

.....

Jacek Jastrzębski*

Od Redakcji

Moment, w którym wraz z Radą Programowo-Naukową oraz Komitetem Redakcyjnym czasopisma „Bezpieczny Bank” oddajemy do rąk Czytelników numer tematyczny poświęcony kryptoaktywom, jest z punktu widzenia tej tematyki z wielu przyczyn wyjątkowy.

W perspektywie globalnej istotnym czynnikiem jest nowe podejście amerykańskiej administracji federalnej do kryptoaktywów, głównie kryptowalut. Jesteśmy świadkiem deklarowanego – i znajdującego wyraz w działaniach legislacyjnych – dążenia do otwarcia rynku finansowego na kryptoaktywa, czemu towarzyszą działania zmierzające do wstrzymania prac nad cyfrowym pieniądzem banku centralnego (ang. *central bank digital currency, CBDC*), który bywa przedstawiany jako swoista alternatywa dla kryptowalut. Otwartość administracji amerykańskiej na kryptoaktywa przekłada się też na podejście globalnych instytucji finansowych, które centrum swojej działalności mają w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej i na tamtym rynku realizują istotną część przychodów – niektóre instytucje, które dotychczas sceptycznie odnosiły się do kryptoaktywów i angażowania się przez instytucje finansowe w obrót nimi, zmieniają podejście w nowym otoczeniu regulacyjnym.

W Unii Europejskiej weszło w życie rozporządzenie o rynku kryptoaktywów (MiCA¹), którego celem było unormowanie rynku kryptoaktywów i poddanie go regulacjom, przede wszystkim w celu ochrony uczestników tego rynku.

W perspektywie krajowej projekt ustawy mającej na celu dostosowanie prawa polskiego do rozporządzenia MiCA – w tym wyznaczenie krajowego organu właściwego, do którego kompetencji będzie należał nadzór nad dostawcami usług związanymi z kryptoaktywami, w tym licencjonowanie tych podmiotów – jest obecnie przed-

* Redaktorem numeru 2(99) 2025 „Bezpiecznego Banku” i autorem wprowadzenia jest dr hab. Jacek Jastrzębski, prof. UW, Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego. Poglądy lub opinie wyrażone w tym tekście są poglądami lub opiniami jego autora i nie mogą być traktowane jako stanowisko Komisji Nadzoru Finansowego ani Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego. Autorzy poszczególnych artykułów opublikowanych w ramach numeru samodzielnie odpowiadają za poglądy w nich wyrażone.

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.

miotem prac parlamentarnych. Projekt ten już na etapie prac rządowych budził bardzo duże zainteresowanie interesariuszy, o czym świadczy znaczna liczba uwag zgłaszanych w ramach konsultacji, a także przebieg konferencji uzgodnieniowych.

Jednocześnie na krajowym rynku finansowym widać wyraźne zainteresowanie kryptoaktywami lub produktami z nimi powiązanymi – zarówno ze strony klientów (inwestorów), jak i instytucji finansowych. Badania przeprowadzone wśród inwestorów wskazywały, że nawet ok. 3 milionów polskich obywateli miało pewne doświadczenie z nabywaniem kryptoaktywów². Nawet jeżeli łączne kwoty zaangażowanych w ten sposób środków nie są jeszcze istotne, to jednak liczba ta wskazuje na duże zainteresowanie w społeczeństwie tego rodzaju aktywami. Ze strony instytucji finansowych często z kolei pojawia się argument, że oferowanie możliwości nabywania kryptoaktywów lub produktów z nimi powiązanych staje się koniecznością, wobec oczekiwań klientów w tym zakresie. Co więcej, badania potwierdzają, że klienci są zainteresowani możliwością uzyskiwania ekspozycji na tę kategorię aktywów za pośrednictwem podmiotów cieszących się szczególnym zaufaniem – w szczególności banków i firm inwestycyjnych³. Suma tych uwarunkowań pokazuje, jak wielka odpowiedzialność w zakresie podejścia do rynku kryptoaktywów spoczywa na instytucjach publicznych oraz instytucjach finansowych, co z kolei prowadzi do pytania o kierunki polityki regulacyjnej i nadzorczej względem tego rynku. Sprawa wiąże się z kwestią, czy rynek kryptoaktywów jest elementem rynku finansowego, w szczególności rynku kapitałowego – a odpowiedź może okazać się nietrywialna lub zniuansowana, ze względu na różnorodność kryptoaktywów i ich różny status regulacyjny. Do sprawy powrócę w dalszej części wprowadzenia.

Artykuły zamieszczone w tym numerze „Bezpiecznego Banku” prowadzą Czytelnika przez różnorodne aspekty związane z funkcjonowaniem rynku kryptoaktywów oraz jego regulacją.

Trzy pierwsze teksty stwarzają ogólne ramy do dyskusji dotyczącej rynku kryptoaktywów, poruszając zagadnienia związane z grupami społecznymi zainteresowanymi kryptoaktywami, z relacjami między rynkiem kryptoaktywów a rynkiem finansowym oraz z ogólnym pytaniem o apetyt na angażowanie się przez banki w działalność związaną z rynkiem kryptoaktywów.

W pierwszej kolejności Czytelnik może zapoznać się z wynikami badań empirycznych odnoszących się do profilu inwestorów zainteresowanych rynkiem kryptoaktywów. Autorzy, którzy prowadzili te badania, poddali ocenie wiele parametrów behawioralnych i decyzyjnych, które mogą charakteryzować osoby zainteresowane nabywaniem kryptoaktywów. Wnioski wynikające z tego rodzaju badań mają potencjalnie bardzo duże znaczenie zarówno z punktu widzenia polityki nadzorczej w tym zakresie, jak

² (Nie)inwestycyjny obraz Polaków. Badanie Accenture dotyczące polskich inwestorów indywidualnych, marzec 2024 r., <https://jakinwestujapolacy.pl/raport.pdf>, s. 22.

³ Inwestor indywidualny w Polsce – autoportret vs spojrzenie branży. Raport przygotowany przez Accenture i Uniwersytet Warszawski, marzec 2025 r., <https://jakinwestujapolacy.pl/raport2025.pdf>, s. 31.

i z punktu widzenia zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych. Z kolei charakterystyka tej grupy z perspektywy kanałów komunikacji mogących służyć skutecznemu dotarciu do niej, nabiera szczególnego znaczenia w kontekście edukacji finansowej i efektywnemu formułowaniu oraz pozycjonowaniu przekazu informacyjnego adresowanego do potencjalnych uczestników rynku kryptoaktywów.

Drugi tekst dotyczy zależności między rynkiem kryptoaktywów a rynkiem finansowym. Z punktu widzenia polityki regulacyjnej i nadzorczej kluczowa jest tu ocena występowania ewentualnego ryzyka zarażania między rynkiem kryptoaktywów a rynkiem tradycyjnych aktywów finansowych – akcji, obligacji, innych instrumentów finansowych. Rozważania te mogą dostarczać wiedzy na temat ewentualnych funkcji gospodarczych kryptoaktywów, głównie w kontekście ocenianej sceptycznie hipotezy o zabezpieczającej funkcji kryptoaktywów opartej na ich rzekomej antycykliczności względem rynków akcji lub innych dóbr. Istotny z punktu widzenia regulacyjnego i nadzorczego jest jednak przede wszystkim wniosek, że w scenariuszach kryzysowych następuje wzrost korelacji między rynkami kryptoaktywów a innymi rynkami, co może potencjalnie wskazywać na istnienie ryzyka przelania (ang. *spillover*) kryzysu z rynku kryptoaktywów na rynek finansowy lub towarowy. Wynika stąd, że kryptoaktywa nie tylko nie spełniają funkcji stabilizatora względem rynków finansowym lub towarowych, ale przeciwnie – w scenariuszu stresowym impulsy płynące z rynku kryptowalut mogą wpływać na funkcjonowanie rynków kapitałowych lub towarowych, inicjując np. odpływ kapitału. Ustalenie takie jest istotne, gdyż wynika z niego wniosek, że nawet ewentualne instytucjonalnie niezależne – od rynku kapitałowego – funkcjonowanie rynku kryptoaktywów może nie zabezpieczać rynku finansowego przed negatywnymi efektami kryzysowych scenariuszy na rynku kryptoaktywów. Innymi słowy, ewentualny kryzys lub wstrząs na rynku kryptoaktywów może nie zamknąć się w granicach tego rynku, lecz przenieść na tradycyjne rynki kapitałowe lub towarowe. Pokazuje to skalę odpowiedzialności związaną z przekierowaniem istotnych strumieni środków na rynek kryptowalut, który może stać się czynnikiem ryzyka dla rynku finansowego, choćby nawet powiązania instytucjonalne – związane np. z udziałem instytucji finansowych w rynku kryptowalut – były stosunkowo niewielkie.

W krąg rozważań systemowych wpisuje się także kolejny artykuł, odnoszący się do angażowania się banków w rynek kryptoaktywów. Autor omawia możliwe formy takiego zaangażowania, uwzględniając zarówno wątki biznesowe – w szczególności korzyści i ryzyka płynące z tego rodzaju działalności – jak i regulacyjne podejście prawodawcy unijnego do angażowania się przez banki w te formy działalności. Działalność taka z jednej strony może stanowić wzbogacenie oferty banków, a z ich perspektywy zapewnić dodatkowy strumień przychodów, z drugiej jednak może stworzyć dodatkowy kanał zarażania i przenoszenia ryzyka z niewątpliwie bardziej zmiennego i ryzykownego rynku kryptoaktywów, na tradycyjnie postrzegany jako najbardziej konserwatywnie zarządzający ryzykiem sektor rynku finansowego, czyli sektor bankowy.

Trzy teksty otwierające niniejszy numer stwarzają kontekst dla analiz przedstawionych w kolejnych pięciu artykułach, z których cztery poświęcone są szczegółowym rozważaniom prawniczym dotyczącym sposobu unormowania w rozporządzeniu MiCA wybranych usług związanych z kryptoaktywami, a jeden artykuł zawiera ocenę zawartych w tym rozporządzeniu przepisów mających przeciwdziałać manipulacji z punktu widzenia ich skuteczności.

O ile artykuły zaprezentowane w pierwszej części numeru poświęcone są wybranym aspektom ogólnej refleksji nad rynkiem kryptoaktywów lub ich stosunkiem do tradycyjnego rynku finansowego, o tyle w drugiej części mamy do czynienia z prawniczą analizą zagadnień powstających w związku z uregulowaniem zawartym w MiCA.

Zasadniczych przyczyn leżących u podstaw zagadnień prawnych podjętych w artykułach wchodzących w skład numeru jest kilka.

Po pierwsze, prawodawca unijny zdecydował, aby kryptoaktywa – także te niebędące instrumentami finansowymi w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 15 dyrektywy MiFID II⁴ – poddać regulacji ukształtowanej na wzór i podobieństwo regulacji odnoszącej się do rynku finansowego, a w szczególności rynku kapitałowego. Rozporządzenie MiCA w wielu aspektach nawiązuje do rozwiązań zawartych w regulacjach odnoszących się do rynku instrumentów finansowych, a szczególnie do dyrektywy MiFID II oraz rozporządzenia MAR (np. w zakresie odnoszącym się do informacji poufnych i manipulacji).

Należy podkreślić, że zgodnie z założeniami rozporządzenia MiCA nie znajduje ono zastosowania do kryptoaktywów będących instrumentami finansowymi w rozumieniu dyrektywy MiFID II (art. 2 ust. 4 lit. a rozporządzenia MiCA), które były już uprzednio objęte zakresem zastosowania unijnych przepisów dotyczących instrumentów finansowych (por. motyw 3 preambuły do rozporządzenia MiCA). Innymi słowy, decyzją prawodawcy unijnego, na mocy rozporządzenia MiCA regułom ukształtowanym na wzór i podobieństwo reguł rządzących rynkiem finansowym – w szczególności rynkiem kapitałowym – zostały poddane usługi odnoszące się do przedmiotów (kryptoaktywów) niebędących instrumentami finansowymi.

Rozwiązanie takie rodzi różnorodne implikacje. Przede wszystkim mogą wiązać się z nim pytania o adekwatność wdrożonych rozwiązań wobec wyzwań charakterystycznych dla rynku kryptoaktywów niebędących instrumentami finansowymi. Pytanie o skuteczność rozwiązań przeniesionych na grunt rynku kryptoaktywów z tradycyjnego rynku instrumentów finansowych może dotyczyć także unormowań odnoszących się do manipulacji.

Ponadto przyjęty model regulacyjny stwarza obraz bliskiego pokrewieństwa między rynkiem instrumentów finansowych a rynkiem kryptoaktywów niebędących instrumentami finansowymi, co też ma określone konsekwencje – w szczególności

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 12.6.2014, s. 349).

powodując, że z perspektywy społecznej rynek kryptoaktywów może zacząć być postrzegany jako segment rynku finansowego. Ten aspekt może stwarzać szczególne wyzwanie w zakresie kształtowania polityki nadzorczej i regulacyjnej w tym zakresie – wróć do niego w końcowej części wprowadzenia.

Po drugie, kryptoaktywa (w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 5 rozporządzenia MiCA) mogą okazać się nie tylko instrumentami finansowymi w rozumieniu MiFID II, ale także innymi przedmiotami podlegającymi – z mocy prawa unijnego – innym regulacjom sektorowym, odnoszącym się głównie do rynku finansowego, np. środkami pieniężnymi w rozumieniu dyrektywy PSD2⁵. W tym zakresie norma kolizyjna rozgraniczająca zakres zastosowania MiCA i PSD2 nie jest już tak jednoznaczna jak w odniesieniu do kryptoaktywów stanowiących instrumenty finansowe – art. 2 ust. 4 lit. c przewiduje bowiem, że rozporządzenia MiCA nie stosuje się do kryptoaktywów stanowiących środki pieniężne w rozumieniu PSD II (w tym zakresie stosuje się PSD2), chyba że kwalifikują się one jako tokeny będące e-pieniędzem. Pojęcie tokenu będącego e-pieniędzem lub równoznaczne z nim pojęcie tokenu będącego pieniądzem elektronicznym (skrótowo określane jako EMT) oznacza rodzaj kryptoaktywa, które ma utrzymywać stabilną wartość dzięki temu, że jest powiązane z jedną walutą urzędową (art. 3 ust. 1 pkt 7 rozporządzenia MiCA). O ile zatem z art. 2 ust. 4 lit. c rozporządzenia MiCA wynika, że rozporządzenie to nie znajduje zastosowania do kryptoaktywów będących środkami pieniężnymi, lecz niebędących EMT, o tyle w przypadku EMT wniosek jest przeciwny – zakres zastosowania rozporządzenia MiCA je obejmuje. Powstaje natomiast zagadnienie związane z ewentualnym dualnym reżimem prawnym EMT w sytuacji, w której usługi ich dotyczące podlegałyby jednocześnie MiCA i PSD2. To nakładanie się reżimów regulacyjnych dotyczących rynku kryptoaktywów i rynku płatności wzbudziło duże zainteresowanie nie tylko ze strony rynku, ale też ze strony instytucji unijnych, które podjęły działania zmierzające do ograniczenia niepewności i redukcji ryzyka prawnego związanego z ewentualnym dualizmem regulacyjnym w zakresie EMT. Ze względu na pojawiające się tam rozróżnienia funkcjonalne, dotyczące np. bardziej płatniczego lub inwestycyjnego celu transakcji, sprawy te nie są jednak wolne od wątpliwości. Tematy te poruszone są szczegółowo w dwóch artykułach wchodzących w zakres numeru.

Do zagadnień odnoszących się do kwalifikacji dóbr cyfrowych – w tym przypadku programowalnego cyfrowego pieniądza banku centralnego (ang. PCBDC) – lecz raczej z perspektywy teorii pieniądza niż konkretnego materiału normatywnego – odnosi się artykuł zamykający numer. Autor konkluduje, że o ile status CBDC jako pieniądza zdaje się nie budzić wątpliwości, o tyle kwalifikacja programowalnego CBDC zależy od przyjętej teorii pieniądza. Może być to też jedna z przyczyn, dla których nawet te banki centralne, które prowadzą prace na CBDC, raczej powściągliwie odnoszą się do emisji pieniądza programowalnego.

⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE (Dz.U. L 337 z 23.12.2015, s. 35).

Po zwięzłym przedstawieniu zagadnień będących przedmiotem artykułów opublikowanych w ramach numeru, chciałbym wrócić do wątku wyzwań, jakie wiążą się z ukształtowaniem zawartej w rozporządzeniu MiCA regulacji rynku kryptoaktywów niebędących instrumentami finansowymi na wzór i podobieństwo regulacji dotyczących rynku finansowego, w szczególności kapitałowego. Sprawa wiąże się też z pytaniem dotyczącym zakresowego stosunku rynku kryptoaktywów do rynku finansowego, a także z rolą i zadaniami nadzoru finansowego i z polityką regulacyjną i nadzorczą.

Za punkt wyjścia rozważań należy przyjąć cel ustanowienia regulacji rynku finansowego i nadzoru nad nim. Chodzi o budowę zaufania do rynku finansowego jako infrastruktury zapewniającej konwersję oszczędności w inwestycje i w akcje kredytową. Budowa zaufania dokonuje się z jednej strony – przez ustanowienie regulacji i nadzoru o charakterze ostrożnościowym, służących zapewnieniu wypłacalności instytucji finansowych podlegających nadzorowi tego rodzaju, a z drugiej – przez zapewnienie odpowiedniego poziomu ochrony uczestników rynku: klientów instytucji finansowych i inwestorów na rynku kapitałowym w płaszczyźnie *conduct-of-business* oraz obowiązków informacyjnych. Tradycyjnie domeną nadzoru bankowego był nadzór o charakterze ostrożnościowym, zaś nadzór nad rynkiem kapitałowym koncentrował się na zapewnieniu odpowiednich zasad postępowania w relacjach z klientami firm inwestycyjnych (*conduct-of-business*) oraz na egzekwowaniu obowiązków informacyjnych i przeciwdziałaniu wykorzystaniu uprzywilejowania informacyjnego oraz manipulacji. Z biegiem lat postępuje konwergencja przedmiotu zainteresowań nadzorczych, czego wyrazem jest, z jednej strony, większe uwzględnienie kwestii *conduct-of-business* w obszarze nadzoru bankowego (np. kwestie zarządzania produktami), a z drugiej – coraz istotniejsze są komponenty nadzoru ostrożnościowego sprawowanego względem podmiotów rynku kapitałowego. W każdym razie jednak budowa zaufania – następująca zarówno z wykorzystaniem narzędzi nadzoru ostrożnościowego, jak i nadzoru o charakterze *conduct-of-business* – nie jest wyłącznie celem samym w sobie. Zaufanie to służy temu, aby rynek finansowy mógł efektywnie pełnić funkcję mechanizmu transformacji oszczędności w inwestycje. To dlatego państwo dąży do zapewnienia swoim autorytetem – znajdującym wyraz choćby w ustanowieniu publicznego nadzoru nad rynkiem finansowym – zaufania społeczeństwa do rynku finansowego i jego instytucji, aby stwarzać przestrzeń do efektywnego pełnienia przez rynek finansowy jego genetycznej funkcji, którą jest pośrednictwo finansowe i zapewnienie finansowania potrzeb inwestycyjnych gospodarki. Dodatkowym elementem jest także zapewnienie sprawnego i bezpiecznego mechanizmu płatności, który będzie zmniejszał koszty transakcyjne między kontrahentami i w ten sposób zwiększał efektywność wymiany. Dlatego też długoterminowo cele nadzorcze nadzoru finansowego – w Polsce unormowane w art. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym⁶ – są synergiczne z dążeniem do rozwoju rynku finansowego. Rynek prawidłowo rozwija się tylko wtedy, gdy osoby powierzające profesjonalnym uczestnikom rynku swoje środki – czy to jako deponenci, czy też inwestorzy instytucji zbiorowego inwestowania, czy

⁶ Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. 2025, poz. 640.

wreszcie akcjonariusze lub obligatariusze bezpośrednio powierzający swoje środki konkretnym emitentom – czynią to w poczucia zaufania do prawidłowego, uczciwego funkcjonowania tego rynku i w poczuciu bezpieczeństwa środków, adekwatnie skorelowanego z oczekiwaną stopą zwrotu.

Jakie znaczenie przypada tym rozważaniom w kontekście kryptoaktywów? Ze względu na znaczne wewnętrzne zróżnicowanie zbiorczej kategorii kryptoaktywów warto przyjrzeć się, w jakim zakresie rynek kryptoaktywów pełni funkcje właściwe rynkowi finansowemu – i ma te jego genetyczne cechy, które skłoniły państwa do wzięcia na siebie odpowiedzialności za ustanowienie i funkcjonowanie regulacji rynku finansowego oraz nadzoru nad nim⁷. Warto także uwzględnić motywy legislacyjne rozporządzenia MiCA znajdujące wyraz w jego preambule.

Motyw 2 preambuły do rozporządzenia MiCA zawiera następujące sformułowania: *Kryptoaktywa są cyfrowymi przedstawieniami wartości lub praw, które mogą przynieść znaczne korzyści uczestnikom rynku, w tym detalicznym posiadaczom kryptoaktywów. Przedstawienia wartości obejmują zewnętrzną, nieinherentną wartość przypisywaną kryptoaktywom przez zainteresowane strony lub uczestników rynku, co oznacza, że wartość ta jest subiektywna i oparta jedynie na zainteresowaniu nabywcy kryptoaktywa. Oferty kryptoaktywów usprawniają procesy pozyskiwania kapitału i zwiększają konkurencję, dzięki czemu mogą umożliwić innowacyjny i inkluzywny sposób finansowania, w tym dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). Kryptoaktywa wykorzystywane jako środek płatniczy mogą stwarzać możliwości, jeśli chodzi o realizowanie płatności w sposób tańszy, szybszy i wydajniejszy, w szczególności w wymiarze transgranicznym, dzięki ograniczeniu liczby pośredników.*

Wzajemny stosunek stwierdzeń zawartych w tym fragmencie rozporządzenia MiCA może wymagać dodatkowej analizy.

Z jednej strony wprost przyznano w nim, że kryptoaktywa: *obejmują zewnętrzną, nieinherentną wartość przypisywaną kryptoaktywom przez zainteresowane strony lub uczestników rynku, co oznacza, że wartość ta jest subiektywna i oparta jedynie na zainteresowaniu nabywcy kryptoaktywa*, co zdaje się być zawołowaną formułą stwierdzenia czysto spekulacyjnego charakteru tych instrumentów, u podstaw wyceny których nie leży żadna fundamentalna wartość.

Z drugiej jednak strony wskazano, że kryptoaktywa mogą usprawniać proces pozyskania kapitału i stanowić innowacyjny i inkluzywny sposób finansowania, zwłaszcza dla małych i średnich przedsiębiorstw. Takie podejście oznaczałoby, że w pewnym zakresie realizują one genetyczną funkcję rynku kapitałowego – przy czym, stanowiąc sposób pozyskania kapitału na realizację przedsięwzięć gospodarczych, reprezentowałyby one jednak pewną fundamentalną wartość, co z kolei nie byłoby zbieżne ze zdaniem po-

⁷ Por. też wystąpienie wprowadzające pt. „Czy kryptoaktywa są elementem rynku finansowego?” oraz związaną z nim dyskusję, która miała miejsce podczas XXVIII Otwartego Posiedzenia Naukowego Katedry Prawa Handlowego Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego w dniu 7 kwietnia 2025 r., <https://kph.wpia.uw.edu.pl/nagranie-z-xxvii-opn-z-udzialem-dr-hab-jacka-jastrzebskiego-llm-berkeley-prof-uw/>

przedzającym. Powstaje też pytanie, czy kryptoaktywa służące pozyskiwaniu kapitału nie podlegają innym regulacjom unijnym, jak choćby dyrektywa MiFID II, których zastosowanie, jak już wspomniano, wyłącza stosowanie rozporządzenia MiCA.

Wreszcie, z trzeciej strony, kryptoaktywa mogą być wykorzystane także jako środek płatniczy – wówczas również, jak się wydaje, nie sposób byłoby im odmawiać wewnętrznej wartości. Natomiast ich status regulacyjny – i kwestia podlegania tylko PSD2 lub łącznie MiCA i PSD2, jeśli stanowią one EMT (w zakresie będącym zresztą przedmiotem dyskusji) – był już przedmiotem wzmianki.

Wnioski płynące z motywu 2 preambuły do rozporządzenia MiCA są więc niejednoznaczne. Z jednej strony wskazują one na spekulacyjny charakter kryptoaktywów, które pozbawione są jakiegokolwiek wartości wewnętrznej. Z drugiej, wskazane przykłady – pozyskiwanie kapitału, funkcja środka płatniczego – zakłada posiadanie przez nie określonej wartości, wyrażającej się choćby w wycenie przedsięwzięcia gospodarczego, które byłoby w ten sposób finansowane.

Z powyższymi spostrzeżeniami na swój sposób korespondują także założenia dotyczące zakresu zastosowania MiCA. Deklarację w tym zakresie zawiera motyw 9 preambuły do rozporządzenia MiCA, który stanowi: *Unijne akty ustawodawcze dotyczące usług finansowych powinny kierować się zasadą „taka sama działalność, takie samo ryzyko, takie same przepisy” i zasadą neutralności technologicznej. W związku z tym kryptoaktywa, które objęte są zakresem obowiązujących unijnych aktów ustawodawczych dotyczących usług finansowych, powinny pozostać regulowane obowiązującymi ramami regulacyjnymi, niezależnie od technologii wykorzystanej do ich emisji lub transferu, a nie niniejszym rozporządzeniem*. Deklaracji tej odpowiadają – o czym już była mowa – regulacje kolizyjne zawarte w art. 2 ust. 4 rozporządzenia MiCA, wyłączające zastosowanie rozporządzenia MiCA do kryptoaktywów będących instrumentami finansowymi (lit. a) oraz środkami pieniężnymi, co jednak nie dotyczy EMT (lit. c).

Pojawia się zatem pytanie, jaki jest realny zakres zastosowania rozporządzenia MiCA do kryptoaktywów służących pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorców (które, jak się wydaje, w większości przypadków będą miały charakter instrumentu finansowego) lub służących jako środek płatniczy (które w wielu wypadkach będą zakwalifikowane jako środki pieniężne). Można odnieść wrażenie, że w tym zakresie zastosowania pozostaną przede wszystkim EMT, co do których może zachodzić dualizm regulacyjny PSD2 i MiCA, i być może kryptoaktywa służące pozyskiwaniu finansowania przez przedsiębiorstwa, niebędące jednak instrumentami finansowymi (o ile rynek stworzy taką kategorię). Takie spostrzeżenie wpływa jednak istotnie na rozumienie motywu 2 preambuły, gdyż może wynikać stąd, że sposób zdefiniowania zakresu zastosowania rozporządzenia MiCA może wykluczać z tego zakresu istotną część kryptoaktywów służących realizacji celów tam wskazanych. Jednocześnie trudno wyobrazić sobie konkluzję, zgodnie z którą rozporządzenie MiCA miałyby okazać się regulacją zapewniającą kryptowalutom (jako wybranej kategorii kryptoaktywów) dostęp do europejskiego rynku finansowego.

W tym kontekście uwagę zwraca też motyw 5 preambuły do rozporządzenia MiCA, zgodnie z którym: *Brak ogólnych ram unijnych dotyczących rynków kryptoaktywów może prowadzić do braku zaufania użytkowników do tych aktywów, co mogłoby znacznie zahamować rozwój rynku tych aktywów i skutkować utratą możliwości w zakresie innowacyjnych usług cyfrowych, alternatywnych instrumentów płatniczych lub nowych źródeł finansowania dla przedsiębiorstw unijnych.* Regulacją źródeł finansowania dla przedsiębiorstw są zasadniczo unijne przepisy dotyczące rynku kapitałowego, a regulacją dotyczącą instrumentów płatniczych – rozbudowane unijne regulacje dotyczące usług płatniczych. Powstaje więc pytanie, jaki jest obszar kryptoaktywów nieuregulowanych innymi regulacjami unijnego prawa rynku finansowego, co do których aktualny pozostaje postulat budowy *zaufania użytkowników do tych aktywów.*

Uważam, że pytanie to stanowić będzie kluczową kwestię kształtującą podejście regulatorów i nadzorców oraz dalszą politykę nadzorczą w zakresie stosowania rozporządzenia MiCA.

Wszelkie pojawiające się na rynku kryptoaktywa podlegające rozporządzeniu MiCA, które realizują cele dla których powołany jest rynek finansowy – w szczególności jako alternatywne instrumenty płatnicze lub nowe, nieuregulowane innymi przepisami formy pozyskiwania finansowania działalności gospodarczej – powinny być z regulacyjnego punktu widzenia postrzegane jako przejawy rozwoju rynku finansowego, a budowa zaufania do nich powinna być traktowana jako katalizator tego rozwoju. W szczególności może dotyczyć to takich przejawów tokenizacji aktywów związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej, które wymykałyby się regulacji rynku instrumentów finansowych, a które zmierzałyby do stworzenia nowych, być może bardziej przemawiających do nowych pokoleń inwestorów, sposobów pozyskiwania finansowania takiej działalności.

W pozostałym zakresie, głównie w zakresie, w jakim kryptoaktywa podlegające rozporządzeniu MiCA nie realizują żadnej z funkcji właściwych rynkowi finansowemu, w szczególności będąc przedstawieniem wartości bez żadnej wewnętrznej wartości, taka ich charakterystyka również powinna zostać uwzględniona w dotyczącej ich polityce regulacyjnej i nadzorczej. Wówczas ochrona klientów może stać się celem samym w sobie, bezprzedmiotowe staje się bowiem wtedy dążenie do budowy zaufania do takich kategorii aktywów, jak i dążenie do rozwoju ich rynku, skoro nie pełni on tych funkcji, które genetycznie uzasadniały zaangażowanie państwa w budowę takiego zaufania (ewentualnym celem regulacji może być wówczas np. zapewnienie odpowiednich przychodów fiskalnych z takiej działalności).

Ostatecznej odpowiedzi na pytanie, w jakim zakresie rynek kryptoaktywów podąży w kierunku dostarczania narzędzi służących realizacji celów rynku finansowego, a w jakim będzie odpowiadał na innego rodzaju potrzeby, dostarczy rozwój gospodarczy i technologiczny. Odpowiedzialnością regulatorów i nadzorców, którzy zostali lub zostaną postawieni na straży prawidłowego funkcjonowania tego rynku, pozostaje natomiast aktywnie śledzić ten rozwój i adekwatnie dostosowywać politykę regulacyjną i nadzorczą.