani takich kryptoaktywów, ani nie rozpoczynają świadczenia usług zarządzania portfelem takich kryptoaktywów.

Dostawcy usług świadczący usługę doradztwa w zakresie kryptoaktywów (a także usługę zarządzania portfelem kryptoaktywów) mają obowiązek ustanowić, utrzymywać i wdrożyć zasady i procedury umożliwiające im gromadzenie i ocenę wszystkich informacji niezbędnych do przeprowadzenia oceny odpowiedniości, w odniesieniu do każdego klienta, a także podejmować wszystkie odpowiednie kroki w celu zapewnienia wiarygodności informacji zgromadzonych na temat swoich klientów lub potencjalnych klientów (art. 81 ust. 10 MiCAR). Przeglądu oceny odpowiedniości, w odniesieniu do każdego klienta, należy dokonywać przynajmniej co dwa lata (art. 81 ust. 12 MiCAR)²⁹. Częstotliwość weryfikacji informacji pozyskanych od klientów powinna uwzględniać profil ryzyka klienta oraz kryptoaktywa, które są przedmiotem rekomendacji³⁰. Oznacza to, że zasadniczo niewłaściwe będzie ustalenie jednakowej częstotliwości weryfikacji w stosunku do wszystkich klientów.

²⁸ *Ibidem*, s. 11–12, nb. 33–34.

²⁹ *Ibidem*, s. 61, nb. 59.

³⁰ *Ibidem*, s. 61, nb. 58.

4.3. Obowiązek sprawozdawczy wobec klientów

Po przeprowadzeniu oceny odpowiedniości lub jej przeglądu dostawca świadczący usługę doradztwa w zakresie kryptoaktywów ma obowiązek sporządzenia i przekazania (w formie elektronicznej) klientom „sprawozdania o odpowiedności” (art. 81 ust. 13 MiCAR), w którym wskazuje udzielone porady oraz, w jaki sposób porady te odpowiadają preferencjom, celom i innym cechom klientów. W sprawozdaniu tym należy przynajmniej: (i) zawrzeć aktualne informacje na temat oceny odpowiedności; oraz (ii) przedstawić zarys udzielonych porad. Należy także wyraźnie stwierdzić, że doradztwo opiera się na wiedzy i doświadczeniu klienta w zakresie inwestowania w kryptoaktywa, jego celach inwestycyjnych, tolerancji ryzyka, sytuacji finansowej i zdolności do ponoszenia strat.

4.4. Doradztwo w zakresie kryptoaktywów świadczone w sposób niezależny i zależny

Na gruncie dyrektywy 2009/39 (MiFID I)³¹ jednym z największych problemów związanych z ochroną nieprofesjonalnych inwestorów był brak niezależności doradcy udzielającego spersonalizowanych rekomendacji (Sójka 2016, s. 218; Moloney 2014, s. 802 i nast.). Dlatego też w pakiecie regulacyjnym MiFID II położono nacisk na kwestię niezależnego i zależnego świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego, w tym tzw. zachęt. Odpowiednie postanowienia dotyczące tych zagadnień, w odniesieniu do doradztwa inwestycyjnego, znalazły się więc w art. 24 ust. 4 i 7 dyrektywy MiFID II, a następnie, w wyniku ich implementacji, w art. 83c ust. 5–6 u.o.i.f. Z kolei art. 76 ust. 2 u.o.i.f. przesądza, że firma inwestycyjna może świadczyć usługę doradztwa inwestycyjnego w sposób zależny lub niezależny. Nie dziwi zatem, że prawodawca unijny w MiCAR zastosował bliźniacze rozwiązanie.

Obowiązki dotyczące niezależnego i zależnego świadczenia usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów można podzielić na obowiązki ogólne, niezależnie od sposobu świadczenia tej usługi (niezależne czy zależne) oraz obowiązki szczególne, które aktualizują się w przypadku niezależnego świadczenia tej usługi.

W art. 81 ust. 2 MiCAR na dostawców usług w zakresie kryptoaktywów, którzy świadczą doradztwo w zakresie kryptoaktywów, nałożono obowiązek poinformowania potencjalnych klientów, z odpowiednim wyprzedzeniem przed świadczeniem usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów, czy dane doradztwo: (i) jest świadczone w sposób niezależny; (ii) opiera się na szerokiej czy też na bardziej ograniczonej analizie różnych kryptoaktywów, w tym, czy doradztwo ogranicza się do kryptoaktywów emitowanych lub oferowanych przez podmioty mające bliskie

³¹ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.U. L 145 z 30.04.2004, s. 1–44).

powiązania z dostawcą usług w zakresie kryptoaktywów lub jakiejkolwiek inne stosunki prawne lub gospodarcze, jak stosunki umowne, które stwarzają ryzyko naruszenia niezależności świadczonego doradztwa. Realizacja tego obowiązku jest instrumentem ochrony inwestorów, ponieważ zwiększa ich świadomość w zakresie konfliktu interesów oraz zakresu kryptoaktywów, które zostaną wzięte pod uwagę przy sporządzaniu spersonalizowanej rekomendacji. Przepis ten powiela postanowienia art. 24 ust. 4 lit. a pkt (i)–(ii).

Z kolei art. 81 ust. 3 MiCAR określa zasady świadczenia usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów w przypadku, gdy jest świadczone w sposób niezależny. Świadczenie tej usługi w sposób niezależny, czyli najbardziej korzystny dla klientów, wiąże się z określonymi obowiązkami, w tym dotyczącymi „wnikliwości” analizy przeprowadzanej przez dostawcę świadczącego usługę doradztwa w zakresie kryptoaktywów oraz zakazem przyjmowania tzw. zachęt. Przepis ten powiela treść art. 24 ust. 7 dyrektywy MiFID II.

Redakcja art. 81 ust. 2 lit. b oraz ust. 3 lit. a MiCAR przesądza, że w przypadku niezależnego świadczenia usługi klient nie może uzyskać, w ramach realizacji obowiązku, o którym mowa w ust. 2 lit. a), informacji o treści innej niż wskazującej, że świadczenie usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów nie ogranicza się do wskazanych tam kryptoaktywów. Wynika to wprost z ust. 3 lit. a, zgodnie z którym w przypadku niezależnego doradztwa dostawca usługi nie może ograniczać się do kryptoaktywów emitowanych lub dostarczanych przez: (i) tego samego dostawcę usług w zakresie kryptoaktywów; (ii) podmioty mające bliskie powiązania z tym samym dostawcą usług w zakresie kryptoaktywów; lub (iii) inne podmioty, z którymi ten sam dostawca usług w zakresie kryptoaktywów ma bliskie stosunki prawne lub gospodarcze, w tym stosunki umowne, stwarzające ryzyko naruszenia niezależności świadczonego doradztwa. Niezależne świadczenie usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów nie może wystąpić w towarzystwie informacji przekazanej potencjalnemu klientowi na podstawie art. 81 ust. 2 lit. b MiCAR, że doradztwo ogranicza się do kryptoaktywów emitowanych lub oferowanych przez podmioty mające bliskie powiązania z dostawcą usług w zakresie kryptoaktywów.

Jak wynika z art. 81 ust. 3 lit. a MiCAR, w przypadku świadczenia usługi w sposób niezależny, analiza kryptoaktywów może obejmować te, które są emitowane lub dostarczane przez podmioty mające bliskie powiązania z tym samym dostawcą. Przepis ten wskazuje bowiem, że analiza ta nie może się ograniczać do tych kryptoaktywów, a więc nie mogą być jedynymi kryptoaktywami brany pod uwagę przy świadczeniu usługi doradztwa. Należy jednak jednoznacznie opowiedzieć się za tym, że takie kryptoaktywa powinny stanowić istotną mniejszość, gdyż w każdym przypadku osłabiają ochronę klientów korzystających z usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów. Wynika to także z obowiązku oceny „wystarczającego zakresu” kryptoaktywów dostępnych na rynku, który ma być „wystarczająco zróżnicowany” oraz ogólnego obowiązku dbałości o interes klienta (art. 66 MiCAR). W tym przypadku pomocniczo można odwołać się do art. 53 ust. 1 rozporządzenia 2017/565,

który określa elementy procesu wyboru instrumentów finansowych, pozwalający na ocenę i porównanie wystarczającego zakresu instrumentów finansowych dostępnych na rynku.

4.5. Problematyka kreowania obowiązków z wykorzystaniem pojęć nieostrych – „wystarczający zakres” oraz „wystarczająco zróżnicowany” zakres kryptoaktywów

Zarówno MiCAR, jak i dyrektywa MiFID II, posługują się pojęciami „wystarczający zakres” oraz „wystarczająco zróżnicowany” – w odniesieniu do aktywów, które są przedmiotem analizy (odpowiednio kryptoaktywa i instrumenty finansowe). Są to te elementy, które zdają się generować największe ryzyko po stronie podmiotów świadczących usługi doradztwa inwestycyjnego i doradztwa w zakresie kryptoaktywów, ze względu na ich nieostry charakter. Nie można wykluczyć kwestionowania przez klientów zakresu i różnorodności kryptoaktywów branych pod uwagę przy świadczeniu usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów, zwłaszcza, że kryptoaktywa są aktywami w większym stopniu bardziej transgranicznymi i jednocześnie obciążonymi mniejszymi barierami dostępu. Po stronie podmiotów świadczących te usługi leży więc takie ukształtowanie, a następnie udokumentowanie, procesów wyboru i analizy kryptoaktywów, aby móc wykazać, że analiza ta była wystarczająco pogłębiona, przy czym należy zachować odpowiedni poziom racjonalności. Z jednej strony podmiot świadczący usługę doradztwa w zakresie kryptoaktywów nie musi oceniać wszystkich dostępnych na rynku kryptoaktywów, z drugiej natomiast strony nie można wykluczyć i takiej sytuacji, w której ocenie podlega tylko kilka klas (rodzajów) kryptoaktywów reprezentujących określone cechy, powielone przez inne kryptoaktywa, pełniących więc funkcję swego rodzaju reprezentantów danego „gatunku”, czyli szerszej grupy aktywów cyfrowych o takich samych cechach.

4.6. Zachęty

Kolejnym warunkiem świadczenia usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów w sposób niezależny jest zakaz korzystania z zachęt (art. 81 ust. 3 lit. b). Dostawca usług w zakresie kryptoaktywów nie może przyjmować ani pobierać wynagrodzenia, prowizji ani jakichkolwiek korzyści pieniężnych lub niepieniężnych, wypłacanych lub przekazywanych przez jakąkolwiek osobę trzecią lub osobę działającą w imieniu osoby trzeciej w związku ze świadczeniem tej usługi na rzecz klientów. Przepis ten ma swojego odpowiednika, z pewnymi modyfikacjami, w art. 83d u.o.i.f. Wskazać choćby należy, że wyjątek przewidziany w art. 83d ust. 1 pkt 3 u.o.i.f. różni się od tego określonego w akapicie drugim art. 81 ust. 3 MiCAR, ponieważ MiCAR dopuszcza w tym zakresie, wyjątkowo, przyjmowanie tylko korzyści niepieniężnych (w angielskiej wersji językowej *non-monetary benefits*), podczas gdy art. 83d ust. 1 pkt 3 u.o.i.f. dopuszcza, pod pewnymi warunkami, przyjmowanie zarówno korzy-

ści (świadczeń) niepieniężnych, jak i pieniężnych. Rozbieżność ta jest interesująca, ponieważ art. 24 ust. 7 lit. b dyrektywy MiFID II posługuje się tymi samymi sformułowaniami, które zostały zastosowane w MiCAR i to zarówno w wersji polskiej, jak i angielskiej (ang. *Minor non-monetary benefits*). Oznacza to, że na gruncie art. 1 ust. 3 MiCAR zakaz przyjmowania świadczeń pieniężnych jest definitywny i nie ma od niego żadnych odstępstw. Należy jednak przyjąć, że wyjątki określone w art. 83d ust. 1 pkt 1 i 2 u.o.i.f., które nie mają swojego odpowiednika w art. 81 ust. 3 MiCAR, byłyby zbędne. Zakaz przyjmowania zachęt nie może być bowiem rozumiany, jako zakazujący przyjmowania świadczeń np. od osoby działającej w imieniu klienta (a tym bardziej od klienta). Tak samo należy oceniać spełnienie świadczenia pieniężnego przez osobę trzecią (art. 356 § 2 k.c.). W konsekwencji za dopuszczalne należy uznać przyjęcie przez dostawcę usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów świadczonej w sposób niezależny świadczenia pieniężnego, od jakiegokolwiek osoby, jeżeli tylko jest to świadczenie główne lub uboczne wynikające z podstawowego stosunku zobowiązaniowego łączącego dostawcę z klientem. Ponadto zakaz dotyczący zachęt obejmuje wyłącznie „przyjmowanie i pobieranie” (ang. *not accept and retain*), a nie, także „przekazywanie”, tak jak zostało to uregulowane w art. 83d u.o.i.f.

5. Odpowiedzialność cywilnoprawna dostawców usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów

W przypadku doradztwa w zakresie kryptoaktywów znajdą oczywiście zastosowanie te reguły odpowiedzialności cywilnoprawnej, które znajdują zastosowanie do doradztwa inwestycyjnego (Sójka 2016, s. 221–225). Za nienależyte wykonanie umowy o doradztwo w zakresie kryptoaktywów dostawca tej usługi może ponieść odpowiedzialność na podstawie art. 471 i nast. k.c. Należy jednak podkreślić, że dostawca usługi w zakresie kryptoaktywów nie jest gwarantem sukcesu finansowego klienta, a w konsekwencji nie każda szkoda w majątku klienta, poniesiona w związku z realizacją rekomendacji, będzie aktualizować jego odpowiedzialność cywilnoprawną (por. Sójka 2016, s. 221). Dlatego też dostawców tej usługi nie należy postrzegać, jako podmiotów, które w jakikolwiek sposób, poprzez swój status, podnoszą oczekiwania dotyczące inwestowania w kryptoaktywa, czy też zwiększają wiarygodność takich inwestycji, a nawet samych kryptoaktywów. Dostawca usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów musi natomiast zapewnić zgodność swojego działania z obowiązkami, które nakłada na niego prawodawca unijny i które, w pewnym zarysie, zostały przedstawione w niniejszym artykule. W tym zakresie kluczowe znaczenie będzie miało choćby ustalenie odpowiednich zasad i kryteriów dotyczących oceny odpowiedniości, aby zapewnić, że kryptoaktywa, w wielu przypadkach wysoce spekulacyjne, nie będą rekomendowane osobom, które nie są gotowe na ryzyko z nimi związane. Wydaje się, że szczególną trudnością i zarazem zagrożeniem dla dostawców usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów będzie analiza kryptoaktywów, w tym problem „wystarczającego zakresu” i „wystarcza-

jąco zróżnicowanego” zakresu, co wynika z tego, że w odniesieniu do tych, wciąż nowych, aktywów cyfrowych, nie dysponujemy takimi sprawdzonymi metodami analizy, z jakimi mamy do czynienia na rynku instrumentów finansowych. Często też podważa się w ogóle istnienie wartości fundamentalnej kryptoaktywów, tymczasem właśnie ta metoda analizy uchodzi za najbardziej naukową, dającą większą pewność, co do przewidywań rynkowych³². Wydaje się też, że w odniesieniu do niektórych przynajmniej kryptoaktywów decydujące znaczenie będzie miała analiza behawioralna (Szyszka 2009).

Podsumowanie

Doradztwo w zakresie kryptoaktywów zasadniczo jest bardzo zbliżone do usługi doradztwa inwestycyjnego. Okoliczność ta nie powinna dziwić, gdyż to właśnie ramami prawnymi dla doradztwa inwestycyjnego inspirował się prawodawca unijny tworzący MiCAR. Doradztwo w zakresie kryptoaktywów wykazuje też pewne, dość istotne, różnice, co stanowi dodatkowe wyzwanie w sferze tak praktycznej, jak i teoretycznej. Obowiązki związane ze świadczeniem tych usług, na rynku instrumentów finansowych oraz rynku kryptoaktywów, ukierunkowane są na ochronę klientów, w tym tych najbardziej narażonych na ryzyko związane z uczestnictwem w tych rynkach – klientów nieprofesjonalnych. Kluczowa pozostaje ocena odpowiedzialności, która nieodpowiednio zaprojektowana może jednak nie spełniać swojej funkcji. Na dostawcach usług w zakresie kryptoaktywów spoczywa dość trudne zadanie, z jednej bowiem strony, chcąc wyjść naprzeciw oczekiwaniom rynkowym, muszą zaktualizować swoją ofertę usług, otwierając się na kryptoaktywa, z drugiej strony natomiast, kryptoaktywa (z pewnymi wyjątkami) są niezwykle trudne do ujęcia w racjonalne ramy analityczno-inwestycyjne, które przecież są podstawą sporządzenia spersonalizowanej rekomendacji. Ewentualna odpowiedzialność cywilnoprawna dostawców usługi doradztwa w zakresie kryptoaktywów nie może być jednak wywodzona z niepowodzenia samej inwestycji w kryptoaktywa. Gwarancje takiego dostawcy sprowadzają się do stosowania zabezpieczeń organizacyjno-proceduralnych, które zabezpieczają klientów przed zniekształceniem procesu sporządzania spersonalizowanej rekomendacji lub niedopasowaniem kryptoaktywów oraz usług w zakresie kryptoaktywów do indywidualnych potrzeb klientów.

³² Zob. przegląd literatury w zakresie metod wyceny, w tym analizy fundamentalnej w: Rycerski 2022, s. 87–105.

Bibliografia

Kapica W., Sójka T. (2022), [w:] T. Sójka (red.), *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, Warszawa.

Moloney N. (2014), *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford.

Regulation (MiCA) on investor protection – third package, 17 December 2024 (ESMA35-1872330276-1936).

Rycerski A. (2022), *Test racjonalnego inwestora w unijnym prawie rynku kapitałowego*, Warszawa.

Sójka T. (2016), [w:] T. Sójka (red.), *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, Warszawa.

Sójka T. (2014), *Umowa o doradztwo inwestycyjne w obrocie instrumentami finansowymi – zagadnienia podstawowe*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 4.

Szyszk A. (2009), *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań.

Włodarczyk G. (2022), *Obowiązki firm inwestycyjnych i banków w systemie MiFID II. Stanowiska i wytyczne organów nadzoru*, Warszawa.