

Wytyczne

dotyczące warunków i kryteriów kwalifikowania kryptoaktywów jako instrumentów finansowych

Spis treści

1	Zakres stosowania	3
2	Odniesienia do przepisów prawa, skróty i definicje.....	4
2.1	Odniesienia do przepisów prawa	4
2.2	Skróty.....	4
2.3	Definicje	Error! Bookmark not defined.
3	Cel	5
4	Obowiązki w zakresie zgodności i powiadomienia.....	6
4.1	Status wytycznych.....	6
4.2	Obowiązki dotyczące powiadomienia	6
5	Wytyczne dotyczące kwalifikowania kryptoaktywów jako instrumentów finansowych ..	7
5.1	Kwalifikacja kryptoaktywów jako zbywalnych papierów wartościowych	7
5.2	Kwalifikacja jako inne rodzaje instrumentów finansowych	12
5.3	Ogólne informacje na temat pojęcia kryptoaktywów	20

1 Zakres stosowania

Kto?

1. Wytyczne mają zastosowanie do właściwych organów i uczestników rynku finansowego, w tym emitentów, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 10 rozporządzenia MiCA, oferujących, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 13 rozporządzenia MiCA, dostawców usług w zakresie kryptoaktywów, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 15 rozporządzenia MiCA, inwestorów i wszystkich osób prowadzących działalność związaną z kryptoaktywami.

Co?

2. Niniejsze wytyczne mają zastosowanie w związku z art. 2 ust. 5 rozporządzenia MiCA.

Kiedy?

3. Niniejsze wytyczne stosuje się po upływie 60 dni kalendarzowych od dnia ich publikacji na stronie internetowej ESMA we wszystkich językach urzędowych UE.

2 Odniesienia do przepisów prawa, skróty i definicje

2.1 Odniesienia do przepisów prawa

dyrektywa w sprawie UCITS	Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) ¹ .
dyrektywa w sprawie ZAFI	Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 ² .
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 (wersja przekształcona) ³ .
rozporządzenie MiCA	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/1114 z dnia 31 maja 2023 r. w sprawie rynków kryptoaktywów ⁴ .
rozporządzenie w sprawie DLT	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/858 z dnia 30 maja 2022 r. w sprawie systemu pilotażowego na potrzeby infrastruktury rynkowych opartych na technologii rozproszonego rejestru ⁵ .
rozporządzenie w sprawie FRP	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie funduszy rynku pieniężnego ⁶ .
rozporządzenie w sprawie ustanowienia ESMA	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE ⁷ .

2.2 Skróty

AFI	alternatywny fundusz inwestycyjny
ART	token powiązany z aktywami
CASP	dostawca usług w zakresie kryptoaktywów
DLT	technologia rozproszonego rejestru
EMT	token będący pieniądzem elektronicznym
ESMA	Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
EUN	Europejskie Urzędy Nadzoru

¹ Dz.U. L 302 z 17.11.2009, s. 32.

² Dz.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1.

³ Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349.

⁴ Dz.U. L 150 z 9.6.2023, s. 40.

⁵ Dz.U. L 151 z 2.6.2022, s. 1.

⁶ Dz.U. L 169 z 30.6.2017, s. 8.

⁷ Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 84.

EUNB	Europejski Urząd Nadzoru Bankowego
F-NFT	niewymienialny token ułamkowy
ITS	wykonawcze standardy techniczne
NCA	właściwy organ krajowy
NFT	niewymienialny token
RTS	regulacyjne standardy techniczne

2.3 Definicje

DLT	Technologia rozproszonego rejestru (ang. <i>distributed ledger technology</i> , DLT) zdefiniowana w art. 3 ust. 1 pkt 1 rozporządzenia MiCA.
NFT	Niewymienialne tokeny odnoszą się do kryptoaktywów, które są unikalne i nie są zamienne z innymi kryptoaktywami, jak wspomniano w art. 2 ust. 3 rozporządzenia MiCA.
Tokeny hybrydowe	Tokeny hybrydowe oznaczają kryptoaktywa obejmujące elementy należące do różnych kategorii, wykazujące łącznie cechy charakterystyczne dla odmiennych rodzajów kryptoaktywów.

3 Cel

- Niniejsze wytyczne wydano na podstawie art. 16 ust. 1 rozporządzenia w sprawie ustanowienia ESMA oraz art. 2 ust. 5 rozporządzenia MiCA. Celem niniejszych wytycznych jest określenie warunków i kryteriów służących ustaleniu, czy kryptoaktywa należy zakwalifikować jako instrumenty finansowe, a tym samym zapewnienie wspólnego, jednolitego i spójnego stosowania przepisów art. 2 ust. 4 lit. a) rozporządzenia MiCA. Ponadto niniejsze wytyczne zawierają wyjaśnienia dotyczące niektórych cech tokenów użytkowych, niewymienialnych tokenów i tokenów hybrydowych.
- Niniejsze wytyczne zawierają również przykłady do celów ilustracyjnych. Chociaż przykłady te mają na celu zapewnienie jasności oraz pomoc zarówno właściwym organom krajowym, jak i uczestnikom rynku finansowego w dokonywanej przez nich ocenie, nie powinny one zastępować przeprowadzenia pełnej oceny tego, czy dane kryptoaktywo należy zakwalifikować jako instrument finansowy, i pod tym względem nie powinny być interpretowane jako ostateczna klasyfikacja ani zastępować niezbędnej analizy poszczególnych przypadków lub wpływać na taką analizę.

4 Obowiązki w zakresie zgodności i powiadomienia

4.1 Status wytycznych

6. Zgodnie z art. 16 ust. 3 rozporządzenia w sprawie ustanowienia ESMA właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego muszą dołożyć wszelkich starań, aby zastosować się do niniejszych wytycznych.
7. Właściwe organy, do których mają zastosowanie niniejsze wytyczne, powinny zapewnić zgodność z nimi poprzez odpowiednie włączenie ich do swoich krajowych ram prawnych lub nadzorczych, również w przypadku, gdy poszczególne wytyczne są skierowane głównie do uczestników rynku finansowego. W takim przypadku właściwe organy powinny w ramach sprawowanego nadzoru zadbać o to, by uczestnicy rynku finansowego przestrzegali niniejszych wytycznych.

4.2 Obowiązki dotyczące powiadomienia

8. W terminie dwóch miesięcy od daty publikacji wytycznych na stronie ESMA we wszystkich językach urzędowych UE właściwe organy, do których niniejsze wytyczne mają zastosowanie, muszą powiadomić ESMA, czy (i) stosują się do wytycznych, (ii) nie stosują się do nich, ale zamierzają to czynić, albo czy (iii) nie stosują się i nie zamierzają zastosować się do wytycznych.
9. W przypadku niestosowania się do wytycznych właściwe organy muszą również powiadomić ESMA w terminie dwóch miesięcy od daty publikacji wytycznych na stronie ESMA we wszystkich językach urzędowych UE o powodach niestosowania się do wytycznych.
10. Uczestnicy rynku finansowego nie są zobowiązani do składania sprawozdań.

5 Wytyczne dotyczące klasyfikacji kryptoaktywów jako instrumentów finansowych

Postanowienia ogólne – wytyczna 1

11. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego nie powinni uznawać formatu technologicznego kryptoaktywów za czynnik decydujący przy ocenie ich kwalifikacji jako instrumentów finansowych. W związku z tym proces tokenizacji instrumentów finansowych⁸ nie powinien mieć wpływu na klasyfikację takich aktywów.
12. Stokenizowane instrumenty finansowe nadal należy uznawać za instrumenty finansowe dla wszystkich celów regulacyjnych. Właściwe organy krajowe powinny przyjąć podejście neutralne pod względem technologicznym – zasadę, o której mowa w rozporządzeniu MiCA – aby zagwarantować, że podobne działania i aktywa podlegają tym samym przepisom niezależnie od ich formy⁹.

5.1 Klasyfikacja kryptoaktywów jako zbywalnych papierów wartościowych

Klasyfikacja jako zbywalne papiery wartościowe – wytyczna 2

13. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni klasyfikować kryptoaktywa jako zbywalne papiery wartościowe, jeżeli przyznają one swoim posiadaczom prawa równoważne prawom przyznanym przez akcje, obligacje, inne formy papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym lub inne zbywalne papiery wartościowe, o których mowa w art. 4 ust. 1 pkt 44 MiFID II¹⁰.

⁸ Można to opisać jako „cyfrowe odzwierciedlenie instrumentów finansowych w rozproszonych rejestrach lub emisj[ę] tradycyjnych klas aktywów w formie tokenów w celu umożliwienia ich emisji, przechowywania i przenoszenia w rozproszonym rejestrze”; zob. motyw 3 rozporządzenia w sprawie DLT; zob. także „instrument finansowy» oznacza instrumenty określone w załączniku I sekcja C, w tym instrumenty wyemitowane za pomocą technologii rozproszonego rejestru”, art. 4 ust. 1 pkt 15 MiFID II.

⁹ Motyw 9 rozporządzenia MiCA.

¹⁰ W art. 4 ust. 1 pkt 44 MiFID II zdefiniowano zbywalne papiery wartościowe, które „oznaczają te rodzaje papierów wartościowych, które są zbywalne na rynku kapitałowym – z wyłączeniem instrumentów płatniczych” i obejmują akcje spółek, obligacje i sekurytyzowane wierzytelności, a także „wszelkie inne papiery wartościowe”: (i) dające prawo nabycia lub zbycia jakichkolwiek zbywalnych papierów wartościowych; lub (ii) „powodujące rozliczenie w środkach pieniężnych określone w odniesieniu do zbywalnych papierów wartościowych, walut, stóp procentowych lub stóp zwrotu, towarów i innych wskaźników lub mierników”. Mogą one obejmować opcje, warranty i obligacje strukturyzowane, w przypadku których odsetki są powiązane z dowolnym instrumentem pochodnym (np. wybranym indeksem giełdowym, stopą procentową, innymi instrumentami pochodnymi lub kombinacją instrumentów pochodnych).

14. Kryptoaktywo powinno kwalifikować się jako instrument finansowy, jeśli mieści się w definicji zbywalnego papieru wartościowego określonej w MiFID II¹¹. W takim przypadku kryptoaktywa powinny podlegać dokładnie tym samym przepisom co tradycyjne instrumenty finansowe, zgodnie z zasadą neutralności technologicznej. W celu ustalenia, czy kryptoaktywa kwalifikują się jako instrumenty finansowe, należy przyjąć podejście oparte na zasadzie przewagi treści nad formą.
15. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni zatem uznać, że kryptoaktywa kwalifikują się jako zbywalne papiery wartościowe, jeżeli łącznie spełniają następujące trzy kryteria: (i) nie stanowią instrumentu płatniczego; (ii) stanowią „klasy papierów wartościowych”; oraz (iii) są zbywalne na rynku kapitałowym.

i. Wyłączenie instrumentów płatniczych

16. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni zwrócić uwagę, że jeżeli kryptoaktywa są zgodne z definicją instrumentu płatniczego, nie powinny być kwalifikowane jako zbywalne papiery wartościowe¹².
17. MiFID II nie zawiera żadnej definicji „instrumentów płatniczych”. Kryptoaktywo, które zostałyby zakwalifikowane jako taki instrument, powinno być postrzegane jako kryptoaktywo wykorzystywane jako środek wymiany¹³. Jeżeli kryptoaktywo miałoby zawierać w sobie kilka składników, w tym składnik instrumentu płatniczego, właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni przeprowadzić analizę poszczególnych przypadków, aby określić najodpowiedniejszą kwalifikację tego kryptoaktywa.

¹¹ Artykuł 4 ust. 1 pkt 44 MiFID II.

¹² W celu uzyskania szczegółowych informacji na temat pojęcia instrumentu płatniczego zob. wytyczne EUNB dotyczące wyłączenia z tytułu ograniczonej sieci zgodnego z drugą dyrektywą w sprawie usług płatniczych (PSD2), 24 lutego 2022 r., EBA/GL/2022/02; warto zauważyć, że chociaż MiFID II nie zawiera takiej definicji, właściwe organy krajowe, które opracowały krajową definicję instrumentów płatniczych, transponowały definicję zawartą w art. 4 ust. 14 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego do swojego ustawodawstwa; zob. porada ESMA, załącznik 1 Kwalifikacja prawna kryptoaktywów – badanie przeprowadzone wśród właściwych organów krajowych, s. 11.

¹³ Na przykład pojęcie to zazwyczaj obejmuje płynne metody płatności, takie jak czeki, weksle, a także bezgotówkowe narzędzia płatnicze, w tym karty, przelewy bankowe, polecenia zapłaty i pieniądź elektroniczny.

ii. Klasy papierów wartościowych

18. W celu określenia, czy kryptoaktywa stanowią „klasę”, właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę następujące wskaźniki: (i) czy kryptoaktywa są emitowane przez tego samego emitenta oraz (ii) czy kryptoaktywa są zamienne¹⁴, tj. umożliwiają dostęp do tych samych praw (np. prawa do dywidendy, prawa głosu w procesie decyzyjnym emitenta, prawa do części aktywów spółki lub prawa do przychodów z likwidacji). Jeżeli wszystkie kryptoaktywa w ramach tej samej emisji odzwierciedlają lub przyznają te same prawa i obowiązki, a zatem są zamienne, lub jeżeli w ramach emisji można wyróżnić odmienne klasy kryptoaktywów¹⁵, należy uznać, że wymóg „przynależności do klasy” jest spełniony. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni również mieć na uwadze, że istnienie wielu klas kryptoaktywów w ramach tej samej emisji nie powinno jako takie wpływać na ich kwalifikację jako części klasy papierów wartościowych, pod warunkiem że każda klasa zachowuje jasno określone i możliwe do rozróżnienia prawa i cechy, tak jak ma to miejsce w przypadku emisji tradycyjnych papierów wartościowych.
19. Przykładem tokenów należących do danej klasy są tokeny zamienne, które zapewniają posiadaczom równoważne prawa głosu i uprawnienia do dywidendy. Ta zamienność oznacza, że każdy token jest identyczny pod względem praw i obowiązków dla wszystkich posiadaczy. W takich przypadkach właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego mogą uznać, że tokeny te spełniają kryteria przynależności do danej klasy.
20. Po dokonaniu oceny, czy kryptoaktywa należą do danej klasy, właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni ocenić, czy są one częścią klasy papierów wartościowych. W tym względzie powinni oni wziąć pod uwagę, że rodzaje papierów wartościowych, o których mowa w art. 4 ust. 1 pkt 44 lit. a)–c) MiFID II, są przykładami papierów wartościowych, które wchodzą w zakres definicji zbywalnych papierów wartościowych. Aby ustalić, czy kryptoaktywa przyznają prawa dotyczące papierów wartościowych, właściwe organy krajowe powinny ocenić, czy prawa przyznane w ramach kryptoaktywów są równoważne prawom zwykle przyznawanym przez określony rodzaj zbywalnych papierów wartościowych.
21. Jako ilustrację można wskazać kryptoaktywa, które reprezentują udział w kapitale spółki i przyznają ich posiadaczom prawa równoważne prawom przyznawanym przez akcje (np. udział w spółce, prawo głosu w odniesieniu do niektórych decyzji spółki, prawa do dywidendy, prawa do przychodów z likwidacji spółki); takie kryptoaktywa należy kwalifikować jako papiery wartościowe o cechach charakterystycznych dla akcji¹⁶.

¹⁴ Chodzi o wyłączenie kryptoaktywów, które byłyby unikalne lub które byłyby dostosowane do konkretnego inwestora (np. niewymienialne tokeny).

¹⁵ Każda klasa jest zamienna.

¹⁶ Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę fakt, że termin „udział” (ang. *share*) nie jest zdefiniowany w prawie Unii. W rezultacie państwa członkowskie różnie interpretują to pojęcie; w niektórych z nich akcje mogą być pozbawione prawa do dywidendy lub prawa głosu (np. akcje uprzywilejowane), a mimo to nadal kwalifikować się jako akcje.

22. Należy również dokonać rozróżnienia między kryptoaktywami dającymi prawa głosu typowo związane z akcjami (np. prawa głosu w procesie decyzyjnym spółki) a tymi dającymi prawa do zarządzania, które są bardziej powiązane z decyzjami technicznymi lub operacyjnymi i które nie zapewniają posiadaczom żadnego wpływu na kwestie ładu korporacyjnego. Na przykład kryptoaktywa przyznające prawa głosu w procesie decyzyjnym spółki, umożliwiające posiadaczom udział w decyzjach dotyczących zarządzania (takich jak wybór członków zarządu, zatwierdzanie fuzji i przejęć) należy uznać za przyznające prawa głosu równoważne akcjom. Natomiast kryptoaktywa, które przyznają prawa do współdecydowania wyłącznie w kwestiach technicznych lub operacyjnych, takich jak aktualizacje protokołów i korekty opłat, i nie zapewniają ich posiadaczom żadnego wpływu na decyzje z zakresu ładu korporacyjnego, nie powinny być uznawane za przyznające prawa równoważne akcjom i należy je odróżnić od papierów wartościowych zapewniających tradycyjne uprawnienia akcjonariuszy.
23. Przykładem są kryptoaktywa, które opracowano jako tokeny użytkowe w ramach określonego ekosystemu, takie jak tokeny używane do uzyskiwania dostępu do usług, zapewniające posiadaczom dostęp do treści premium na platformie gier wideo lub przyznające zniżki na przyszłe zakupy (np. obniżone opłaty transakcyjne lub priorytetowy dostęp do nowych produktów). W takim przypadku, jeśli tokeny nie zapewniają żadnych zwrotów finansowych porównywalnych z instrumentami finansowymi (np. dywidend lub płatności odsetek) i nie spełniają warunku przynależności do klasy papierów wartościowych, nie powinny być kwalifikowane jako zbywalne papiery wartościowe. Dotyczy to również sytuacji, w której inwestorzy nabywają takie tokeny z oczekiwaniem zysku ze względu na ich potencjalny wzrost wartości.
24. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni ponadto wziąć pod uwagę fakt, że tokeny śledzące wyniki jednego lub kilku aktywów bazowych, które przyznają posiadaczom prawa porównywalne z prawami do nabywania lub zbywania zbywalnych papierów wartościowych (takie jak prawo do nabycia akcji, obligacji lub podobnych zbywalnych papierów wartościowych), powinny być postrzegane jako silna przesłanka przyznania praw równoważnych prawom wynikającym z papierów wartościowych i w związku z tym mogą być kwalifikowane jako zbywalne papiery wartościowe, jeżeli stanowią część klasy i są zbywalne. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni również rozważyć, czy takie tokeny powodują rozliczenie w środkach pieniężnych ustalone w odniesieniu do zbywalnych papierów wartościowych, walut, stóp procentowych lub stóp zwrotu, towarów i innych indeksów lub mierników.

25. W odniesieniu do klasy „obligacje i inne formy sekurytyzowanych wierzytelności”¹⁷, o ile instrumenty te są zbywalne na rynku kapitałowym, właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni mieć na uwadze, że kryptoaktywa, które reprezentowałyby dług podobny do długu pieniężnego (taki jak część pożyczki należnej od emitenta posiadaczowi kryptoaktywów), należy uznać za papiery wartościowe o cechach charakterystycznych dla obligacji. To samo dotyczy długu, który zostałby włączony do papieru wartościowego, z wyłączeniem obligacji lub instrumentów rynku pieniężnego.
26. Przykładowo właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego mogą rozważyć przypadek spółki, która wyemitowała kryptoaktywa zapewniające ich posiadaczom regularne płatności odsetek lub obiecujące zwrot kapitału w przyszłości. Takie tokeny, ze względu na ich dłużny charakter, należy uznać za należące do klasy papierów wartościowych podobnych do obligacji.
27. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę, że takie aktywa mogą również wchodzić w zakres „innych papierów wartościowych”, o których mowa w art. 4 ust. 1 pkt 44 lit. c) MiFID II i które powodują rozliczenie pieniężne ustalone przez odniesienie do zbywalnych papierów wartościowych, walut, stóp procentowych lub stóp zwrotu, towarów i innych indeksów lub mierników.

iii. Zbywalność na rynku kapitałowym

28. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni ustalić, czy kryptoaktywo jest swobodnie zbywalne na rynku kapitałowym¹⁸. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni zatem uznać, że jeśli wynikające z konstrukcji danego kryptoaktywa ograniczenia dotyczące przenoszenia praw uniemożliwiają obrót tym kryptoaktywem, nie jest ono zbywalnym papierem wartościowym.
29. Kryptoaktywo należy uznać za zbywalne, jeżeli można je swobodnie przenosić lub wprowadzać do obrotu¹⁹. Wystarczająca jest sama abstrakcyjna możliwość przeniesienia lub obrotu, nawet jeżeli nie istnieje konkretny rynek dla danego produktu albo obowiązuje tymczasowy okres blokady (lock-up). Wydaje się, że większość kryptoaktywów spełnia wymóg zbywalności określony w art. 4 ust. 1 pkt 44 MiFID II, ponieważ DLT umożliwia przeniesienie własności ze sprzedawcy na nabywcę.

¹⁷ Artykuł 4 ust. 1 pkt 44 lit. b) MiFID II.

¹⁸ Odniesienie do „rynków kapitałowych” nie jest zdefiniowane, ale jako pojęcie ma celowo szerokie znaczenie, aby uwzględnić wszystkie konteksty obejmujące transakcje nabycia i zbycia papierów wartościowych. Nie ogranicza ono zakresu stosowania do papierów wartościowych notowanych lub będących przedmiotem obrotu na rynkach regulowanych; zob. pytania i odpowiedzi opublikowane przez Komisję w sprawie dyrektywy 2004/39/WE (MiFID).

¹⁹ Zbywalne papiery wartościowe należy uznać za „swobodnie zbywalne” tylko wtedy, gdy przed dopuszczeniem do obrotu nie istnieją żadne ograniczenia uniemożliwiające transfer kryptoaktywów w sposób, który zakłóciłby „tworzenie rzetelnego, prawidłowego i skutecznego rynku” (zob. motyw 1 rozporządzenia delegowanego (UE) 2017/568 z dnia 24 maja 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych w zakresie dopuszczania

30. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni również wziąć pod uwagę, że kryptoaktywo może być zaprojektowane w sposób uniemożliwiający obrót na rynkach kapitałowych. Zbywalność może zostać ograniczona w szczególności poprzez wyłączenie możliwości przenoszenia kryptoaktywów na podmioty inne niż emitent. Każdy przypadek ograniczenia zbywalności kryptoaktywów należy rozpatrywać indywidualnie, ponieważ charakter i skutki ograniczenia mogą być wystarczające, aby dany instrument stał się niezbywalny²⁰. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni również wziąć pod uwagę inne potencjalne ograniczenia, które mogą występować, lecz niekoniecznie wykluczają możliwość zbycia kryptoaktywa (np. transfery wyłącznie na rzecz podmiotów znajdujących się na białej liście, ograniczenia sprzedaży przez określony czas, okresy blokady (lock-up), ograniczenia dotyczące określonego kraju).
31. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni szeroko interpretować pojęcie rynku kapitałowego, uwzględniając wszystkie konteksty związane z transakcjami nabycia i zbycia papierów wartościowych, a jednocześnie oceniać różnice między tradycyjnymi systemami a platformami obrotu kryptoaktywami. Co do zasady, rynki kapitałowe są rozumiane jako miejsca obrotu, w których inwestorzy lokują środki w zamian za aktywa, a podmioty oferujące te aktywa pozyskują finansowanie. W związku z tym, jeżeli kryptoaktywa mogą być przedmiotem obrotu na platformie obrotu równoważnej z platformą obrotu w rozumieniu MiFID, powinno to stanowić jednoznaczne wskazanie, że są one zbywalne na rynku kapitałowym. Sam fakt, że kryptoaktywo jest przedmiotem obrotu na internetowych platformach handlowych, może stanowić jedynie wskaźnik jego zbywalności, lecz nie musi automatycznie odpowiadać pojęciu rynku kapitałowego.
32. W związku z tym właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni uznać, że wiarygodne kryteria klasyfikacji kryptoaktywa jako zbywalnego papieru wartościowego mogą obejmować: (i) możliwość przenoszenia i zamiennosc (zbywalność i przynależność do danej klasy) oraz (ii) posiadanie praw podobnych do praw dotyczących innych papierów wartościowych. Zgodnie z definicją zbywalnych papierów wartościowych zawartą w MiFID II wszystkie wyżej wymienione kryteria muszą być spełnione, aby kryptoaktywa mogły zostać zakwalifikowane jako zbywalne papiery wartościowe.

5.2 Klasyfikacja jako inne rodzaje instrumentów finansowych

instrumentów finansowych do obrotu na rynkach regulowanych). W związku z tym fakt, że inwestorzy muszą być na przykład wskazani na białej liście, nie powinien sam w sobie uniemożliwiać zakwalifikowania kryptoaktywa jako zbywalnego papieru wartościowego, co należy oceniać indywidualnie dla każdego przypadku, zob. pkt 29.

²⁰ Ograniczenia nałożone przez emitenta mogą potencjalnie ograniczać możliwość transferu kryptoaktywów na różne sposoby. Transfery wynikające z blokady czasowej mogą ograniczyć transfer składnika aktywów na określony czas, uniemożliwiając realizację transakcji przed określoną datą lub określonym zdarzeniem. Ograniczenia geograficzne ograniczają transfery do niektórych regionów lub jurysdykcji, często w celu zapewnienia zgodności z lokalnymi przepisami. Ograniczenia techniczne, takie jak zobowiązania umowne, mogą stanowić szczególne warunki zakodowane w inteligentnym kontrakcie, które mogą wymagać spełnienia określonych kryteriów (np. okresów utrzymywania, ograniczeń użytkowania) przed zezwoleniem na dokonanie transferów. W każdym razie ograniczenia takie należy oceniać indywidualnie dla każdego przypadku.

Klasyfikacja jako instrumenty rynku pieniężnego – wytyczna 3

33. Aby zostać sklasyfikowane jako instrument rynku pieniężnego zgodnie z definicją zawartą w art. 4 ust. 1 pkt 17 MiFID II, kryptoaktywa powinny stanowić klasę instrumentów będących zwykle przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym, z wyjątkiem instrumentów płatniczych.
34. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni ocenić, czy kryptoaktywa mają cechy podobne do bonów skarbowych, certyfikatów depozytowych i papierów komercyjnych (np. stanowią certyfikat salda kredytowego). Instrumenty te zazwyczaj reprezentują krótkoterminowe zbywalne zobowiązania dłużne emitowane przez rządy, instytucje kredytowe lub korporacje w celu pozyskania środków na rynku pieniężnym²¹. W szczególności certyfikaty depozytowe są zbywalnymi instrumentami, które stanowią krótkoterminowe zobowiązania dłużne. W związku z tym takie kryptoaktywa powinny wykazywać podobne cechy, w tym zobowiązania do spłaty salda kredytowego, lecz nie należy mylić ich ze standardowymi depozytami bankowymi w rozumieniu dyrektywy 2014/49/UE. To rozróżnienie gwarantuje, że tylko instrumenty, które spełniają niezbędne kryteria dotyczące instrumentów rynku pieniężnego, są traktowane jako takie.
35. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę, że instrumenty rynku pieniężnego są znane z krótkich okresów zapadalności²². Aby dane kryptoaktywo kwalifikowało się jako instrument rynku pieniężnego zgodnie z MiFID II, powinno zatem między innymi wykazywać określony z góry lub rezydualny termin zapadalności lub termin spłaty zgodnie z wymogami zawartymi w rozporządzeniu w sprawie FRP. Kryterium to zapewnia zgodność z podstawową cechą krótkoterminowego charakteru instrumentów rynku pieniężnego. Niektóre platformy oferują krótkoterminowe rachunki oszczędnościowe w odniesieniu do kryptoaktywów, które mają na celu utrzymanie stabilnej wartości (kryptoaktywa powiązane ze stabilnymi aktywami, takimi jak euro lub dolar amerykański). Gdyby te rozwiązania oszczędnościowe miały krótki termin zapadalności i przynosiły zyski użytkownikom, mogłyby to być postrzegane jako jedna z cech analogicznych do tradycyjnych instrumentów rynku pieniężnego.

²¹ „Instrumenty rynku pieniężnego są zbywalnymi instrumentami znajdującymi się zwykle w obrocie na rynku pieniężnym. Obejmują one bony skarbowe, bony komunalne, certyfikaty depozytowe, papiery komercyjne, akcepty bankowe oraz średnio- i krótkoterminowe obligacje. Instrumenty rynku pieniężnego powinny być dopuszczone jako przedmiot inwestycji FRP wyłącznie w takim zakresie, w jakim są one zgodne z ograniczeniami dotyczącymi terminów zapadalności, oraz pod warunkiem że są uznawane przez FRP za instrumenty o wysokiej jakości kredytowej” (zob. motyw 21 rozporządzenia (UE) 2017/1131 w sprawie funduszy rynku pieniężnego, „rozporządzenie w sprawie FRP”).

²² Na przykład – nawet jeśli nie dotyczy wszystkich instrumentów rynku pieniężnego – krótki termin zapadalności w momencie emisji lub rezydualny termin zapadalności wynoszący do 397 dni, jak wspomniano w art. 3 dyrektywy Komisji 2007/16/WE.

36. Jako przykład można rozważyć sytuację, w której spółka wyemitowała kryptoaktywo będące przedmiotem obrotu na platformie w celu zapewnienia użytkownikom krótkoterminowych pożyczek, które nie jest instrumentem płatniczym, lecz zbywalnym tokenem na rynku pieniężnym. Tego rodzaju token stanowi certyfikat salda kredytowego spłacanego przez stronę zaciągającą pożyczkę wraz z odsetkami na koniec krótkiego okresu. Chociaż wartość tokena jest powiązana z euro w celu utrzymania stabilności, jego cena może ulegać niewielkim wahaniom w celu odzwierciedlenia odsetek naliczonych w okresie kredytowania, ale może być dokładnie określona w dowolnym momencie. Kryptoaktywa, które spełniają te kryteria łącznie, należy uznawać, ze względu na te cechy, za analogiczne do krótkoterminowych zobowiązań dłużnych wykorzystywanych do finansowania i inwestycji, a zatem, jeśli spełnione są również inne cechy – za instrumenty rynku pieniężnego.

Klasyfikacja jako jednostki uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania – wytyczna 4

37. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę, że aby kryptoaktywo można było zakwalifikować jako jednostkę uczestnictwa w przedsiębiorstwie zbiorowego inwestowania, projekt związany z kryptoaktywem powinien przewidywać łącznie: (i) gromadzenie kapitału od wielu inwestorów; (ii) inwestowanie tego kapitału zgodnie z określoną polityką inwestycyjną; oraz (iii) dążenie do wygenerowania wspólnego zwrotu dla tych inwestorów²³. Należy zauważyć, że dla potrzeb kwalifikacji jako jednostki uczestnictwa w przedsiębiorstwie zbiorowego inwestowania nie ma znaczenia, czy uczestnicy wnoszą do puli walutę fiat, jej ekwiwalent w gotówce czy kryptoaktywa.

38. Na przykład kryptoaktywa, które umożliwiają posiadaczom (i) inwestowanie w cyfrowe fundusze inwestycyjne, przy czym posiadacze mają prawo do proporcjonalnej części zysków generowanych przez zarządzany portfel, bez udziału w zarządzaniu strategią inwestycyjną (np. brak praw głosu), oraz (ii) wykup swoich tokenów za część wartości portfela, należy uznać za jednostkę uczestnictwa w przedsiębiorstwie zbiorowego inwestowania.

39. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni również rozważyć, czy posiadacze tokenów – jako grupa – mają bieżącą swobodę decyzyjną lub kontrolę²⁴ nad kwestiami operacyjnymi związanymi z codziennym zarządzaniem aktywami wchodzącymi w skład puli. W takim przypadku kryptoaktywa prawdopodobnie nie będą kwalifikowały się jako jednostka uczestnictwa w przedsiębiorstwie zbiorowego inwestowania. W tym kontekście nie ma znaczenia, czy decyzje są podejmowane przez ludzi, kod/algorytmy czy inteligentne kontrakty, o ile decyzje te są ściśle zgodne z ustaloną polityką inwestycyjną.

²³ Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji ZAFI z dnia 13 sierpnia 2013 r., ESMA/2013/611, pkt 12.

²⁴ Tamże.

40. Na przykład token otrzymany w ramach usługi płynnego stakingu (ang. *liquid staking*) (tj. gdy użytkownicy przekazują swoje tokeny/prawa do zarządzania związane z tymi tokenami dostawcy usług stakingu) można uznać za reprezentujący udział w nagrodach z tytułu stakingu generowanych przez połączone aktywa/prawa głosu. Jeżeli jednak nie zachodzi zbiorowe zarządzanie przez osobę trzecią zgodnie z wcześniej określoną polityką inwestycyjną – np. użytkownicy zachowują bieżącą kontrolę nad swoimi tokenami podlegającymi stakingowi i mogą nimi swobodnie handlować²⁵ – właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego nie powinni zazwyczaj uznawać takich kryptoaktywów za jednostkę uczestnictwa w przedsiębiorstwie zbiorowego inwestowania.
41. Chociaż niektóre systemy mogą wymagać dywersyfikacji, posiadanie zdywersyfikowanego portfela nie stanowi kryterium klasyfikacji. Płynność aktywów, w które inwestuje przedsiębiorstwo, ani jednostek emitowanych przez przedsiębiorstwo również nie stanowi kryterium klasyfikacji jako jednostka uczestnictwa w przedsiębiorstwie zbiorowego inwestowania. Aby kryptoaktywo mogło zostać sklasyfikowane jako jednostka uczestnictwa w przedsiębiorstwie zbiorowego inwestowania, powinno ono mieć na celu zapewnienie inwestorom wspólnego zwrotu, który jest generowany przez wspólne ryzyko wynikające z nabycia, posiadania lub sprzedaży bazowych aktywów inwestycyjnych. Kryteria te gwarantują, że inwestorzy są uprawnieni do udziału w zyskach lub stratach w wyniku swojego uczestnictwa.
42. Aby kryptoaktywo można było zakwalifikować jako jednostkę uczestnictwa lub udział w alternatywnym funduszu inwestycyjnym, należy je wykorzystać do pozyskiwania kapitału od wielu inwestorów w celu inwestowania zgodnie z określoną polityką inwestycyjną z korzyścią dla tych inwestorów²⁶. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni w szczególności dokładnie ocenić, czy w odniesieniu do danego kryptoaktywa określono politykę inwestycyjną, biorąc pod uwagę kryteria określone w wytycznych ESMA w sprawie kluczowych koncepcji ZAFI²⁷.
43. Innym kluczowym aspektem, który należy wziąć pod uwagę, jest ogólny komercyjny lub przemysłowy cel projektu kryptoaktywów²⁸. Aby emitent kryptoaktywów mógł zostać sklasyfikowany jako przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania, celem projektu kryptoaktywów nie powinien być ogólny cel handlowy lub przemysłowy.

²⁵ W tym przypadku słowo „swobodnie” odnosi się do zdolności do transferu tokenów lub obrotu nimi bez znaczących ograniczeń, z wyłączeniem niezbędnych wymogów operacyjnych wynikających z korzystania z technologii rozproszonego rejestru (DLT), takich jak 24–48-godzinny okres blokady, które są powszechne w przypadku usług płynnego stakingu.

²⁶ Bez wymogu uzyskania zezwolenia na mocy art. 5 dyrektywy w sprawie UCITS. Zob. art. 4 ust. 1 lit. a) ppkt (ii) dyrektywy w sprawie ZAFI.

²⁷ Sekcja IV ESMA/2013/611.

²⁸ Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji ZAFI z dnia 13 sierpnia 2013 r., ESMA/2013/611, pkt 29 i 31. Pojęcie ogólnego celu handlowego lub przemysłowego można zdefiniować jako „cel stosowania strategii działalności, który obejmuje cechy charakterystyczne, jak prowadzenie głównie: (i) działalności handlowej, polegającej na kupnie, sprzedaży [lub] wymianie towarów i artykułów [lub] świadczeniu usług niefinansowych, oraz; (ii) działalności przemysłowej, polegającej na produkcji towarów lub budowie nieruchomości, lub (iii) kombinacji powyższych”.

Klasyfikacja jako instrumenty pochodne – wytyczna 5

44. W odniesieniu do instrumentów pochodnych i kryptoaktywów właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni rozróżnić dwie sytuacje. W pierwszym przypadku, którego nie przewidziano w rozporządzeniu MiCA, kryptoaktywa służą jako aktywa bazowe na potrzeby instrumentów pochodnych. W drugim przypadku same kryptoaktywa można zakwalifikować jako instrumenty pochodne.
45. Jeśli chodzi o pierwszą sytuację, właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni rozważyć możliwość, aby kryptoaktywa były kwalifikowanymi aktywami bazowymi w instrumentach pochodnych. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni dopilnować, aby ich podejście do oceny takich instrumentów pochodnych było zgodne z kategoriami określonymi w sekcji C pkt 4–10 załącznika I do MiFID II.
46. Na przykład właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego mogą rozważyć przypadek kryptoaktywów opracowanych jako uprzednio uzgodniona umowa sprzedaży, w ramach której jedna ze stron zobowiązuje się kupić określoną ilość konkretnych kryptoaktywów w przyszłości za z góry określoną cenę²⁹. Prawa związane z tym kryptoaktywem obejmowałyby obowiązek dostarczenia kryptoaktywów w uzgodnionym terminie i po uzgodnionej cenie, niezależnie od ceny rynkowej w tym przyszłym terminie, lub obowiązek zapłaty różnicy między uzgodnioną ceną a ceną rynkową. W zależności od okoliczności można uznać, że taki kontrakt, który ustanawia przyszłe zobowiązanie i czerpie swoją wartość z ceny kryptowaluty bazowej, spełnia cechy instrumentu pochodnego.
47. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni również wziąć pod uwagę wyjątkowy charakter wieczystych kontraktów terminowych typu future (tzw. *perpetual futures*), które są instrumentami pochodnymi niemającymi daty wygaśnięcia ani rozliczenia. W przeciwieństwie do tradycyjnych kontraktów terminowych typu future, kontrakty *perpetual futures* są zaprojektowane w taki sposób, aby zapewnić ciągłą ekspozycję na aktywa bazowe bez konieczności okresowej prolongaty. Pomimo ich niepowtarzalnej struktury kontrakty *perpetual futures* należy traktować jako instrumenty pochodne, ponieważ obejmują one umowę między stronami dotyczącą wymiany wyników aktywa bazowego w czasie, a ich wartość jest uzależniona od zmian ceny tego aktywa. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni zatem zapewnić, aby tokenizowane kontrakty *perpetual futures* były oceniane pod kątem kryteriów określonych w sekcji C pkt 4–10 załącznika I do MiFID II – uwzględniając ich rosnące znaczenie na rynkach kryptoaktywów.

²⁹ Pod warunkiem że takie uzgodnienia nie wchodzą w zakres transakcji na rynku pierwotnym lub innych wcześniej określonych transakcji sprzedaży, które nie są klasyfikowane jako instrumenty pochodne zgodnie z MiFID II.

48. Jeśli chodzi o drugą sytuację, dotyczącą warunków i kryteriów kwalifikowania kryptoaktywów jako instrumentów pochodnych, właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni w ramach swojej oceny rozważyć, czy: (i) prawa posiadaczy kryptoaktywów są uzależnione od kontraktu opartego na zobowiązaniu przyszłym (może to być kontrakt terminowy typu forward, opcja, swap lub kontrakt terminowy typu future), tworzącego odstęp czasowy między zawarciem a wykonaniem zobowiązań wynikających z takiego kontraktu; (ii) wartość kryptoaktywów jest pochodną wartości aktywów bazowych³⁰ oraz (iii) podlega metodom rozliczenia, o których mowa w sekcji C pkt 4–10 załącznika I do MiFID II.
49. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni upewnić się, że kryptoaktywa opierają się na punkcie odniesienia, takim jak stopy procentowe, indeksy lub instrumenty wskazane w sekcji C pkt 4–10 załącznika I do MiFID II. W tym celu właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę wykaz określony w sekcji C pkt 4–10 załącznika I do MiFID II, a także wszystkie powiązane teksty poziomu 2³¹, i dokładnie przeanalizować, czy odpowiednie kryptoaktywa obejmują elementy, o których mowa w tej sekcji. Instrument bazowy stanowi podstawę określenia wartości lub wypłaty instrumentu pochodnego. Wartość kryptoaktywa powinna również zależeć od zmian wartości bazowego aktywa referencyjnego. Jeśli wartość kryptoaktywa nie wynika z określonych aktywów bazowych zdefiniowanych w MiFID II, ale istnieje jako samodzielne kryptoaktywo, należy je odróżnić od instrumentu pochodnego.
50. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni również wziąć pod uwagę, że gdy wartość tokena jest ustalana za pomocą aktywów rezerwowych, token ten należy uznać za token powiązany z aktywami w rozumieniu rozporządzenia MiCA, a nie za instrument pochodny. Z drugiej strony, gdy wartość lub wyniki tokena są ustalane poprzez syntetyczne odniesienie do innego składnika aktywów lub prawa lub ich kombinacji, właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni przeanalizować, czy należy go zakwalifikować jako instrument finansowy.

³⁰ Przykładowo instrumentem bazowym jest towar, taki jak złoto, ropa naftowa lub gaz; token ma powiązanie z papierami wartościowymi, kursami walutowymi, stopami procentowymi, kredytami lub innymi finansowymi instrumentami bazowymi; handel obejmuje rzeczywiste europejskie uprawnienia do emisji lub ich odpowiedniki, takie jak poświadczane redukcje emisji; powiązanie tokena ze zmiennymi klimatycznymi, stawkami frachtowymi, stopami inflacji lub innymi oficjalnymi statystykami gospodarczymi; czy token reprezentuje umowę rozliczaną gotówkowo w oparciu o różnicę między cenami otwarcia i zamknięcia transakcji, projekt tokena lub jego wykorzystanie głównie do przenoszenia ryzyka kredytowego.

³¹ Zobacz rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz.U. L 87 z 31.3.2017, s. 1). Uczestnicy rynku finansowego i właściwe organy są również proszeni o wzięcie pod uwagę pytań i odpowiedzi oraz wytycznych, takich jak pytania i odpowiedzi ESMA na tematy związane z towarowymi instrumentami pochodnymi MiFID II i MiFIR, ESMA70-872942901-36, 23 września 2022 r.; zob. także wytyczne ESMA w sprawie stosowania sekcji C pkt 6 i 7 załącznika I do MiFID II, ESMA-70-156-869, 5 czerwca 2019 r.

51. Przykładem może być przedsiębiorstwo, które emituje kryptoaktywa mające na celu odzwierciedlenie wartości akcji, obligacji lub innego rodzaju instrumentu finansowego (wyników lub wygenerowanych przychodów). Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni rozważyć, czy tokeny te przynoszą korzyść ekonomiczną bezpośrednio związaną z instrumentem finansowym (w sposób podobny do sekurytyzowanego swapu akcji) i należy je uznać za instrument pochodny.
52. Jako kolejny przykład – właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego mogliby rozważyć kryptoaktywa opracowane w celu śledzenia wyników indeksu składającego się z kryptoaktywów na rynkach wschodzących. W tym przykładzie podstawową cechą tego kryptoaktywa jest to, że zapewnia ono posiadaczowi zwrot z określonego indeksu w określonym okresie. W umowie swapowej dwie strony zgadzają się na „zamianę” wyników tego indeksu, przy czym kontrahenci odpowiednio otrzymują lub płacą za wyniki indeksu w regularnych odstępach czasu. Jeśli kryptoaktywo w podobny sposób reprezentuje zobowiązanie do dostarczenia równoważnej wartości indeksu w przyszłości, przypomina to kontrakt terminowy typu future. W tym przykładzie posiadacz zyskuje lub traci w zależności od wartości indeksu w terminie zapadalności kontraktu w porównaniu z umową początkową. Takie rozwiązanie, ustanawiające odstęp czasowy między zawarciem kontraktu a jego wykonaniem, w którym to rozwiązaniu wartość kryptoaktywa zależy od wyników indeksu niszowego, należy uznać za spełniające cechy instrumentu pochodnego, pod warunkiem że występują inne istotne elementy, o których mowa w sekcji C pkt 4–10 załącznika I do MiFID II.
53. Przykładem może być również kryptoaktywo reprezentujące syntetyczną ekspozycję na koszyk tokenów. W tym przykładzie takie kryptoaktywo naśladuje wyniki koszyka tokenów bez konieczności bezpośredniego posiadania aktywów bazowych. W przypadku produktów syntetycznych będących przedmiotem obrotu giełdowego posiadacz uzyskuje korzyść ze zagregowanych wyników koszyka, przy czym warunki umowne określają zakres ekspozycji. Kryptoaktywa mogą być zazwyczaj skonstruowane tak, aby zapewniać zwroty w oparciu o określone wskaźniki wyników i warunki zapadalności, co czyni je instrumentem finansowym sekurytyzacyjnym, powiązaniem z wynikami tokenów. Ekspozycja syntetyczna oznacza, że zwroty posiadacza zależą od przyszłych wyników tokenów bazowych, co wiąże się z opóźnieniem między otwarciem kontraktu a realizacją zysków lub strat. Wartość kryptoaktywa jest bezpośrednio powiązana z łącznymi wynikami koszyka tokenów. Ponadto określono warunki ekspozycji syntetycznej, w tym terminy zapadalności i wskaźniki wyników. W związku z tym takie kryptoaktywa należy zakwalifikować jako instrument pochodny, pod warunkiem że występują inne istotne elementy, o których mowa w sekcji C pkt 4–10 załącznika I do MiFID II.

54. Model kryptoaktywów, w ramach którego jedna ze stron zgadza się na nabycie określonej ilości kryptoaktywów od drugiej strony w określonym terminie w przyszłości za z góry określoną cenę, należy prawdopodobnie postrzegać jako kontrakt terminowy typu forward lub future. Podobnie kryptoaktywo, które zapewnia prawo (ale nie zobowiązanie) do zakupu lub sprzedaży określonego kryptoaktywa (nawet tokena użytkowego) po z góry określonej cenie w określonych ramach czasowych, powinno prawdopodobnie kwalifikować się jako transakcja opcyjna. Kryptoaktywa mogą również reprezentować kontrakty terminowe typu future na tradycyjne towary, takie jak złoto lub ropa naftowa, a zatem mogą być klasyfikowane jako instrumenty finansowe, jeżeli (w tym przypadku i w poprzednich przypadkach) spełnione są warunki sekcji C pkt 4–10 załącznika I do MiFID II wspomnianych powyżej.
55. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni starannie rozważyć, czy forma rozliczenia, czy to w gotówce, czy za pośrednictwem jakichkolwiek kryptoaktywów, może wpływać na podstawową ogólną klasyfikację produktu (tj. między kryptoaktywami regulowanymi na mocy rozporządzenia MiCA a instrumentami finansowymi), jeżeli spełnia on wszystkie inne nieodłączne cechy i funkcje instrumentów pochodnych zgodnie z MiFID II. Z zastrzeżeniem koniecznej oceny poszczególnych przypadków, chociaż metoda rozrachunku jest istotnym czynnikiem, nie jest prawdopodobne, aby ogólna charakterystyka produktu została z natury zmieniona przez środki płatnicze.

Klasyfikacja jako uprawnienia do emisji – wytyczna 6

56. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni uznać, że aby kryptoaktywa mogły zostać sklasyfikowane jako uprawnienia do emisji, powinny one stanowić prawo do emisji określonej ilości gazów cieplarnianych i być uznawane za zgodne z unijnym systemem handlu uprawnieniami do emisji. Należy również ocenić zdolność kryptoaktywów do wymiany, zarządzania i wykorzystywania, tak jak w przypadku konwencjonalnych uprawnień do emisji w obrębie istniejących ram handlu uprawnieniami do emisji.
57. Kryptoaktywa, które reprezentują możliwe do zweryfikowania uprawnienia do emisji uznane za zgodne z wymogami dyrektywy 2003/87/WE³² (lub określoną liczbę uprawnień) i które są zbywalne, powinny wchodzić w zakres MiFID II.

³² Zgodnie z art. 3 lit. a) i b) dyrektywy 2003/87/WE „pozwolenie» oznacza pozwolenie na emitowanie jednej tony równoważnika ditlenku węgla przez określony okres czasu, które jest ważne jedynie do celów spełniania wymogów niniejszej dyrektywy i może być przenoszone zgodnie z przepisami niniejszej dyrektywy”, a „emisje» oznaczają uwolnienie gazów cieplarnianych [do atmosfery] ze źródła znajdującego się w jakiegokolwiek instalacji”.

58. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę fakt, że kryptoaktywa powinny być uznawane do celów zapewnienia zgodności z wymogami dyrektywy 2003/87/WE. Oznacza to, że aby kryptoaktywa można było zaklasyfikować jako uprawnienie do emisji, w idealnej sytuacji powinny one być powiązane z takimi uznanymi jednostkami lub je reprezentować. Emisja kryptoaktywów, która nie zostałaby uznana przez państwo członkowskie i zorganizowana przez Komisję Europejską, mogłaby zostać zakwalifikowana jako dobrowolna jednostka emisji dwutlenku węgla, a tym samym wykraczać poza zakres definicji instrumentu finansowego.
59. Aby kryptoaktywo mogło zostać uznane za uprawnienie do emisji, powinno przyznawać wyraźne prawo do emisji, takie jak prawo do emisji określonej ilości gazów cieplarnianych, lub służyć jako uznane zobowiązanie offsetowe wobec takich emisji. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni rozważyć w swojej ocenie, czy przedsiębiorstwa i organizacje mogą wykorzystywać te kryptoaktywa w celu wypełnienia zobowiązań prawnych związanych z redukcją emisji dwutlenku węgla. Kryptoaktywa powinny być również zbywalne na platformach osób trzecich lub posiadać zdolność do bycia przedmiotem obrotu.
60. Należy podkreślić, że uprawnienia do emisji zasadniczo różnią się od większości kryptoaktywów dostępnych obecnie na rynku, które często stanowią środek przechowywania wartości, udział w projekcie lub dostęp do usługi.

5.3 Ogólne informacje na temat pojęcia kryptoaktywów

Klasyfikacja jako kryptoaktywa – wytyczna 7

61. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę, czy kryptoaktywa stanowią cyfrowe odzwierciedlenie wartości lub praw, które można przenosić i przechowywać z wykorzystaniem DLT, w tym czy te wartości lub prawa stanowią prawo wobec emitenta lub osoby wyznaczonej przez emitenta. Biorąc pod uwagę wykorzystanie DLT lub podobnych technologii, należy uwzględnić charakter elektronicznego transferu i przechowywania kryptoaktywów.

62. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę, że chociaż tokenowi użytkowemu mogą towarzyszyć prawa do zarządzania (tj. kryptoaktywa związane z zarządzaniem), nie powinien on powielać praw związanych z instrumentami finansowymi, począwszy od tych związanych ze zbywalnymi papierami wartościowymi w rozumieniu MiFID II³³. To samo dotyczy kryptoaktywów, którym towarzyszy perspektywa zysków. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni zatem uznać, że taka perspektywa przyszłego zysku sama w sobie nie powinna wystarczyć do zakwalifikowania kryptoaktywa jako instrumentu finansowego zgodnie z MiFID II³⁴.
63. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę, że kryptoaktywa, których nie można przenieść na innych posiadaczy i które są akceptowane wyłącznie przez emitenta lub oferującego, nie wchodzą w zakres rozporządzenia MiCA³⁵. To samo dotyczy kryptoaktywów, które są unikalne i nie są zamienne z innymi kryptoaktywami³⁶.
64. Niniejsze wytyczne nie mają na celu określenia wszystkich rodzajów kryptoaktywów, które nie wchodzą w zakres rozporządzenia MiCA i są wymienione w art. 2 ust. 4 tego rozporządzenia. Niemniej jednak ocena tego, czy kryptoaktywa kwalifikują się jako co najmniej jeden z instrumentów wymienionych w art. 2 ust. 4 rozporządzenia MiCA, a także ich podobieństwa do instrumentów finansowych, powinna zostać przeprowadzona przez właściwe organy krajowe i uczestników rynku finansowego w ramach ich oceny.

Kryptoaktywa, które są unikalne i nie są zamienne z innymi kryptoaktywami (NFT) – wytyczna 8

65. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę, że kryptoaktywa, które są unikalne i nie są zamienne z innymi kryptoaktywami, nie wchodzą w zakres rozporządzenia MiCA (np. sztuka cyfrowa, przedmioty kolekcjonerskie i tokeny reprezentujące unikalne usługi lub aktywa fizyczne, takie jak gwarancje produktów lub nieruchomości).
66. Ponadto, niezależnie od wyłączeń na mocy rozporządzenia MiCA, jeśli niewymienialne tokeny spełniają kryteria instrumentów finansowych, będą one objęte MiFID II i innymi odpowiednimi rozporządzeniami UE. Ta sama zasada ma zastosowanie, jeżeli niewymienialne tokeny kwalifikują się do innych ram regulacyjnych.

³³ Artykuł 4 ust. 1 pkt 44 MiFID II. W każdym razie, jak wyjaśniono powyżej, klasyfikacji jako instrumentu finansowego należy dokonać poprzez ocenę wszystkich cech/właściwości odpowiedniego instrumentu finansowego, o których mowa w MiFID II.

³⁴ W przeciwieństwie do tradycyjnych akcji token użytkowy nie powinien dawać ani praw finansowych, które byłyby związane z zyskami, kapitałem lub nadwyżkami z tytułu likwidacji spółki – a tym samym reprezentowałyby pozycję własnościową w kapitale spółki (np. jednostka własności kapitału własnego w kapitale zakładowym korporacji) – ani praw głosu, które prowadziłyby do udziału inwestora w procesie decyzyjnym spółki (np. token dający prawo do głosowania w sprawach polityki korporacyjnej).

³⁵ Zobacz motyw 17 rozporządzenia MiCA.

³⁶ Artykuł 2 ust. 3 rozporządzenia MiCA; zob. także motyw 10 rozporządzenia MiCA.

67. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę, że aby niewymienialne tokeny były unikalne, powinny być uważane za niezastępowalne. Powinny one posiadać wyraźne odmienne cechy lub prawa w porównaniu z innymi kryptoaktywami emitowanymi przez tego samego emitenta (lub dowolnego innego emitenta). Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego nie powinni opierać klasyfikacji kryptoaktywów jako unikalnych i niezamiennych wyłącznie na ich specyfikacji technicznej, takiej jak przypisanie unikalnego identyfikatora lub wykorzystanie określonych cech i standardów technicznych.
68. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni opierać swoją ocenę tego, czy dane aktywa są unikalne i niezamienne na szeregu istotnych wskaźników związanych z niewymienialnymi tokenami, takich jak (między innymi): wartość wewnętrzna i wyjątkowość (np. czy kryptoaktywa posiadają unikalne cechy, które przyczyniają się do ich wartości wewnętrznej i rzadkości, co sprawia, że są one odrębne od innych aktywów); użyteczność i funkcjonalność (np. konkretna użyteczność lub funkcjonalność); własność i prawa (np. wyłączne prawa do dostępu lub użytkowania, które są unikalne dla posiadacza).
69. Przy ocenie wyjątkowości kryptoaktywów właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni również skupić się na cechach, które przyczyniają się do ich odrębnej wartości. Jeśli wycena kryptoaktywów w dużej mierze wynika z ich porównywalności z innymi o równoważnych atrybutach, co czyni je zastępowalnymi, nie powinno to uzasadniać wyłączenia na mocy rozporządzenia MiCA. Z kolei jeśli niewymienialne tokeny wywodzą swoją wartość z unikalnych cech lub konkretnej użyteczności, jaką dostarczają posiadaczowi, a jednocześnie mogą być przedmiotem obrotu i spekulacji, nie powinny być postrzegane jako zastępowalne, ponieważ ich wartości nie można łatwo porównać z innymi aktywami.
70. W tym celu właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego mogą rozważyć przeprowadzenie „współzależnego testu wartości” w ramach swojej oceny w celu sklasyfikowania kryptoaktywa jako unikalnego i niezamiennego, biorąc pod uwagę: (i) czy wartość kryptoaktywów wynika przede wszystkim z unikalnych cech lub użyteczności/korzyści, jakie emitent oferuje posiadaczowi (np. konkretny niewymienialny token powiązany z ograniczoną edycją cyfrowego dzieła sztuki autorstwa renomowanego artysty); (ii) zakres, w jakim wzajemne powiązanie różnych rodzajów kryptoaktywów wpływa na ich wartość w taki sposób, że niewymienialny token nie ma sam w sobie żadnej wartości, która nie byłaby powiązana z innymi niewymienialnymi tokenami w serii lub zbiorze (np. istnienie wspólnej ceny transakcyjnej dla serii tokenów)³⁷; a także (iii) unikalne cechy charakterystyczne, które odróżniają te kryptoaktywa od innych.

³⁷ Takie wzajemne powiązanie może być spotęgowane wielkością serii lub zbiorów, do których należą niewymienialne tokeny.

71. Ocenę unikalności i zamienności w kontekście rozporządzenia MiCA należy traktować niezależnie od zbywalności składnika aktywów na rynkach wtórnych. Zdolność do prowadzenia obrotu kryptoaktywami na takich rynkach nie ma nieodłącznego wpływu na klasyfikację kryptoaktywów w ramach rozporządzenia MiCA jako unikalnych lub nieunikalnych.
72. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego nie powinni automatycznie uznawać niewymienialnych tokenów ułamkowych (F-NFT) za unikalne i niezamienne³⁸. W ramach swojej oceny właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę: czy kryptoaktywa stanowią częściowy udział własnościowy w pojedynczym unikalnym i niezamiennym tokenie; czy części ułamkowe rozpatrywane osobno uważa się za unikalne i niezamienne; czy te części ułamkowe charakteryzują się identycznymi atrybutami lub cechami; oraz możliwość odtworzenia całkowitej własności unikalnego i niezamiennego tokena poprzez zagregowanie wszystkich jego części ułamkowych.
73. Na przykład właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego mogą rozważyć gromadzenie niewymienialnych tokenów, w ramach którego niewymienialny token dzieli się w ułamkach na setki mniejszych tokenów stanowiących część pierwotnego obrazu niewymienialnego tokena. Chociaż pierwotny obraz NFT jest niepowtarzalny, tokeny ułamkowe mogą nie spełniać indywidualnie kryteriów niepowtarzalnego i niezamiennego charakteru. Jeśli wszystkie części ułamkowe można połączyć ponownie w celu przywrócenia pełnej własności oryginalnego niewymienialnego tokena, może to wskazywać, że części ułamkowe nie kwalifikują się niezależnie jako unikalne i niezamienne na podstawie rozporządzenia MiCA.

Kryptoaktywa hybrydowe – wytyczna 9

74. Aby ustalić, czy kryptoaktywa mają cechy hybrydowe, właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni w pierwszej kolejności ocenić, czy spełniają one kryteria instrumentu finansowego. Jeżeli token hybrydowy wykazuje cechy instrumentu finansowego, taki charakter powinien mieć pierwszeństwo w jego klasyfikacji³⁹. Ocena ta powinna mieć pierwszeństwo przed rozważeniem alternatywnych klasyfikacji, takich jak tokeny użytkowe.
75. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni przede wszystkim oceniać nieodłączne cechy danego kryptoaktywa, a nie opierać się wyłącznie na opisach nadanych przez emitentów, zwłaszcza w odniesieniu do tokenów hybrydowych, których funkcje lub atrybuty mogą ewoluować w trakcie ich cyklu życia; ocena ta ma na celu ustalenie, czy token w sposób płynny łączy funkcje związane z inwestycjami (np. zwroty lub wzrost wartości) z funkcjami użytkowymi (np. przyznanie wyłącznego dostępu do usługi lub platformy cyfrowej).

³⁸ Tamże.

³⁹ Podejście to jest zgodne z brzmieniem motywu 9 rozporządzenia MiCA, w którym wyraźnie stwierdzono, że kryptoaktywa kwalifikujące się jako instrumenty finansowe nie wchodzą w zakres tego rozporządzenia.

76. Właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego powinni wziąć pod uwagę, czy kryptoaktywa posiadają szereg cech, które komplikują ich klasyfikację (np. czy kryptoaktywa spełniają wiele ról lub łączą różne atrybuty, takie jak aspekty instrumentu finansowego, płatności i użyteczności; zakres, w jakim występowanie tych różnorodnych cech i funkcji przyczynia się do ogólnej definicji kryptoaktywa).