

TOKENOWE PRAWA DO WARTOSCI & OFERTY TOKENOWE I ZDECENTRALIZOWANE CENTRA HANDLOWE:

Analiza prawa cywilnego w zakresie papierów wartościowych i prawa nadzoru nad papierami wartościowymi z perspektywy Liechtensteinu, ze szczególnym uwzględnieniem odpowiednich aktów Unii

Josef Bergt

Drukuj

Informacje bibliograficzne Deutsche Nationalbibliothek:
Deutsche Nationalbibliothek wymienia tę publikację w Deutsche Nationalbibliografie; szczegółowe dane bibliograficzne są dostępne w Internecie pod adresem <http://dnb.dnb.de>.

© 2019 Josef Bergt

<https://www.bergtlaw.li/> | <https://www.bergtlaw.at/> | <https://bergt.tax/>

Produkcja i wydawnictwo: BoD - Książka na żądanie, Norderstedt

ISBN: 978-3-7519-3584-5

1. edycja maj 2020 (Tłumaczenie maszynowe na język polski)

*"Wyobraźnia często przenosi nas do światów, których nigdy nie
było.*

*Ale bez niego nigdzie się nie wybieramy."*¹

¹ *Carl Sagan* (1934-1996), astronom, kosmolog, astrofizyk, astrobiolog, prezenter telewizyjny, autor literatury faktu, pisarz.

Przedmowa / Potwierdzenie

"Żadna вина nie jest bardziej nagląca niż podziękowanie".²

Moje pierwsze podziękowania kieruję zatem do moich przełożonych, studentów, kolegów i pracowników, którzy w ciągu ostatnich lat wielokrotnie prowadzili mnie na nowe, owocne naukowo ścieżki tematyczne, wzbogacając je o wskazówki i wkład w dyskusje.

Chciałbym również skorzystać z okazji i podziękować moim pilnym i cierpliwym korektorom oraz wszystkim osobom, które nie zostały tutaj wyraźnie wymienione.

Moi rodzice, bracia i siostry oraz moi koledzy i koleżanki zajmują znakomitą pozycję pod każdym względem. Moje specjalne podziękowania kieruję do nich.

Gams / Vaduz / Ranggen, w listopadzie 2019 roku
Josef Bergt

PS: Ale patrzę na obecną pracę z pewną dumą i mam nadzieję, że z jednej strony nigdy nie znudzi mi się ta naukowa debata, a ponadto wzywam i zapraszam wszystkich do empirycznego fałszowania lub weryfikowania tez przedstawionych w tym dokumencie; tylko w ten sposób można osiągnąć walidację w sensie metody naukowej i oczekuję na dalszy dyskurs naukowy.

² Chociaż cytata ten jest częściowo przypisywany rzymskiemu oratorowi i mężowi stanu *Markowi Tulliuszowi Cynceronowi* (106 - 43 p.n.e.), prawdopodobnie jest on nieznanego pochodzenia ze względu na brak zrozumiałych odniesień.

Uwagi redakcyjne

Zwraca się uwagę, że w niniejszej pracy, ze względu na czytelność, zastosowano rodzaj męski. Jednakże, użycie męskiej formy słowa zawsze obejmuje formę żeńską.

Na dodatek, w niniejszym traktacie użycie Eszetta (po frakturskiej czcionce - "sz"; "ß") jest całkowicie zaniechane i zastąpione przez "podwójne s". Nie ma to jednak wpływu na notowania, ponieważ należy unikać wszelkiego rodzaju fałszerstw.

O ile w poszczególnych jurysdykcjach wdrożono już przepisy, do przywoływania orzeczeń sądowych stosuje się europejską sygnaturę orzecznictwa (European Case Law Identifier - ECLI). Podobnie, prawo wtórne w prawie unijnym jest przywoływane przy użyciu identyfikatora prawodawstwa europejskiego (ELI).

Ponadto należy zauważyć, że w odniesieniu do cytowania stosuje się przede wszystkim skrót i zasady cytowania (AZR), wydanie ósme, Wiedeń, 2019 r., autorstwa *Petera Daxa* i *Gerharda Hopfa*.

Ponadto, należy zauważyć, że dane czasowe bez dalszego uszczegółowienia, jak w przypadku przysłówków czasowych (np. aktualny/obecny/poprzedni/obecnie zmiana pewnej dziedziny prawa), odnoszą się w przypadku wątpliwości do daty publikacji danej pracy naukowej.

Na koniec należy zaznaczyć, że informacje pochodzące od organów prawnych bez dodatkowych informacji o państwie odnoszą się w przypadku wątpliwości do przepisów Liechtensteinu, chyba że przydział jest już jasny, jak ma to miejsce w przypadku niemieckiej KWG lub szwajcarskiej RNO. If the ABGB is quoted, the Liechtenstein ABGB is meant; the Austrian basis for the prescription is quoted as ÖABGB, unless the context indicates which law is meant.

Ponadto należy zauważyć, że niniejszy dokument jest podzielony na dwa tytuły. Wynika to z faktu, że poszczególne prace zostały złożone na Uniwersytecie LL.M. jako prace magisterskie w ramach LL.M. w

zakresie prawa spółek, fundacji i prawa powierniczego ("Token as Value Rights"), a także w zakresie bankowości i finansów LL.M. ("Token Offerings and Decentralized Trading Centers"). Odniesienia (informacje o rozdziale, numery krańcowe, przypisy) powinny być z reguły postrzegane niezależnie i odnosić się do danej pracy (odpowiedniego tytułu), chyba że zaznaczono odniesienie ogólne. Niniejsza praca jest przedrukiem prac magisterskich złożonych na Uniwersytecie w Liechtensteinie.

Addendum do drugiego wydania - maj 2020 r.

W tym nieco poprawionym 2. wydaniu mojej pracy dokonano drobnych konkretyzacji treści, a także skorygowano różne błędy ortograficzne. Istota pracy pozostaje niezmienniona i jest nadal pisana z punktu widzenia listopada/grudnia 2019 roku. Sformułowania odnoszące się do ustaw "de lege lata" odnoszą się do stanu na koniec 2019 r., ale zmiany wprowadzone przez ustawę o łańcuchu blokowym w Liechtensteinie (TVTG), która od tego czasu weszła w życie, zostały i tak uwzględnione w niniejszej pracy (z dopiskiem "de lege ferenda").

Dalsze dyskusje i aktualizacje będą z pewnością konieczne w przyszłości. Ponieważ niniejsza praca ma być rozumiana jako część (przyszłej) serii dotyczącej prawa bankowego i rynku finansowego w Liechtensteinie, inni autorzy są również serdecznie zaproszeni do skontaktowania się ze mną i, w razie potrzeby, do napisania (gościnnych) wypowiedzi na dany temat, do przedstawienia swoich przemyśleń w inny sposób lub do pomocy w tłumaczeniu na inne języki, aby faktycznie zrealizować to śmiałe przedsięwzięcie w dłuższej perspektywie i jednocześnie udostępnić pracę szerokiej publiczności.

Chciałbym skorzystać z okazji i podziękować mojemu koledze Wolfgangowi Fürnchussowi oraz kancelarii adwokackiej Advocatur Seeger, Frick & Partner AG, Schaan, którzy z powodzeniem bronili bezprawnych roszczeń mojego byłego pracodawcy dotyczących własności intelektualnej w związku z tą pracą przed sądami w Liechtensteinie (prawnie wiążące postępowanie zabezpieczające w dniu

04.2019.409 r. 12.05.2020), co znacznie przyczyniło się do tego, że moja praca może zostać ponownie opublikowana.

*"Cenzura jest młodsza od dwóch haniebnych siostr, starsza nazywa się Inkwizycja."*³

*"Cenzor to ołówek lub ołówek-mężczyzna; kreska zrobiona z ciała nad produktami ducha, krokodyl, który leży na brzegu strumienia idei i gryzie głowy pływających w nim poetów."*⁴

Wiedza jest darmowa! Ołówek zrobił ciało, a człowiek zrobił ołówek lub krokodyle czające się w strumieniu idei zostały zabite przez miecz Sprawiedliwości!

Gams, maj 2020 r.
Josef Bergt

PS: Ta praca została opublikowana również w innych językach. Tłumaczenia z oryginału, który został napisany w języku niemieckim, zostały wykonane przy użyciu metod głębokiego uczenia się lub uczenia maszynowego opartego na sztucznych sieciach neuronowych (sztucznej inteligencji). Chociaż tłumaczenia nie są doskonałe, to jednak przekazują istotne idee i przesłania. Bez sztucznej inteligencji tłumaczenie nie byłoby możliwe w tak krótkim czasie.

ISBN of the German version: 978-3-7504-2737-2
ISBN of the English version: 978-3-7519-3796-2
ISBN of the Spanish version: 978-3-7519-4425-0
ISBN of the French version: 978-3-7519-4426-7
ISBN of the Italian version: 978-3-7519-2023-0
ISBN of the Dutch version: 978-3-7519-3022-2

³ *Johann Nepomuk Nestroy*, Freedom in Crow's Nest I, XIV wiek.

⁴ *Nestroy*, wolność w kruczym gnieździe, kawałki 26/I, 26 f.

Spis treści

Przedmowa / Potwierdzenie	XI
Uwagi redakcyjne.....	XII
Addendum do drugiego wydania - maj 2020 r.....	XIII
Spis treści	XVII
Spis treści	XIX
Lista skrótów	XXV
I. Prawa do wartości	1
II. Oferty tokenowe i zdecentralizowane centra handlowe	131
Bibliografia	i
Rejestr sądowy	x
Źródła cyfrowe	xi
Streszczenie	xxii
curriculum vitae	xxv

Spis treści

Przedmowa / Potwierdzenie	XI
Uwagi redakcyjne.....	XII
Addendum do drugiego wydania - maj 2020 r.....	XIII
Spis treści	XVII
Spis treści	XIX
Lista skrótów	XXV
I. Prawa do wartości	1
1. Wprowadzenie, pytanie badawcze i podstawowe pytania na żetony 1	
1.1 Blockchain & Smart Contracts	5
1.2 Token, monety i standaryzacja pomimo depositum regulare 12	
1.3 Wniosek - symboliczne prawo własności	19
2. Papiery wartościowe zgodnie z PGR i ich funkcje	20
2.1 wartość orientacyjna i dowodowa.....	23
2.2 Funkcja wyzwiania i legitymizacji	25
2.3 Funkcja prezentacji lub ochrony ruchu drogowego	29
2.4 Funkcja transportowa	30
2.5 Wniosek w sprawie funkcji wynikających z prawa papierów wartościowych i ich zastosowania do zdematerializowanych papierów wartościowych w ramach TVTG i PGR nowy	31
3. Tokeny jako zdematerializowane papiery wartościowe de lege lata? 33	
3.1 Przekazanie praw do wartości	48
3.2 Prowadzenie rejestru akcji na łańcuchu blokowym.....	52
3.3 Rejestr udziałów końcowych w łańcuchu Blockchain	57
3.4 Papiery wartościowe vs. zbywalne papiery wartościowe zgodnie z kanonem MiFID.....	58
3.5 Adnotacje i czyste papiery imienne w formie żetonów	62
4. Cywilnoprawna klasyfikacja żetonów na mocy Liechtensteinu "Blockchain Act" (TVTG)	67

4.1 Prawa do wartości według TVTG (zasada abstrakcji) i PGR (zasada przyczynowości).....	72
4.2 Wniosek Abstrakcja i zasada związku przyczynowego po wprowadzeniu TVTG	86
5. Tokenizacja w inwestycjach indywidualnych i zbiorowych ...	91
5.1 Kwestie rozgraniczające inwestycje zbiorowe (struktury funduszy)	92
5.2 Akcje i udziały w spółkach celowych i jednostkach uczestnictwa w funduszach.....	96
5.3 Spółdzielnie podzielone na segmenty (PCC) w odróżnieniu od Funduszu.....	104
5.4 Zakończenie Tokenisation instrumentów finansowych i zbiorowych programów inwestycyjnych.....	108
6. Tokeny i prawo konsumenckie	111
7. Główne wyniki.....	119
7.1 Mapowanie pełnego prawa własności w żetonie	121
7.2 Prawa do wartości według TVTG i prawa do wartości według PGR w brzmieniu zmienionym przez BuA 2019/93 (LGBI 2019.304)	122
7.3 Tokenizacja w strukturach inwestycji zbiorowych i skojarzeniach segmentowych	124
7.4 Transakcje konsumenckie iZm Token.....	126
II. Oferty tokenowe i zdecentralizowane centra handlowe	131
1. Wprowadzenie i przedmiot dochodzenia.....	131
1.1 Ocena prawa rynków finansowych w zakresie modeli biznesowych opartych na technologii DLT.....	138
1.2 Oficjalna praktyka Urzędu ds. Rynku Finansowego w Liechtensteinie	141
2. Analiza prawa rynku finansowego w zakresie żetonów	145
2.1 Charakterystyka i zakres stosowania BankG.....	146
2.2 Oferty wiązane i transakcje bankowe	151
2.2.1 Działalność bankowa (działalność depozytowa).....	152
2.2.2 Definicja działalności związanej z depozytami i pieniądzem elektronicznym oraz instrumentami finansowymi	

2.2.3 Wnioski Rozliczenia międzyokresowe i odroczenia w przypadku działalności związanej z depozytami i pieniądzem elektronicznym	175
2.2.4 Transakcje bankowe (działalność kredytowa)	181
2.2.5 Wniosek Nabycie i działalność faktoringowa	185
2.3 Tokeny jako instrumenty finansowe	186
2.3.1 Zbywalne papiery wartościowe	189
a. Normalizacja	196
b. Możliwość odsprzedaży na rynku kapitałowym	197
c. Przekazywalność	200
2.3.2 Kapitałowe i niekapitałowe zbywalne papiery wartościowe	201
2.3.3 Transakcje na instrumentach pochodnych	204
a. Pochodne instrumenty towarowe	209
b. Różnica w stosunku do dokumentów tradycyjnych lub towarowych (prawo cywilne)	211
2.3.4 Jednostki w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania	213
2.3.5 Wniosek dotyczący nadzorczej perspektywy symbolizacji	217
2.4 Rynki regulowane, MTF i OTF, SI	219
2.4.1 Wielostronna platforma obrotu (MTF)	226
2.4.2 Wniosek MTF	233
2.4.3 Zorganizowane systemy handlowe (OTF)	234
2.4.4 Internalizatory systemowe (SI)	237
2.4.5 Przegląd zorganizowanych systemów obrotu	242
2.4.6 Wniosek Zorganizowane systemy obrotu	244
2.4.7 Reprodukacja CCP na żetony użytkowe i zalety łańcucha blokowego	246
2.5 DEX jako system obrotu i inne usługi inwestycyjne	250
2.5.1 Maklerstwo przejąć	258
2.5.2 Zarządzanie portfelem, doradztwo inwestycyjne i analiza finansowa	260
2.5.3 Podsumowanie Frontend i backend DEX, Market Making i SI	264
2.5.4 TVTG i DEX	266
2.5.5 Tablica Podsumowująca i DEX jako dostawca usług cenowych VT?	270

2.5.6 Usługi w zakresie dostarczania danych i tablice ogłoszeń	271
2.6 Kwestie związane z prospektem emisyjnym	274
2.6.1 Definicja papierów wartościowych i oferty publicznej	276
2.6.2 Zwolnienia z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego	282
2.6.3 Podmioty wnioskujące o DEX i wymóg dotyczący prospektu emisyjnego	284
2.7 Stabilne monety i pieniądź elektroniczny	286
2.7.1 Ustawa o pieniądzu elektronicznym - zakres stosowania	288
2.7.2 Wnioski dotyczące terytorialnego zakresu stosowania systemu pieniądza elektronicznego	292
2.7.3 Żetony jako pieniądź elektroniczny, portfele i niektóre rachunki płatnicze dla pieniądza elektronicznego	293
2.7.4 Zawarcie wartości pieniężnej i zarządzanie pieniądzem elektronicznym w portfelach	316
2.7.5 E-pieniądze i zwolnienia	318
2.7.6 Handel Stablecoins i pieniądzem elektronicznym na przykładzie Tether	320
2.7.7 Zakończenie dwustronnych i wielostronnych działań w zakresie pieniądza elektronicznego	334
2.7.8 Wartość pieniężna - Ożywienie klauzuli dzwonka?	337
2.8 Usługi płatnicze i modele biznesowe oparte na żetonach	344
2.8.1 Silne uwierzytelnienie klienta	348
2.8.2 Zwolnienia z obowiązku uzyskania zezwolenia zgodnie z ZDG	350
2.8.3 Wniosek Wyjątki zgodnie z ZDG w ramach PSD II	354
2.9 Kantory giełdowe według SPG w wersji zmienionej przez LGBl 2009.047 i 2019.302	356
2.10 Wnioski dotyczące zapobiegania praniu pieniędzy i innych pośredników finansowych	365
3. Przegląd aspektów regulacyjnych TVTG	368
4. Wyniki centralne	374
4.1 Transakcje bankowe, pieniądź elektroniczny, instrumenty finansowe i waluty wirtualne	374
4.2 Centralne i zdecentralizowane centra handlowe	382

Bibliografia	i
Rejestr sądowy	X
Źródła cyfrowe	xi
Streszczenie	xxii
curriculum vitae	xxv

Lista skrótów

aA	odmienny pogląd
Ibidem.	w podanym/określonym miejscu
DZ.U. C	Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej (ogłoszenia i komunikaty)
DZ.U. L	Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej (ustawodawstwo)
TFUE	Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej
aF	stara wersja
AIFMD	Zarządzający alternatywnym funduszem inwestycyjnym Dyrektywa 2011/61/UE
Uwaga	Uwaga
API	Interfejs programowania aplikacji
ATS	alternatywny system handlu
BankG	Prawo bankowe (Liechtenstein)
BTC	Bitcoin
BuA	Sprawozdanie i wnioski rządu do Parlamentu Księstwa Liechtensteinu
BWG	Prawo bankowe (Austria)

CCP	Kontrahent centralny (izba rozliczeniowa)
CFD	umowa na różnicę
CRD	Dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych (CRD IV, 2013/36/UE; CRD III, 2006/48/WE)
CRR	Rozporządzenie w sprawie wymogów kapitałowych UE/575/2013
WSSDR	Centralne depozyty papierów wartościowych Rozporządzenie UE/909/2014
DAO	Zdecentralizowana autonomiczna organizacja
Rozporządzenie w sprawie del	Rozporządzenie delegowane
DEX	wymiana zdecentralizowana
DGSD	Systemy gwarancji depozytów Dyrektywa 2014/49/UE
DLT	Technologia Księgi Rozproszonej (Distributed Ledger Technology)
DVO	Rozporządzenie wykonawcze
DvP	dostawa za płatność

EAG	Ustawa o ochronie depozytów i rekompensatach dla inwestorów (Liechtenstein)
EBA	Europejski Organ Nadzoru Bankowego
np.	bezinteresowny przykład
EGG	Ustawa o pieniądzu elektronicznym (Liechtenstein)
ELI	Identyfikator prawodawstwa europejskiego
Dyrektywa o pieniądzu elektronicznym / dyrektywa o pieniądzu elektronicznym	Dyrektywa w sprawie pieniądza elektronicznego / dyrektywa w sprawie pieniądza elektronicznego (dyrektywa w sprawie pieniądza elektronicznego II, 2009/110/WE; dyrektywa w sprawie pieniądza elektronicznego I, 2000/46/WE)
EMIR	Rozporządzenie w sprawie infrastruktury rynku europejskiego UE/648/2012
ESMA	Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
itp. pp	et cetera perge, perge
ETH	Eter

EBC	Europejski Bank Centralny
FAGG	Ustawa o odległości i handlu zagranicznym (Liechtenstein)
FCA	Financial Conduct Authority (UK)
FernFinG	Ustawa o usługach finansowych na odległość (Liechtenstein)
ff / et seqq	Continuing / et sequentes
FINMA	Szwajcarski Urząd Nadzoru nad Rynkiem Finansowym (CH)
BaFin	Federalny Instytut ds. Nadzór nad usługami finansowymi
FMA	Urząd ds. Rynku Finansowego (Liechtenstein lub Austria)
FMAG	Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym (Liechtenstein; z późniejszymi zmianami BuA 2019/93 i LGBl 2019.303)
FN	Przypis
GewG	Ustawa o handlu (Liechtenstein; zmieniona ustawą BuA 2019/93 i LGBl 2019.305)
GRC	Karta praw podstawowych

GW-RL	Dyrektywa w sprawie prania pieniędzy (5. dyrektywa w sprawie prania pieniędzy, 2018/843; 4. dyrektywa w sprawie prania pieniędzy, 2015/849)
Ibid / ibid	Ibidem / ibidem
IDD	Dyrektywa w sprawie dystrybucji ubezpieczeń UE/2016/97
Idem / ders	ten sam
idF	w wersji
idS	w tym sensie
tj.	est
iSd	w celu
ITS	Wdrażanie norm technicznych
IUG	Prawo dotyczące przedsięwzięć inwestycyjnych (Liechtenstein)
iVm	w powiązaniu z
JCD (EEA)	Decyzja Wspólnego Komitetu (decyzja Wspólnego Komitetu EOG)
Dyrektywa w sprawie klauzul	Klauzula Dyrektywa 93/13/EWG
KMG	Ustawa o rynku kapitałowym (Austria)

Lista skrótów

KSchG	Ustawa o ochronie konsumentów (Liechtenstein)
KWG	Prawo bankowe (Niemcy)
noga	legis citatae
LES	Liechtenstein Gromadzenie decyzji
LGBI	Krajowy Dziennik Ustaw (Liechtenstein)
LJZ	Gazeta Lichtenstein Lawyers' Newspaper
MAD	Dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku 2014/57/UE
MAR / MMVO	Rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku UE/596/2014
MiFID	Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II, 2014/65/UE; MiFID I, 2004/39/EG)
MiFIR	Rozporządzenie w sprawie rynków instrumentów finansowych UE/600/2014
MTF	Wielostronna platforma handlowa
mwN	z dodatkowymi dowodami

NCA / NSA	Krajowy właściwy organ / krajowy organ nadzorczy
nF	poprawiona wersja
NFC	Kontrahent niefinansowy
LUB	Kodeks obowiązków (CH)
OSI	Model połączeń międzysys- temowych w systemach otwartych
OTC	Przez ładę (poza wymianą)
OTF	Zorganizowana platforma obrotu
PERG	Poradnik dotyczący obwodu
PGR	Ustawa o osobach i spółkach (Liechtenstein; zmieniona przez BuA 2019/93 i LGBl 2019.304)
PoS/PoW	proof-of-work / proof-of-stake
Regulamin broszury	Rozporządzenie w sprawie pros- pektu emisyjnego UE/2017/1129
PSD	Dyrektywa w sprawie usług płat- niczych (PSD II, UE/2015/2366; PSD I, 2007/64/WE)
RTS	Regulacyjne normy techniczne
Rz	Numer marży/numer krawędzi
s	Patrz

sa	zob. też
SI	Systematyczny internalizator
sl	sine loco (bez miejsca)
Wypłatcalność II	Wypłatcalność II Dyrektywa 2009/138/WE
SPG	Ustawa o należytej staranności (Liechtenstein; (z późniejszymi zmianami BuA 2019/93 i LGBl 2019.302)
SPV / SSPV	Pojazd specjalnego przeznaczenia Pojazd specjalnego przeznaczenia Pojazd specjalnego przeznaczenia
SR	Prawo własności (Liechtenstein)
SSI	Tożsamość suwerenna
ROZPORZĄDZENIE SSM	Rozporządzenie w sprawie jedno- litego mechanizmu nadzorczego UE/1024/2013
Mostek	Prawo podatkowe (Liechtenstein)
StGH	Państwo Trybunał Sprawiedli- wości (Liechtenstein)
STSR	Proste, przejrzyste i znormal- izowane rozporządzenie lub rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji lub rozporządzenie

	w sprawie sekurytyzacji lub rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji EEU/2017/2402
TVTG	Ustawa o tokenach i zaufanych dostawcach usług technicznych (Liechtenstein; zmieniona przez BuA 2019/93 i LGBl 2019.301, o ile nie wskazano inaczej)
i tym podobne	i tym podobne
UCITSD	Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe Dyrektywa 2014/91/UE
USDT	Uwężenie w dolarach amerykańskich
UVS	Niezależny Senat Administracyjny (Austria)
VersAG	Ustawa o nadzorze ubezpieczeniowym (Liechtenstein)
VersVertG	Ustawa o dystrybucji ubezpieczeń (Liechtenstein)
VnB	Sprawozdanie z konsultacji (Liechtenstein)

VRRL	Dyrektywa dotycząca praw konsumentów 2011/83/UE
WAG	Ustawa o nadzorze nad papierami wartościowymi (Austria)
ZDG	Ustawa o usługach płatniczych (Liechtenstein)

I. Prawa do wartości

Ponieważ obecne tezy dotyczą w szczególności prawa Liechtensteinu, pracę tę należy wprowadzić następującym cytatem o "Kraju Kryptońskim" Liechtensteinu: *"W przeszłości bankowość transakcyjna, a zwłaszcza dziedzina fintech, zyskała na znaczeniu dla rynku Liechtensteinu.*⁵

1

1. Wprowadzenie, pytanie badawcze i podstawowe pytania na żetony

W tej części I - "Tokeny jako zdematerializowane papiery wartościowe" - w przeciwieństwie do części II - "Oferty tokenowe i zdecentralizowane centra handlowe" - nacisk zostanie położony na klasyfikację cywilnoprawną i regulacje dotyczące transferu walut kryptograficznych i żetonów zgodnie z prawem Liechtensteinu. Celem części I jest zbadanie, czy żetony mogą być traktowane analogicznie do papierów wartościowych lub ogólnie jako zdematerializowane papiery wartościowe - tj. zdematerializowane papiery wartościowe - lub przynajmniej mogą być jako takie zaprojektowane. W związku z tym należy zbadać możliwość reprezentowania praw - w majątku i w osobie⁶.

2

Celem jest zbadanie reprezentacji praw w żetonach zarówno de lege lata, w momencie publikacji niniejszej pracy, a więc przed wejściem w

3

⁵ *Frick/Vogt in Barnes* (Hrsg), *Banking Regulation Review*, S 318.

⁶ Por. w tym względzie rzekoma triada praw majątkowych z ustawy o odszkodowaniach w § 1293 ABGB, który definiuje szkodę jako niekorzyść dla własności, praw lub osoby. Jednak prawa do własności i do osoby są już oparte na wszystkich możliwych prawach, patrz *Reischauer in Rummel*, ABGB, wydanie 3, § 1293 ABGB, Rz 1.

życie TVTG, jak i zde lege ferenda, po wdrożeniu i wejściu w życie TVTG z dniem 01.01.2020. Wobec braku elementu fizyczności⁸ zetonów, niewłaściwe wydaje się mówienie o sekurytyzacji praw, jak ma to miejsce w przypadku papierów wartościowych.⁹ Bardziej odpowiednio wydaje się raczej pojęcie prawa własności lub prawa do wartości.

⁷ Sprawozdanie i wnioski 2019/54 (lub BuA 2019/93) rządu do Parlamentu Księstwa Liechtensteinu w sprawie utworzenia ustawy o tokenach i dostawcach usług VT (ustawa o tokenach i dostawcach usług VT; TVTG) oraz zmiany innych ustaw; w praktyce TVTG jest również często nazywana "ustawą o łańcuchu blokowym", por. *Nägele/Bergt*, Cryptocurrencies and blockchain technology w ustawie nadzorczej Liechtensteinu, szara strefa regulacyjna? LJZ 2/18, s. 63 (64); *Nägele/Xander*, oferty tokenowe, w szczególności oferty wstępne monet (ICO) i oferty tokenów bezpieczeństwa (STO) oraz tokeny w prawie Liechtensteinu: otoczenie regulacyjne i perspektywy, Rz 18.53 w *Piska/Völkel* (red.), *Blockchain Rules*; w swoim sprawozdaniu z konsultacji w sprawie stworzenia ustawy o systemach transakcyjnych opartych na wiarygodnych technologiach (Blockchain Act; VT Act; VTG) oraz zmiany innych ustaw, które zostały przyjęte przez rząd w dniu 28 sierpnia 2018 r., rząd powołał się również na VTG, która była wówczas w trakcie konsultacji, jako "Blockchain Act".

⁸ BuA 2019/54, s. 62; prawo własności nie definiuje pojęcia własności, lecz odnosi się do własności gruntów i pojazdów w art. 20 SR w związku z art. 34 i art. 171 SR - zob. *Arnet* w *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, art. 641 ZGB, N 6; idem, N 10: "*Tylko obiekty materialne z rozszerzeniem przestrzennym mogą mieć jakość materialną. Prawa i energie nie są rzeczami, ale w niektórych przypadkach są traktowane jak rzeczy*" - zgodnie z tym tokeny, jako cyfrowe reprezentacje danych przechowywanych elektronicznie lub magnetycznie, a więc ostatecznie jako energia elektromagnetyczna, nie są rzeczami w myśl tego wąskiego pojęcia prawa własności. Niemniej jednak, jako oprogramowanie, tokeny mogą reprezentować treści cyfrowe lub towary, zob. tytuł II. Rozdział II.2.2.2, FN 395.

⁹ Nie można ustalić żadnego tytułu prawnego do roszczenia. Jeżeli jednak roszczenie takie zostanie udokumentowane w akcie notarialnym, prawa rzeczowe mogą być zarządzane w tym akcie, który ma fizyczny charakter w formie papierowej, *Arnet* w *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, art.

Zostanie zbadane, w jaki sposób PGR,¹⁰ przed zmianą przepisów prawa papierów wartościowych w ostatniej sekcji PGR, traktuje takie zdematerializowane lub zdematerializowane papiery wartościowe w kontekście wdrażania TVTG i jak radzi sobie z okolicznościami, które przewidują takie zdematerializowane papiery wartościowe w modelu biznesowym; niemniej jednak, zostaną również zbadane pozytywne przepisy de lege ferenda, które sama TVTG, a w szczególności zmiana ostatniej sekcji PGR, pociąga za sobą w tym zakresie.

4

641 ZGB, N 10; Liechtensteinska koncepcja prawa własności została przyjęta przez Szwajcarię i opiera się, podobnie jak niemiecka BGB (§ 90 BGB), na bezosobowych, fizycznych i przestrzennie określonych obiektach, które mogą podlegać kontroli człowieka. Z drugiej strony austriacki ABGB, który opiera się na prawie naturalnym, jest znacznie bardziej wszechstronny i rozróżnia obiekty fizyczne i niecielesne (§ 285 w związku z § 292 öABGB), *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, tom I, art. 20 SR, Rz 7 (s. 32). W austriackim prawie karnym energia była pierwotnie traktowana jako rzecz w drodze autentycznej interpretacji. Później to podejście zostało ponownie odrzucone i pojęcie materii zostało ponownie ograniczone do rzeczy fizycznych, *Wach* in *Triffterer/Rosbaud/Hinterhofer* (Hrsg), Salzburg Commentary on the StGB, § 132 StGB, Rz 1 (S 1) mwN. Podczas gdy energia elektryczna w Austrii jest traktowana jako rzecz fizyczna zgodnie z obowiązującą doktryną prawa cywilnego, kontrowersyjne pozostaje, czy oprogramowanie jest rzeczą fizyczną, czy tylko wtedy, gdy jest przechowywane na fizycznym nośniku danych. Dane mogą jednak stanowić rzeczy niematerialne, *Hofmann* w *Schwimann/Kodek*, ABGB Praxiskommentar, § 292 ABGB, Rz 3 i 5 (str. 15 f). Ta szeroka koncepcja prawa własności w austriackim ABGB ma jedynie charakter programowy i nie jest konsekwentnie stosowana. Tak więc również nabycie dobrej wiary (§ 367 öABGB) jest możliwe tylko w rzeczach fizycznych, *Kodek* in *Schwimann/Neumayr* (Hrsg), ABGB Taschenkommentar, § 285 ABGB, Rz 3 (s. 448).

¹⁰ LGBI nr 2019.118.

W związku z tym konieczne jest również rozróżnienie między pojęciem papierów wartościowych prawa cywilnego a pojęciem zbywalnych papierów wartościowych lub instrumentów finansowych, które są zbywalne na mocy prawa nadzoru. W związku z tym konieczne jest zbadanie nie tylko tego, czy żetony mogą stanowić zdematerializowane papiery wartościowe, ale również tego, czy żetony¹¹ mogą stanowić instrumenty finansowe przechowywane na rachunku żyroskopowym, tj. instrumenty finansowe przechowywane w księgach. W tym kontekście reprezentacja zdematerializowanych papierów wartościowych za pomocą żetonów, reprezentacja instrumentów finansowych za pomocą żetonu oraz inwestycje zbiorowe w związku z żetonami zostaną zbadane bardziej szczegółowo w części II niniejszej pracy.

- 5 Zgodnie z powyższym różnice pomiędzy indywidualnymi i zbiorowymi inwestycjami w aktywa w związku z tokenizacją instrumentów finansowych i portfeli mają zostać wypracowane w sposób zróżnicowany. Następnie należy zająć się aspektami prawa spółek w odniesieniu do funduszy w związku ze spółką inwestycyjną w¹² przeciwieństwie do spółki akcyjnej w formie stowarzyszenia¹³ emitującego¹⁴ akcje segmentu, również w przeciwieństwie do tzw. spółek specjalnego przeznaczenia do celów sekurytyzacji.¹⁵

¹¹ Nie należy mylić z zbywalnymi papierami wartościowymi typu giro zgodnie z art. 392 ff SR, które stanowią zabezpieczenie finansowe.

¹² AGmVK zgodnie z art. 361 PGR (spółka akcyjna o kapitale zmiennym jako odpowiednik SICAV - Société d'Investissement à Capital Variable obowiązujący w Luksemburgu; nie należy mylić z podobnie nazwanym odpowiednikiem SICAF - Société d'Investissement à Capital Fixe).

¹³ Protected Cell Company (PCC) nach Art. 243 PGR.

¹⁴ Zob. BuA 2014/69, s. 49 (art. 243e ust. 5 PGR).

¹⁵ Nazywany również pojazdem specjalnego przeznaczenia (SPV).

Konkretne pytanie badawcze niniejszego opracowania brzmi zatem następująco: *Czy zgodnie z prawem Liechtensteinu żetony mogą stanowić zdematerializowane papiery wartościowe - tj. zdematerializowane papiery wartościowe w formie zapisu księgowego - i jakie różnice pojawiają się w ocenie przed i po wejściu w życie TVTG?* Pytanie badawcze brzmi: *Czy żetony mogą z punktu widzenia prawa nadzorczego reprezentować nie tylko papiery wartościowe zdematerializowane w księgach rachunkowych prawa cywilnego, ale także instrumenty finansowe przechowywane w żyroskopie papierów wartościowych i jak nowe możliwości techniczne odnoszą się do klasycznie regulowanych instytucji, takich jak struktury funduszy?* 6

Podczas gdy prace w ramach tytułu I. koncentrują się na prawie Liechtensteinu, zwłaszcza w odniesieniu do kwestii dotyczących badań cząstkowych, oprócz przepisów krajowych należy konsultować europejskie akty prawne związane z regulacją funduszy. 7

Przed dogłębną analizą treści powyższych tematów, poniżej znajduje się przegląd technologii łańcucha blokowego, inteligentnych umów, żetonów i monet. Należy zauważyć, że aspekty techniczne są przedstawione w uproszczonej formie w celu przedstawienia ogólnego zarysu wspomnianych technologii i uczynienia argumentacji prawnej zrozumiałą przy rozpatrywaniu kwestii prawnych, które pojawiają się w związku z technicznymi aspektami tych technologii. Ponadto, należy zauważyć, że termin "łańcuch blokowy" lub "technologia łańcucha blokowego" jest używany w niniejszym artykule jako pars pro toto dla tzw. technologii księgi rozproszonej i technologii pokrewnych, których najważniejszym zastosowaniem jest technologia łańcucha blokowego. 8

1.1 Blockchain & Smart Contracts

9 Łańcuch blokowy jest technicznym projektem technologii księgi rozproszonej i jest scharakteryzowany jako publiczny i zdecentralizowany rejestr lub system przechowywania danych, który trwale rejestruje dane transakcyjne. Publiczność oznacza, że¹⁶ każda transakcja w łańcuchu blokowym, która została zapisana, może być publicznie oglądana.¹⁷ Trwałość wynika z kryptograficznej wartości rozpraszania lub funkcji skrótu (funkcja wartości rozpraszania, która jest odporna na zderzenia, co oznacza, że nie jest możliwe znalezienie różnych wartości

¹⁶ Nie wszystkie łańcuchy blokowe są publiczne same w sobie. Rozróżnia się pomiędzy "dozwolonymi" lub "prywatnymi" i "niezdozwolonymi" lub "bez zezwolenia" lub "publicznymi blokadami". "Publiczne" i "prywatne" odnoszą się do "pozwolenia na pisanie", natomiast "otwarte" i "zamknięte" odnoszą się do "pozwolenia na odczyt". Bitcoin i Ethereum są więc "publicznymi" i "otwartymi" łańcuchami blokowymi - każdy ma do nich dostęp w formie pisemnej i elektronicznej. Z drugiej strony, publiczny zamknięty łańcuch blokowy mógłby być wykorzystywany do wykonywania anonimowych praw do głosowania. Jeśli wymagana jest przejrzystość pewnych podmiotów, sensowne jest zastosowanie prywatnego, otwartego łańcucha blokowego. Prywatny zamknięty łańcuch blokowy byłby najbardziej odpowiedni dla władz publicznych. Możliwym przypadkiem zastosowania w przypadku łańcuchów bez zezwolenia lub bloków publicznych jest na przykład wdrożenie tzw. samoupoważnionej tożsamości (SSI) jako uzupełnienia i ósmego poziomu Modelu Połączeń Między Systemami Otwartymi (OSI), który stanowi model referencyjny dla protokołów sieciowych (warstwa fizyczna, warstwa łącza danych, warstwa sieciowa, warstwa transportowa, warstwa sesyjna, warstwa prezentacji i warstwa aplikacji). Może to odgrywać zasadniczą rolę zwłaszcza w związku z możliwością przesyłania zweryfikowanych danych (identyfikacja, weryfikacja wieku itp.).

¹⁷ Zezwolenie na czytanie; zezwolenie na pisanie - jak na przykład przekazywanie stanu za pomocą transakcji żetonów - jest zazwyczaj również publicznie dostępne, ale powoduje wysiłek, dlatego za zezwolenie na pisanie pobierane są opłaty transakcyjne. Zgodnie z protokołem Ethereum opłaty transakcyjne ponoszone są w postaci gazu. Gaz to Wei (podjednostka eteru) wymagana do wykonania linii kodu.

wejściowych, które dają tę samą wartość skrótu), na której opiera się technologia, co gwarantuje, że historia transakcji nie może być uszkodzona lub zagrożona przez dzisiejszą konwencjonalną technologię i czy ta stabilność lub techniczna redundancja jest ściśle związana z decentralizacją. Decentralizm oznacza, że nie ma centralnej instancji odpowiedzialnej za bazę danych. Zamiast tego, duża liczba "węzłów" (uczestników sieci) w sieci peer-to-peer (sieć zdecentralizowana; zdecentralizowana organizacja autonomiczna) stale synchronizuje¹⁸ dane transakcyjne. Utrata węzła sieciowego nie stanowi zagrożenia dla stabilności ani funkcjonalności samej sieci.¹⁹

Sieci Torrent są również zdecentralizowane. Różnią się one od łańcucha 10 blokowego tym, że stany te nie są przenoszone jednorazowo (zapobieganie podwójnym wydatkom na łańcuch blokowy), ale zawartość może być zwielokrotniona - na przykład w związku z protokołami udostępniania plików.

11

¹⁸ Nazywany również "nadawaniem stanów".

¹⁹ *Büch*, Die Blockchain und das Recht, LJZ 2/18, s. 55 (s. 55 f); zob. także *Nägele/Xander*, Oferta tokenowa, w szczególności Oferta początkowa monetarna (ICO) i Oferta papierów wartościowych (STO), jak również Oferta tokenowa w prawie Liechtensteinu: Regulatory Environment and Outlook, margin no. 18.4 w *Piska/Völkel* (hrsg), Blockchain Rules; por. także prospekt emisyjny Hydrominer IT-Services GmbH z 26.11.2018, str. 87 i 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf, dostępny w dniu 04.08.2019, 00:58.

Transakcja w łańcuchu blokowym pokazuje w swojej najbardziej podstawowej formie źródło, miejsce(-a) przeznaczenia i konkretną wartość,²⁰ która ma zostać przekazana. Źródło i miejsce docelowe są również znane jako adresy w łańcuchu blokowym, w²¹ którym każdy może swobodnie tworzyć nowe adresy. W przypadku utworzenia takiego adresu lub klucza publicznego, automatycznie generowany jest dodatkowy unikalny ciąg znaków alfanumerycznych i przypisywany do klucza publicznego ("klucz prywatny"²²). Co do zasady, do każdego klucza publicznego przypisany jest tylko jeden klucz prywatny, chociaż istnieją również tzw. procedury multi-sig procedures ("multisignature"), w których do jednego klucza publicznego przypisanych jest

²⁰ "Źródło, cel i wartość".

²¹ Łańcuch znaków alfanumerycznych wygenerowany zgodnie z zasadami matematycznymi (adres lub "klucz publiczny"; zwany również kluczem publicznym w art. 5 ust. 1 nr 2 VTG w wersji sprawozdania z konsultacji - lub zmieniony później na neutralny technologicznie identyfikator VT w art. 2 ust. 1 lit. e TVTG w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/54). Identyfikator VT umożliwia jednoznaczne przyporządkowanie tokenów i tym samym służy jako identyfikator (BuA 2019/54, s. 145). Według Dudena "identyfikator" rozumiany jest jako *"cecha charakterystyczna, znak lub całość cech charakterystycznych, znak jednoznacznej identyfikacji czegoś"*, por. definicja w Duden, <https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, dostępna w dniu 04.08.2019, 00:46.

²² W przypadku szyfrowania asymetrycznego lub publicznego, nie jest konieczne, aby komunikujące się strony znały wspólny tajny klucz, ponieważ każdy użytkownik generuje niezależną parę kluczy. Klucz publiczny może być użyty do szyfrowania danych, które z kolei mogą być odszyfrowane przy użyciu odpowiedniego klucza prywatnego.

kilka kluczy prywatnych, a do przeprowadzenia transakcji wymagane jest również kilka kluczy prywatnych.²³

Oprócz stałego przechowywania danych transakcyjnych, łańcuch blokowy zapewnia, że każde żądanie transakcji jest weryfikowane i potwierdzone treścią instrukcji przeniesienia wartości z jednego adresu na drugi. Potwierdzone żądania transakcji są następnie zapisywane w łańcuchu blokowym, generując w ten sposób imienny i symboliczny łańcuch danych łańcucha blokowego. Każdy blok w łańcuchu blokowym posiada funkcję wartości skrótu lub rozproszenia (algorytm lub funkcja matematyczna), która jest generowana z poprzedniego, już zweryfikowanego zapisu danych i w ten sposób tworzy hierarchię danych. Proces ten, nazywany "wydobyciem" lub "mennicą",²⁴ stale poszerza historię transakcji.²⁵

²³ Nazywa się to również transakcją "m-of-n", ponieważ N kluczy prywatnych jest przypisane do klucza publicznego, a co najmniej M kluczy prywatnych jest wymagane do przeniesienia tokenów z tego adresu (np. 2 z 3; porównywalne ze strukturą praw poboru zgodnie z prawem spółek); por. prospekt emisyjny Hydrominer IT-Services GmbH z 26.11.2018, s. 87 i 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf

²⁴ W przypadku Bitcoina wdrożono mechanizm "Proof of Work" (PoW) poprzez dostarczenie mocy obliczeniowej (dowód pracy poprzez rozwiązanie zadania matematycznego). Często spotykany jest również tzw. system sprawdzania poprawności działania pali (PoS). Konsensus w sieci jest tworzony przez ważony dowód uczestnictwa (np. czas trwania uczestnictwa i liczba posiadanych żetonów). Rodzaj mechanizmu uzgadniania również częściowo zależy od rodzaju łańcucha blokowego - patrz FN 16.

²⁵ *Büch*, Die Blockchain und das Recht, LJZ 2/18, str. 55 (str. 55 f); Prospekt emisyjny Hydrominer IT-Services GmbH z dnia 26.11.2018 r., str. 87 i 125 f, <https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O->

13

Potwierdzenie transakcji nie odbywa się na zasadzie jednostkowych przypadków, ale kilka transakcji jest potwierdzanych en bloc jednocześnie i przechowywanych w nowym bloku w łańcuchu blokowym. Przeciętnie, w momencie pisania tej pracy, na łańcuchu bloków Ethereum tworzy się blok mniej więcej co 13 sekund.²⁶ Oprócz podstawowych funkcji wymienionych powyżej, łańcuchy blokowe, takie jak Ethereum, umożliwiają również wykonywanie zdecentralizowanych programów lub aplikacji (aplikacje zdecentralizowane; dapps; Smart Contracts). Inteligentne umowy wykonują pewne zadania zgodnie z ich kodem programowym i zazwyczaj są oparte na poleceniach if-then-else (jeśli wystąpi warunek A, wykonywana jest akcja B, w przeciwnym razie wykonywana jest akcja C).²⁷ Termin "inteligentna um-

Prospectus_2018-11-26_approved.pdf. Transfer stanów jest potwierdzany przez sieć tylko wtedy, gdy jest zgodny z zasadami protokołu (np. musi być zapewnione, że przekazujący rzeczywiście posiada liczbę tokenów, które mają być transferowane, ponadto nie jest dozwolone podwójne wydawanie itd.) Dla prawidłowej autoryzacji, każda transakcja musi być podpisana kluczem prywatnym.

²⁶ <https://etherscan.io/chart/blocktime> dostęp: 19 października 2019, 13:20.

²⁷ Prospekt emisyjny Hydrominer IT-Services GmbH z dnia 26.11.2018, str. 126f, https://www.hydominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf; nazwa "Smart Contract", która odnosi się do umowy, jest raczej myląca, zwłaszcza że Smart Contract jest skryptem odpornym na manipulację, samokontrolę i samorealizację. Taki scenariusz może również stanowić umowę w kontekście prawnym, zwłaszcza że same umowy mogą być zawierane ustnie lub przez domniemanie. Por. także Buterin, 13.10.2018, 10:21, https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw, wezwał 30.09.2019: "Żeby było jasne, w tym momencie bardzo żałuję przyjęcia terminu "inteligentne umowy". Powinienem być nazwać je czymś bardziej nudnym i technicznym, być może czymś w rodzaju "uporzeczywych skryptów".

owa" został ukuty przez Szabo w 1994 roku: *"Inteligentna umowa to skomputeryzowany protokół transakcyjny, który realizuje warunki umowy. Ogólnym celem inteligentnej konstrukcji umów jest spełnienie wspólnych warunków umownych (takich jak warunki płatności, zastawy, poufność, a nawet egzekwowanie), zminimalizowanie wyjątków, zarówno złośliwych, jak i przypadkowych, oraz zminimalizowanie potrzeby korzystania z usług zaufanych pośredników. Powiązane cele ekonomiczne obejmują zmniejszenie strat z tytułu nadużyć finansowych, kosztów arbitrażu i egzekucji oraz innych kosztów transakcji. Niektóre z istniejących obecnie technologii można uznać za surowe inteligentne umowy, na przykład terminale i karty POS, EDI oraz agorystyczny przydział przepustowości sieci publicznej.*²⁸

W swoim manifestie na temat inteligentnych umów Szabo wskazuje, że 14
rozważania w tym zakresie sięgają jeszcze dalej, a mianowicie do tzw. obliczeń agorystycznych²⁹, które mają swoje początki w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych XX wieku.³⁰

²⁸ Szabo, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html> (dostępny jest już tylko link archiwalny).

²⁹ Z greckiej strony ἀγορά do punktu zbiórki lub targu.

³⁰ Vgl Miller/Drexler, The Agoric Papers in The Ecology of Computation w *Huberman* (Hrsg), *Markets and Computation: Agoric Open Systems, Incentive Engineering: for Computational Resource Management, Comparative Ecology: A Computational Perspective* 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html> <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html>; vgl auch *Wozke*, *Smart Contracts: Wenn Verträge zwischen Computern geschlossen werden*, 11.07.2017, <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/> <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/>, aufgerufen am 01.10.2019, 21:14.

1.2 Token, monety i standaryzacja pomimo depositum regulare

- 15 TVTG w wersji zmienionej przez BuA 2019/54 definiuje token jako informację w zdecentralizowanej bazie danych (system VT, który gwarantuje bezpieczną utylizację tokenów), która może reprezentować prawa i do której przypisane są identyfikatory lub identyfikatory VT. Zgodnie z³¹ tą dykcją prawną można stwierdzić, że żetony są informacjami w zdecentralizowanej bazie danych, które reprezentują prawa, podczas gdy moneta jest podtypem żetonu, który nie reprezentuje praw i jest niezbędny do prawidłowego funkcjonowania łańcucha blokowego (żeton protokolorowy lub moneta protokolarna) i którego wartość jest mierzona przez podaż i popyt na rynku, dlatego też nie reprezentuje ona przedmiotu bez wartości wewnętrznej, nawet jeśli jest przyjęta jako środek wymiany i dlatego nie powinna być traktowana jako pieniądź³²fiat money, lecz jako waluta wirtualna. Z technicznego punktu widzenia jest w każdym razie odwrotnie, a moneta reprezentuje rodzimą jednostkę łańcucha blokowego, podczas gdy żetony wykorzystują ten sam standard techniczny co moneta rodzima.³³

³¹ Art. 2 ust. 1 lit. c) TVTG, zmieniony przez BuA 2019/54.

³² Definicja pieniądza kwotowego, pieniądza elektronicznego jako pieniądza kwotowego i walut wirtualnych znajduje się w tytule II, rozdział II.2.9.

³³ Na przykład, z czysto technicznego punktu widzenia, eter byłby postrzegany jako moneta, podczas gdy żetony zgodne z ERC-20 (Ethereum Request for Comment Standard 20) byłyby podgatunkiem tego standardu monet, a zatem byłyby to żetony. Należy pamiętać, że istnieją również rodzime monety, które reprezentują prawa; *Nägele/Bergt*, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatische Grauzone?, LJZ 2/18, S 63 (64); por. <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, wezwany

Ale nawet brzmienie prawa wskazuje jedynie, że istnieją żetony, które reprezentują prawa, jak również żetony, które nie reprezentują praw (argument "informacja, która może reprezentować prawa")³⁴. Technicznie rzecz biorąc, token jest oprogramowaniem³⁵ i jako taki stanowi część dwuczynnikowego zabezpieczenia uwierzytelniania wykorzystywanego do autoryzacji korzystania z usług opartych na oprogramowaniu.³⁶ Z materiałów prawnych nie można wnioskować ani zakładać, że

08.08.2019, 20:10: "Moneta jest kryptokur walutą z własnym łańcuchem blokowym, zazwyczaj tworzoną przez deweloperów od podstaw lub przy pomocy widełek. Można również znaleźć termin "altcoin", który oznacza alternatywną monetę, czyli każdą monetę, która nie jest Bitcoin"; patrz również <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, wezwany 08.08.2019, 20:10: "Żetony różnią się od bitcoinów i altcoinów tym, że nie są wydobywane przez ich właścicieli [...] ale [miały] być sprzedawane za fiata lub krypto walutę w celu sfinansowania projektu technologicznego start-upu." Tak więc monety są najczęściej używane - oprócz innych funkcji - w związku z budowaniem konsensusu za pomocą algorytmu konsensusu (np. dowód pracy lub dowód stawki) łańcucha blokowego.

³⁴ Art. 2 ust. 1 lit. c Z 1 TVTG zmieniony przez BuA 2019/54.

³⁵ Stąd tokeny programowe, podczas gdy tokeny sprzętowe są przechowywane na fizycznym urządzeniu (portfelu sprzętowym); por. w odniesieniu do tokenów jako dane lub oprogramowanie w znaczeniu towaru i tym samym token o rzeczywistej wartości (token) w przeciwieństwie do tokenów jako reprezentacji roszczenia lub praw członkowskich (pieniądz elektroniczny lub depozyty lub prawa do członkostwa i roszczeń w znaczeniu instrumentów finansowych) Tytuł II. Rozdział II.2.2.II.2.3.

³⁶ Rosenblatt/Cipriani, Two-factor authentication: What you need to know (FAQ), 15 czerwca 2015, <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/>, dostęp 28.08.2019, 21:32; Petruş, How to extract data from a 2FA iCloud account, 12 sierpnia 2019, <https://www.iphone-backupextractor.com/blog/extract-data-two-czynnikowa-autoryzacja/>, wywołany 28.08.2019, 21:34; wielo- lub dwuczynnikowa autoryzacja to metoda autoryzacji, do której użytkownik komputera ma dostęp tylko wtedy, gdy

monety są podtypem żetonów i nie reprezentują praw. Jest również możliwe, że token protokolarny lub token natywny, za pomocą którego można przeprowadzać transakcje w łańcuchu blokowym, reprezentuje własność towarów takich jak metale szlachetne.³⁷ Istotne jest, aby prawo rzeczowe do takiego towaru było reprezentowane w żetonie i aby osoba upoważniona do dysponowania³⁸ żetonem miała w ten sposób również pełne prawa do konkretnie reprezentowanego przedmiotu. W konsekwencji pełnego prawa własności reprezentowanego przedmiotu, osoba uprawniona do dysponowania takim tokenem ma również prawo żądać zwrotu tego przedmiotu. Aby skutecznie tworzyć pieniądź towarowy lub standard złota, przedmiot, do którego prawo własności jest reprezentowane w żetonie, musiałby być przechowywany w regularnym depozycie (*depositum regulare*). Opiekun na zlecenie właściciela (osoby uprawnionej do dysponowania

dostarczy dwa lub więcej dowodów (czynników) mechanizmu autoryzacji. Czynniki te odnoszą się do elementów wiedzy, posiadania i natury. Elementy te odpowiadają elementom silnego uwierzytelnienia klienta zgodnie z PSD II, patrz tytuł II. Rozdział II.2.8.1.

³⁷ W ten sposób, na przykład, można by stworzyć walutę złotą lub standard złota, co zgodnie z ekonomiczną teorią monetarną zwiększyłoby prędkość obrotową złota symbolizowanego i w konsekwencji do pewnego stopnia zmniejszyłyby wartość zachowawczą złota.

³⁸ Przepisanie przez osobę, która może legalnie dysponować tokenem, wydaje się być rozwiązaniem tylko dogmatycznie wykonalnym, ponieważ posiadanie opierałoby się na elemencie korpusu (siła dyspozycji), podczas gdy właściciel potrzebuje animus (*possidendi*) oprócz korpusu (*animus rem sibi habendi* lub *animus rem alteri habendi*). Natomiast własność nie opiera się na faktycznym, lecz na prawnym stosunku dominacji. Jednak zgodnie z prawem Liechtensteinu żeton nie stanowi rzeczy, a przepisy prawa własności mają zastosowanie jedynie w trakcie wdrażania TVTG analogicznie lub funkcjonalnie odpowiednio (nie są funkcjonalnie równoważne); zob. BuA 2019/54, s. 126.

tokenem) przyjąłby przedmiot do pieczy nad nim jako właściciel zewnętrzny (agent własności).³⁹

Osoba uprawniona do dysponowania takim żetonem, który reprezentuje prawo własności towaru, może również, według własnego uznania, działać jako właściciel przedmiotu, którego prawo jest reprezentowane (skutek erga-omnes praw rzeczowych w przeciwieństwie do skutku inter partes między stronami umowy). W przypadku, gdy osoba uprawniona do dysponowania tokenem za pośrednictwem łańcucha blokowego przenosi go, jednocześnie następuje przeniesienie własności określonego przedmiotu (w konkretnym przypadku w drodze nakazu posiadania na powiernika, który od tej chwili jest pośrednio właścicielem przedmiotu dla nowej osoby uprawnionej do dysponowania tokenem).⁴⁰ Ponieważ istnieje rzeczywiste roszczenie

³⁹ Cudzoziemiec jest przetrzymywany w areszcie dla właściciela z zamiarem posiadania; art. 499 ust. 2 i art. 503 ust. 1 pierwszy przypadek w związku z art. 510 SR; patrz *Besitzanweisung* § 375 *öABGB* w związku z § 428 trzeci przypadek *öABGB* (opracowany przez austriacki Rsp - *Besitzanweisung* w rozgraniczeniu do *traditio brevi manu* i *Besitzkonstitut*). W przeciwieństwie do definicji prawnej zawartej w austriackim kodeksie cywilnym, Liechtenstein, ze względu na swoje niezależne przepisy prawa własności, w pozytywny sposób przewiduje, że przedmiot może być również nabyty, jeśli pozostaje w posiadaniu osoby trzeciej. Jest to funkcjonalnie porównywalne z § 931 *deBGB*, zgodnie z którym własność może zostać przeniesiona poprzez cesję wierzytelności w celu jej zwrotu (przeniesienie przez cesję).

⁴⁰ Przyczyną lub tytułem prawnym do przeniesienia własności jest umowa cywilnoprawna o zobowiązaniach między osobą przekazującą token a osobą przyjmującą, przy czym tryb ten charakteryzuje się rzeczywistym przeniesieniem tokena z adresu Portfela osoby zobowiązanej do jego przekazania na podstawie umowy cywilnoprawnej na adres Portfela osoby do tego uprawnionej. Fikcyjne przeniesienie tytułu własności za pośrednictwem instytutu własności

do przedmiotu, do którego prawo własności jest reprezentowane w żetonie, może on być w każdej chwili żądany lub indeksowany przez osobę upoważnioną do dysponowania żetonem.⁴¹

- 18 Należy zauważyć, że depozytariusz musi zwrócić te same przedmioty, które⁴²zostały umieszczone w bezpiecznym depozycie zgodnie z postanowieniami umowy depozytowej.⁴³ Nawet jeśli opiekun musi jedynie zwrócić przedmioty tego samego rodzaju i jakości⁴⁴, może być wymagana regularna opieka. Liczy się to, co jest przewidziane w odniesieniu do własności. Jeśli powiernik ma zostać właścicielem, ma miejsce nieprawidłowe przechowywanie (*depositum irregularum*); jeśli deponent pozostaje właścicielem, ma miejsce regularne przechowywanie. Decydującym czynnikiem dla regularnego utrzymywania jest zatem to, że deponent pozostaje właścicielem.⁴⁵ Wymieszanie lub wymiana przez depozytariusza przedmiotów z przedmiotami tego samego rodzaju i jakości oraz tej samej wielkości nie ma wpływu na warunkową umowę o regularnym przechowywaniu, dopóki

jest również dopuszczalne na mocy Liechtensteinu Prawa własności - por. *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, tom I, art. 187 SR, Rz 4 (S 406; art. 187 w związku z art. 503 SR).

⁴¹ W przypadku bankructwa np. można wytoczyć powództwo o usprawiedliwienie (art. 41 ust. 2 KO) lub, jeżeli jest ono zawarte w egzekucji, można wytoczyć powództwo o usprawiedliwienie (art. 20 EO).

⁴² Zadłużenie jednostkowe lub gatunkowe.

⁴³ § 961 ABGB.

⁴⁴ Klasa lub dług z tytułu udziału w zyskach. Dług określonej klasy jest traktowany jako dług jednostkowy.

⁴⁵ RIS-Justice RS0012049, "Na pytanie, czy depozyt jest regularny czy nieregularny, nie zależy to od mieszanki przedmiotów (pieniędzy) zdeponowanych z własnymi przedmiotami depozytariusza, ale od ekonomicznych intencji stron.

depozytariusz nie ma prawa zbywać przedmiotu na swoją korzyść, a zatem może w każdej chwili udzielić pełnomocnictwa.⁴⁶

I tak, w przypadku odpowiedniej umowy o ustanowieniu pieczy, 19
osoba uprawniona do dysponowania tokenem, który reprezentuje
prawo własności przedmiotu, ma być postrzegana jako właściciel
przedmiotu - np. przedmiotu oddanego do pieczy w drodze nakazu
posiadania. Istnieje nie tylko roszczenie na podstawie prawa
zobowiązań, pod warunkiem, że powiernik nie ma prawa do
rozporządzania na własną korzyść zdeponowanym przedmiotem, a
deponent nadal ma zamiar pozostać jego właścicielem. Jest to niekiedy
niezbędne, aby wykluczyć istnienie symbolicznego instrumentu fi-
nansowego, ponieważ nie istnieje standaryzacja w tym zakresie,⁴⁷ lecz
raczej zindywidualizowane prawo własności. W związku z⁴⁸ tym, na-
wet zakładając, że taki token reprezentuje (zdematerializowany) tradi-
cyjny papier⁴⁹, należy zaprzeczyć jego funkcjonalnej równoważności z
instrumentami finansowymi, ponieważ nie ma akcji zamiennych.⁵⁰ W

⁴⁶ *Parapaty w Schwimann/Kodek*, § 959 ABGB, Rz 4 ff; w przypadku nieprawidłowego przechowywania, jednak własność rzeczy przechodzi na powiernika, a deponentowi przysługuje jedynie roszczenie o zwrot na podstawie kodeksu obowiązków.

⁴⁷ Zob. tytuł II, rozdział II.2.3.1a.

⁴⁸ Por. także BuA 2019/54, s. 104 f w sprawie reprezentacji praw majątkowych w żetonie.

⁴⁹ Zabezpieczenie cywilnoprawne stanowiące wierzytelność do zwrotu przedmiotu; także papier towarowy (wartościowy), konosament, list przewozowy. Zob. również art. 387 i art. 504 SR.

⁵⁰ Por. w odniesieniu do równoważności funkcjonalnej dla tradycyjnych papierów wartościowych zgodnie z prawem handlowym BaFin, Merkblatt De-

drodze porozumienia między stronami możliwe jest jednak uzgodnienie, że powiernik może dokonać płatności z tytułu długu na rzecz strony uprawnionej do dysponowania tokenem, jeśli wydaje towary tego samego rodzaju i jakości oraz w tym samym zakresie, co nie zmienia istnienia regularnego powiernika. W związku z tym normalizacja mogłaby mieć miejsce na poziomie umowy powierniczej za pomocą odpowiedniej umowy, przy czym nie stanowiłaby ona instrumentu finansowego.

potgeschäft, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaeft.html 06.01.2009, ostatnio zmienione 17.02.2014, P 1.a).

1.3 Wniosek - symboliczne prawo własności

Łańcuch blokowy jest zdecentralizowaną, publiczną i stałą bazą 20
danych. W zależności od konstrukcji praw do odczytu i zapisu, może
on być wykorzystywany do różnych celów. Protokoły Bitcoin i
Ethereum są "publicznymi" i "otwartymi" łańcuchami bloków. W tym
kontekście "publiczny" oznacza, że w przeciwieństwie do "pry-
watnych" łańcuchów blokowych, każdy ma uprawnienia do pisania,
podczas gdy "otwarty" łańcuch blokowy opiera się na uprawnieniach
do publicznego czytania, w przeciwieństwie do "zamkniętych"
łańcuchów blokowych.

Z czysto technicznego punktu widzenia, token może być postrzegany 21
jako zapis danych lub oprogramowanie, które podlega dwuskładni-
kowemu zabezpieczeniu uwierzytelnienia, a następnie może być wy-
korzystywane do autoryzacji usług opartych na oprogramowaniu.
Przy takim wieloczynnikowym uwierzytelnieniu użytkownik pro-
gramu komputerowego uzyskuje dostęp do niego tylko wtedy, gdy u-
dowodnione zostaną wystarczające dowody lub czynniki uwierzytel-
niające. Czynniki te opierają się na elementach wiedzy, posiadania i
natury, które występują również w związku z silnym uwierzytelnia-
niem klientów zgodnie z PSD II.

Monety lub - w dykcji TVTG - token są regularnie używane na o 22
sobnym łańcuchu blokowym. W przeciwieństwie do takich monet, że-
tony nie są generowane przez górnictwo, ale są emitowane na ist-
niejącym łańcuchu blokowym, na przykład w trakcie zbierania
funduszy. Terminologia ta jest powszechnie stosowana, zwłaszcza w
dziedzinie techniki, ale nie ma szczególnego wpływu na oceny prawne,

a zatem terminy "monety i żetony" mogą być stosowane w miarę możliwości jako synonimy.

- 23 Nawet jeśli monety w powyższym znaczeniu niekoniecznie muszą reprezentować prawa, nie należy ich postrzegać jako pieniądza "fiat money" (oznaczającego nie tylko pieniądz papierowy, ale również pieniądz księgowy i pieniądz elektroniczny), ponieważ mają one nieodłączną wartość w znaczeniu walut wirtualnych w związku z budowaniem konsensusu na łańcuchu blokowym, lub mogą mieć inne funkcje, które są nieodłącznie związane z protokołem zdecentralizowanym.
- 24 Blockchains regularnie korzystają z tzw. Smart Contracts, które mogą być kontraktami w sensie prawnym, ale są przede wszystkim stałymi skryptami i opierają się na Agoric Computing.
- 25 Żetony nie stanowią rzeczy w rozumieniu prawa własności Liechtensteinu ze względu na brak fizyczności. Dopiero z chwilą wejścia w życie TVTG w dniu 01.01.2020 r. przepisy prawa własności będą miały zastosowanie do żetonów na zasadzie analogii. Niezależnie od tego, zasada "Substancja nad formą" ma zastosowanie i musi być rozpatrywana pod kątem tego, co symbolizuje. Jeżeli np. powiernik przechowuje przedmiot w depozycie dla osoby uprawnionej do dysponowania tokenem zgodnie z regulaminem depozytu, to taki token faktycznie reprezentuje prawo własności przedmiotu przechowywanego w depozycie.

2. Papiery wartościowe zgodnie z PGR i ich funkcje

- 26 Papiery wartościowe są regulowane w §§ 73 ff Końcowego Oddziału PGR. Dla celów PGR, papiery wartościowe są dokumentami, w których

prawo jest zabezpieczone w taki sposób, że może być zrealizowane, dochodzone lub przeniesione wyłącznie za pomocą tego dokumentu. Ponadto, przepisy dotyczące świadectw udziałowych mają zastosowanie do papierów wartościowych.⁵¹ Podobna definicja znajduje się w art. 965 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań. Należy zauważyć, że PGR opiera się na pierwszym projekcie *Eugena Hubera* dotyczącym rewizji tytułów 24-33 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań z 1919 r., który nigdy nie został wdrożony w Szwajcarii w tej formie. W⁵² przeciwieństwie do Austrii i Niemiec, zarówno prawo Liechtensteinu, jak i Szwajcarii zawiera zatem definicję prawną terminu "papiery wartościowe".⁵³

Celem sekurytyzacji jest osiągnięcie jeszcze większej zbywalności i zbywalności. Istnieją różne zasady, które mają zastosowanie do papierów wartościowych i zasady te są rozumiane jako funkcje papierów wartościowych w celu zapewnienia szybkiej i bezpiecznej zbywalności lub dochodzenia praw z papierów wartościowych. Proste przeniesienie jest osiągane poprzez przeniesienie zabezpieczenia (funkcji transportowej). Ponadto dokument zabezpieczenia służy jako dowód, a dłużnik może dokonać płatności tylko na rzecz osoby uprawnionej za pomocą tego

⁵¹ § Odcinek 73 ostatniej sekcji dotyczącej PGR.

⁵² Zob. rozdział I.3, marza nr 45; *Frick*, *The types of shares under Liechtenstein company law*, s. 24; *Frick* in *90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für Delle Karth*, 2013, *The recent development of Liechtenstein company law in the light of EEA membership*, s. 193 (196).

⁵³ *Micheler*, *Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Zu einer kapitalmarktrechtliche Theorie des Wertpapierrechts - Effekten nach österreichischem, deutschem, english und russischem Recht*, s. 17 mwN.

dokumentu; umowa o przeniesieniu, tak jak w przypadku przeniesienia wierzytelności w drodze cesji, nie jest konieczna (funkcja zwalnająca dłużnika na rzecz osoby uprawnionej do zabezpieczenia, a więc zwalnająca dług); jednocześnie prawo do otrzymania płatności - legitymację - wykazuje się poprzez przedstawienie zabezpieczenia, które poświadcza pewne prawo; zakłada się, że posiadacz zabezpieczenia jest również uprawniony do dysponowania nim)

- 28 Wcielenie prawa do aktu prawnego ma również skutek poszlakowy lub niesie ze sobą dowód, że prawo to rzeczywiście istnieje zgodnie z treścią aktu (funkcja orientacyjna i dowodowa). Prawo nabywa się w zakresie opisanym w umowie o ustanowieniu zabezpieczenia, a umowy niezabezpieczone są nieistotne (ograniczenie sprzeciwu lub wyłączenie sprzeciwu w związku z funkcją dowodową lub odpowiedzialnością skryptową). Wyłączenie sprzeciwu jest z kolei ściśle związane z funkcją prezentacji lub ochrony rynku. Funkcja prezentacji skutkuje tym, że dłużnik może dokonać płatności tylko posiadaczowi zabezpieczenia - który go pokazuje lub prezentuje. Funkcja prezentacji, która nie może być postrzegana jako całkowicie oderwana od funkcji dowodowej, wyzwalającej i legitymizującej, prowadzi ostatecznie do funkcji ochrony transakcji, zgodnie z którą zabezpieczenie może być nabyte w dobrej wierze przez osobę nieuprawnioną do dysponowania zabezpieczeniem.⁵⁵

⁵⁴ BuA 2019/54, s. 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, s. 17, 19 i nast.

⁵⁵ BuA 2019/54, s. 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, s. 19 ff .

Papiery wartościowe charakteryzują się zatem w szczególności funkcją dokumentacyjną, legitymizacyjną i wyzwalającą, wyłączeniem przeciwciwów, funkcją transportową oraz funkcją prezentacji i ochrony ruchu. Zbywalność jest zatem chroniona w szczególności przez możliwość nabycia od strony nieuprawnionej, ale również przez wykonalność zabezpieczonego prawa niezależnie od prawa rzeczywiście stworzonego lub istniejącego - poza aktem - lub, w razie potrzeby, również zmienionego w treści. 29

2.1 wartość orientacyjna i dowodowa

§ Paragraf 73 Końcowego Oddziału PGR definiuje zabezpieczenie w oparciu o trzy kryteria. Są to te jeden dokument, sekurytyzacja prawa w tym dokumencie i pewien związek pomiędzy dokumentem a prawem.⁵⁶ Tak więc prawo z zabezpieczenia nie może być zrealizowane, dochodzone lub przeniesione na innych bez certyfikatu. Element transferowy jest zasadniczo oparty na funkcji transportowej.⁵⁷ Akt notarialny jest oświadczeniem na podstawie prawa prywatnego na dokumencie.⁵⁸ W takim dokumencie mogą być zapisane prawa do roszczenia, członkostwa, a nawet prawa majątkowe. Prawa do roszczeń mogą być wszystkimi roszczeniami wynikającymi z prawa zobowiązań, podczas gdy prawa członkowskie obejmują pewne prawa w korporacjach - tj. prawa do kontroli i/lub uczestnictwa. Ponadto, zabezpieczenie może stanowić również zabezpieczenie roszczeń rzeczowych. Takie towarowe (wartościowe) papiery wartościowe są 30

⁵⁶ *Kuhn* w CHK - Hand commentary on Swiss private law, Art. 965 OR, N 19.

⁵⁷ Patrz rozdział I.2.4.

⁵⁸ *Kuhn* w CHK - Hand commentary on Swiss private law, Art. 965 OR, N 20.

papierami wartościowymi, które reprezentują przedmioty; przeniesienie towarowego papieru wartościowego odpowiada przeniesieniu samego przedmiotu.⁵⁹

- 31 Powyższy związek pomiędzy czynem a prawem jest uzgadniany w drodze klauzuli o papierach wartościowych. Zabezpieczenie nie ma charakteru czysto poszlakowego, lecz legitymizuje daną osobę do żądania usługi zabezpieczonej. Dokonując płatności na rzecz wskazanej osoby, dłużnik zwalnia się z obowiązku. Takie prawa do papierów wartościowych są również przenoszone w drodze cesji aktu notarialnego i nie mogą być przenoszone w żaden inny sposób.⁶⁰ Papier wartościowy dowodzi zatem istnienia pewnego prawa wobec emitenta, które jest należne zgodnie z treścią dokumentu.⁶¹

⁵⁹ *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art. 965 OR, N 21; patrz Art. 504 SR.

⁶⁰ *Kuhn* w CHK - Ręczny komentarz na temat szwajcarskiego prawa prywatnego, art. 965 OR, N 22 i N 26.

⁶¹ Zgodnie z § 294 ZPO, dokumenty prywatne - jeżeli są podpisane - stanowią pełny dowód, że oświadczenia w nich zawarte pochodzą od emitenta. Zgodnie z § 312 ZPO, autentyczność dokumentu prywatnego uważa się za bezsporną, jeżeli nie złożono oświadczenia o jego autentyczności. W przeciwieństwie do Niemiec, w Liechtensteinie nie istnieje tzw. procedura dokumentowa, w której tytuł wykonawczy można uzyskać w trybie przyspieszonym - por. § 592 deZPO *"Roszczenie, którego przedmiotem jest zapłata określonej kwoty pieniężnej lub wykonanie określonej ilości innych zamienników lub papierów wartościowych, może być dochodzone w procedurze dokumentowej, jeżeli wszystkie fakty wymagane do uzasadnienia roszczenia mogą być udowodnione dokumentami. Niezależnie od tego jest jednak otwarta procedura oszukiwania lub ściągania długów zgodnie z §§ 577 ff ZPO.*

2.2 Funkcja wyzwiania i legitymizacji

32
Efekt uwolnienia i legitymizacji papierów wartościowych jest regulowany w Liechtensteinie dwukrotnie. Z jednej strony § 1393 ABGB stanowi, że weksle na okaziciela - czyli papiery wartościowe na okaziciela - są przekazywane w drodze dostawy i dlatego nie wymagają dalszych dowodów poza posiadaniem; w ten sposób akt określa prawowitego wierzyciela i legitymizuje właściciela (w przypadku papierów wartościowych na okaziciela).⁶² Natomiast § 74 ust. 2 Końcowego Oddziału PGR reguluje prawo do legitymizacji w związku z papierami wartościowymi. Ten⁶³ przepis PGR stanowi, że dłużnik - o ile nie działa w złej wierze lub w wyniku rażącego niedbalstwa i w terminie zapadalności, ale nie wcześniej - może dokonać płatności na rzecz posiadacza zabezpieczenia w celu spłaty swojego długu. Nawet jeśli osoba legitymująca się zabezpieczeniem powinna była utracić pozycję wierzyciela, osoba zobowiązana z zabezpieczenia może spłacić swój dług, spłacając osobę wydaloną i nie musi ponownie spłacać wierzyciela faktycznie uprawnionego.⁶⁵ Legitymizacja i wyzwolenie są zatem również związane z ochroną ruchu drogowego.⁶⁶

⁶² *Micheler*, prawo papierów wartościowych pomiędzy prawem zobowiązań a prawem własności, s. 37 f.

⁶³ PGR ma pierwszeństwo jako *lex specialis* co do zasady - zob. również § 35 ust. 1 Działu Końcowego PGR, zgodnie z którym odniesienie do ogólnych przepisów kodeksu obowiązków i prawa własności odnosi się przede wszystkim do przepisów ADHGB i pomocniczo do przepisów ABGB.

⁶⁴ W ustawie o wekslach datą ważności jest data, od której weksel staje się wymagalny.

⁶⁵ *Kuhn* w CHK - Hand Commentary on Swiss Private Law, Art. 966 OR, N 4 ff

⁶⁶ Patrz rozdział I.2.3.

- 33 Posiadanie zabezpieczenia legitymizuje osobę zidentyfikowaną przez papier jako wierzyciel. Dlatego też prawo do zbycia nie musi być udowodnione przez pełny łańcuch transmisji poprzednich wierzycieli. Jeżeli właściciel i tym samym wierzyciel zabezpieczenia przedstawi udokumentowane prawo, dłużnik musi zapłacić wydalonemu.⁶⁷ Jak już wyjaśniono, § 74 ust. 2 Końcowego Oddziału PGR nie mówi nic o materialnym uprawnieniu właściciela; to samo dotyczy § 1393 ABGB. Za wierzyciela uważa się jednak właściciela (w przypadku instrumentów na okaziciela) lub, ogólnie rzecz biorąc, osobę wydaloną. Jeśli dłużnik chce zakwestionować prawo do rozporządzania wydalonym, to na nim spoczywa ciężar dowodu.⁶⁸
- 34 Jako druga strona tej samej monety, funkcja wyzwająca jest odpowiednikiem dłużnika do funkcji legalizacyjnej osoby wskazanej jako uprawniona z zabezpieczenia. Dłużnik może dokonać płatności z tytułu spłaty długu wyłącznie na rzecz osoby, która identyfikuje się jako uprawniony wierzyciel za pomocą zabezpieczenia i musi powołać się na zabezpieczony dokument jako dowód. Dłużnik może również dokonać płatności na rzecz osoby, która nie jest uprawniona do rozporządzania długiem, pod warunkiem, że osoba ta zidentyfikuje się poprzez przedstawienie zabezpieczenia i przekaże je.⁶⁹ Należy zauważyć, że w prawie papierów wartościowych nie ma zastosowania efekt odpisu długu

⁶⁷ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, s. 38; jest to również związane z funkcją prezentacji, patrz rozdział I.2.3.

⁶⁸ *Micheler*, Prawo papierów wartościowych pomiędzy długiem a prawem własności, str. 38 f; *Kuhn* in *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, Art. 966 OR, N 4.

⁶⁹ *Micheler*, Prawo papierów wartościowych pomiędzy długiem a prawem własności, s. 39; *Kuhn* w *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, art. 966 OR, N 6.

wobec poprzedniego wierzyciela zgodnie z § 1395 ABGB, ponieważ tylko ci, którzy są identyfikowani za pomocą zabezpieczenia, mają być spłacani. W przeciwieństwie do Austrii nie można tego uzasadnić na gruncie prawa zwyczajowego Liechtensteinu, ponieważ w tym przypadku, wracając do art. 966 Chóru, § 74 Działu Końcowego PGR stanowi, że dłużnik jest zobowiązany do dokonania płatności tylko po przedstawieniu zabezpieczenia przez osobę wymienioną w akcie i może dokonać płatności również na rzecz tego formalnie poprawnego wierzyciela w ramach spłaty długu.⁷⁰

W przypadku papierów wartościowych imiennych zwolnienie i skutek 35
uprawniający reguluje również odrębnie § 83 Końcowego Oddziału PGR, co wynika z art. 975 chOR. Zgodnie z tym przepisem dłużnik może dokonać płatności z tytułu spłaty długu wyłącznie na rzecz osoby, która z jednej strony posiada zarejestrowane zabezpieczenie, a z drugiej strony identyfikuje się jako osoba, na której nazwisko jest zarejestrowane zabezpieczenie.⁷¹ Warto zauważyć, że PGR mówi tylko o posiadaniu lub własności⁷² i odnosi się do elementu korpusu lub mocy rozporządzania, podczas gdy ABGB w swoim § 1393 wyraźnie odnosi

⁷⁰ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, s. 59 ff (esp. s. 62).

⁷¹ Lub jako następca prawny osoby, w imieniu której wystawiono świadectwo depozytowe.

⁷² § 83 ust. 1 i prawdopodobnie również domyślnie art. 75 ust. 2 ostatniego akapitu PGR.

się do posiadania i w związku z tym uważa również element animus (wolę zachowania rzeczy) za⁷³ niezbędny.

⁷³ Patrz § 309 öABGB. Należy zauważyć, że art. 498 ust. 1 SR w połączeniu z art. 501 SR odnosi się wyłącznie do prawa do rozporządzania nieruchomością jako właściciela, podczas gdy art. 443 SR ponownie przypisuje składnik testamentu do nieruchomości. Ponadto należy zauważyć, że przepisy ogólne austriackiego kodeksu cywilnego (ABGB) współgrają również z art. 5 ust. 1 SR. W doktrynie Liechtensteinu nie wyjaśniono, czy do posiadania wymagany jest element woli ze względu na mieszane przyjmowanie. Zgodnie z doktryną szwajcarską nie jest jednak wymagana żadna wola posiadania (por. *Stark/Lindenmann*, w: *Berner Kommentar*, wydanie 4, art. 919 ZGB, N 26), a zatem jest ona w dużej mierze równoważna z austriacką władzą dysponowania w sensie własności. W dużej mierze dlatego, że w prawie szwajcarskim nie dokonuje się ostrego rozróżnienia między ciałem i animusem, a czasami twierdzi się, że moc rozporządzania oznacza również wolę posiadania. Por. *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, tom I, art. 489 SR, Rz 1 ff (S 491); jednak w odniesieniu do systemu prawnego Liechtensteinu *Opilio*, *w odniesieniu do art. 501 ust. 1 w związku z art. 510 ust. 1 SR*, argumentuje za posiadaniem elementu animus, tamże, Rz 6; na co należy się zgodzić, przy czym należy zauważyć, że art. 510 ust. 1 SR odnosi się do pozycji właściciela (która charakteryzuje się nie tylko siłą oddziaływania, ale także siłą wykluczenia erga omnes - patrz *Zwycięzca w: Rummel/Lukas*, ABGB, 4th ed. Auflage, § 354 ABGB, Rz 1) i odnosi się tym samym do osoby, do której dana sprawa prawnie należy. Nie musi to oznaczać elementu testamentu, ponieważ art. 509 ust. 1 SR przewiduje domniemanie prawne, że za właściciela pojazdu uważa się również jego właściciela. Składnik testamentu jest jednak wyraźnie wymieniony w art. 501 ust. 2 SR (nawet jeśli nie wynika to z doktryny szwajcarskiej, ale opiera się na umowie woli w rozumieniu umowy o posiadanie - patrz *Stark/Lindenmann* w *Berner Kommentar*, art. 922 ZGB, N 40 f i N 65 ff). Z tego jednak można wywnioskować na poparcie elementu woli, że posiadanie jest nabywane dopiero po przekazaniu korpusu i rezygnacji przez poprzedniego właściciela z animus rem sibi habendi (a w konsekwencji taka wola jest ustalana przez odbiorcę). Art. 514 SR odnosi się również do woli posiadania.

2.3 Funkcja prezentacji lub ochrony ruchu drogowego

Funkcja prezentacji wynika z § 74 ust. 1 Końcowego Oddziału PGR. W 36
związku z tym dłużnik zobowiązany do złożenia zabezpieczenia jest
zobowiązany do wykonania go tylko za okazaniem i dostarczeniem
zabezpieczenia. Jeżeli ktoś chce dochodzić prawa wynikającego z zabez-
pieczenia bez przedstawienia zabezpieczenia, dłużnik musi odmówić
jego wykonania.⁷⁴

Papiery wartościowe traktowane są w kategoriach prawa majątkowego 37
- *prawo na papierze podąża za prawem na papierze*.⁷⁵ Przeniesienie pa-
papierów wartościowych na okaziciela jest więc, w związku z art. 501 SR
w związku z § 75 ust. 2 Końcowego Oddziału PGR, co do zasady
skutecznie dokonane poprzez przeniesienie dokumentu. Jednakże pa-
pieriery wartościowe na okaziciela, podobnie jak inne rodzaje papierów
wartościowych, mogą być przenoszone na rzecz PGR zgodnie z § 75
ust. 1 Końcowego Oddziału PGR w drodze pisemnej umowy i przeka-
zania zabezpieczenia. Właściciel zabezpieczenia podlega wzruszaln-
nemu prawnie domniemaniu, że jest on również prawowitym własci-
cielem. Funkcja ochrony transakcji opiera się na art. 172 ust. 2 SR i
chroni uczciwego nabywcę zabezpieczenia w jego posiadaniu. Chroni
to lub gwarantuje zbywalność papierów wartościowych, ponieważ
środki obrony przed działającym w dobrej wierze nabywcą papieru
wartościowego są ograniczone; działający w dobrej wierze nabywca
nie może zatem wykazać zbywalności papieru wartościowego. W
przypadku sekurytyzowanych papierów wartościowych na okaziciela,

⁷⁴ *Kuhn* w CHK - Hand commentary on Swiss private law, Art. 966 OR, N 3.

⁷⁵ *Frick*, The types of shares under Liechtenstein company law, s. 97.

to ograniczenie funkcji obronnych lub ochrony rynku wynika dodatkowo z art. 514 SR, który wyraźnie stanowi, że papiery wartościowe na okaziciela, które zostały utracone na rzecz właściciela wbrew jego woli,⁷⁶ nie mogą być kwestionowane przez osobę, która nabyła je lub otrzymała w dobrej wierze.⁷⁷

- 38 W przypadku dokumentów zamówienia ochrona ruchu drogowego jest również szczegółowo uregulowana w § 88 Końcowego Oddziału PGR. Przepis ten odpowiada art. 1146 chOR, a jego treść jest identyczna z § 96 ust. 1 Końcowego Oddziału PGR (rozporządzenie w sprawie instrumentów na okaziciela), który odpowiada art. 979 chOR. Przepis ten ma na celu ochronę rynku, ponieważ dłużnik może podnosić środki obrony przed działającym w dobrej wierze odbiorcą, które opierają się na treści i⁷⁸ ważnym statusie zabezpieczenia lub które dłużnik jest uprawniony podnieść bezpośrednio przeciwko posiadaczowi zabezpieczenia.⁷⁹

2.4 Funkcja transportowa

- 39 Funkcja transportowa papierów wartościowych oznacza, jak sama nazwa wskazuje, że zabezpieczone prawa mogą być przenoszone po

⁷⁶ To miejsce prawa własności oznacza również element woli posiadania; zob. FN 73.

⁷⁷ *Frick*, The types of shares under Liechtenstein company law, S 97 mwN.

⁷⁸ Art. 1146 chOR posługuje się sformułowaniem "lub przepisem" w sensie prawnym, co prawdopodobnie ma również sens dla prawa Liechtensteinu, ponieważ niezrozumiałe byłoby, gdyby zastrzeżenia co do treści i/lub ważności aktu mogły być zgłaszane tylko wtedy, gdyby dotyczyły istnienia i treści aktu.

⁷⁹ *Kuhn* w CHK - Hand commentary on Swiss private law, Art. 1146 OR, N 1.

prostu poprzez przeniesienie - ewentualnie potwierdzonego - świadectwa papierów wartościowych.⁸⁰ Funkcja transportowa wywodzi się również z art. 73 ust. 1 Końcowego Działu PGR, zgodnie z którym prawa zawarte w akcie mogą być przeniesione tylko poprzez przeniesienie aktu.⁸¹

2.5 Wniosek w sprawie funkcji wynikających z prawa papierów wartościowych i ich zastosowania do zdematerializowanych papierów wartościowych w ramach TVTG i PGR nowy

W przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych funkcję 40 transportową zastępuje się wpisem do zdematerializowanego rejestru papierów wartościowych poprzez przekazanie świadectwa depozytowego zgodnie z TVTG.⁸²

Ponadto zdematerializowane papiery wartościowe pełnią taką samą 41 funkcję jak papiery wartościowe zgodnie z § 81a Działu Końcowego PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93 (LGBl 2019.304). Oznacza to, że prawa wstępu do książki mają również funkcję immanentnej ochrony ruchu i że musi istnieć możliwość nabycia w dobrej wierze praw wstępu do książki nowo wprowadzonych do PGR za pośrednictwem TVTG. *"Jeżeli przeniesienie niesekurytyzowanych dłużnych papierów wartościowych nie ma podstawy prawnej*

⁸⁰ BuA 2019/54, S 110 i S 165.

⁸¹ Patrz również *Kuhn* w CHK - Hand Commentary on Swiss Private Law, Art. 965 OR, N 15.

⁸² § 81a ust. 4 ostatniego akapitu PGR w brzmieniu nadanym przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/54; zob. *Jung*, Die Aktie als Effekte in Zürcher Kommentar, art. 622 OR, N 135.

porównywalnej do podstawy własności, ma to miejsce w przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych w formie zapisu w rejestrze praw poboru, który stanowi prawo zapisu księgowego, pod warunkiem, że Spółka zapewni rzetelną aktualizację [...] rejestru praw poboru i wyda odpowiedniemu wierzycielowi zaświadczenie o niepublicznym wpisie.⁸³ O tym, że reżim prawa własności ma zastosowanie również do zdematerializowanych papierów wartościowych, świadczą materiały legislacyjne TVTG, które dotyczą również pozytywnie wprowadzonych zdematerializowanych papierów wartościowych zgodnie z PGR.⁸⁴ W przeciwieństwie do tego, zasada abstrakcji ma zastosowanie tylko do symbolicznych praw wstępu do książek na podstawie TVTG, podczas gdy zasada przyczynowości nadal ma zastosowanie do praw wstępu do książek na podstawie PGR.⁸⁵ Tak więc, jeśli efektywna obowiązkowa transakcja nie dojdzie do skutku lub zostanie następnie anulowana, tokenizowane

⁸³ Jung, The share as effects in Zurich Commentary, Art. 622 OR, N 136 f.

⁸⁴ BuA 2019/54, s. 110 f - "Zgodnie z definicją prawną w § 81a ust. 1 SchlT PGR, zdematerializowane papiery wartościowe są "prawami o takiej samej funkcji jak papiery wartościowe". Korzystają one z funkcji transportowej, legitymizacyjnej i wyzwalającej, a także z funkcji ochrony ruchu drogowego ("nabycie w dobrej wierze prawa zgodnie z zasadami prawa własności") lub ograniczenia obronności. Funkcje te opierają się na konstytucyjnym wpisie do rejestru zdematerializowanych papierów wartościowych i, zdaniem ustawodawcy, istnieje funkcjonalna równoważność między papierami wartościowymi a zdematerializowanymi papierami wartościowymi. "Ta równoważność funkcji uzasadnia nieograniczoną równoważność zdematerializowanych papierów wartościowych z papierami wartościowymi zgodnie z § 81a SchlT PGR. (BuA 2019/54, s. 111)

⁸⁵ "Ze względu na ostateczność transakcji w systemach opartych na godnych zaufania technologiach, takich jak łańcuch blokowy, TVTG odchodzi od zasady przyczynowości obowiązującej w prawie cywilnym Liechtensteinu do zasady abstrakcji w odniesieniu do tego porządku. (BuA 2019/54, s. 126); "Niezmienność transmisji w systemach VT sugeruje, że w przypadku dyspozycji symbolicznych należy przyjąć zasadę abstrakcji" (BuA 2019/54, s. 69).

prawa dostępu do książki zgodnie z TVTG muszą zostać odwrócone zgodnie z prawem o wzbogacaniu, podczas gdy prawa dostępu do książki mogą być ponownie indeksowane zgodnie z PGR.⁸⁶

Wreszcie, w odniesieniu do praw do zapisu księgowego PGR, funkcja 42 legitymizacji i wyzwolenia jest obecnie również związana z wpisem do rejestru praw do zapisu księgowego.

3. Tokeny jako zdematerializowane papiery wartościowe de lege lata?

W niniejszym rozdziale tokeny są traktowane jako zdematerializowane 43 papiery wartościowe zgodnie ze stanem prawnym sprzed wejścia w życie TVTG. Jeśli prawa, takie jak członkostwo lub prawa do roszczeń, są reprezentowane w żetonie, nie jest wydawane żadne zabezpieczenie, ponieważ żeton nie jest dokumentem fizycznym.⁸⁷ Z drugiej strony, oznacza to, że takie prawa - reprezentowane w żetonie - są przechowywane w księgach. Jest to zgodne z art. 150 ust. 1 PGR w związku z art. 149 ust. 3 PGR i art. 267 ust. 1 PGR. Art. 150 ust. 1 PGR stanowi, że papiery wartościowe mogą być emitowane w ramach członkostwa tylko wtedy, gdy jest to wyraźnie przewidziane prawem, co musi skutkować argumentem e contrario, że żadne papiery wartościowe nie mogą być w ogóle emitowane, jeżeli nie jest to dozwolone przez prawo. Nawet jeśli tak jest, musi istnieć możliwość przechowywania papierów wartościowych wyłącznie w formie zdematerializowanej, tzn. jako papiery wartościowe niecertyfikowane. Również w związku z art. 149 ust. 3 PGR wynika, że jeżeli nie zostały

⁸⁶ Więcej szczegółów w rozdziale I.4.

⁸⁷ Zob. uwagi wstępne dotyczące pojęcia praw własności w rozdziale I.1.

wyemitowane żadne papiery wartościowe, przeniesienie udziałów członkowskich lub ustanowienie do nich ograniczonych praw rzeczowych może nastąpić w drodze pisemnej umowy. Przepisy ustawy o spółkach akcyjnych stanowią również, że świadectwa udziałowe mogą być wydawane jedynie wtedy, gdy umowa spółki nie stanowi inaczej.⁸⁸ W związku z tym, techniczne przedstawienie w formie żetonu nie może być szkodliwe dla księgowania praw do akcji.

- 44 Poza wyżej wymienionymi odrębnymi przepisami, przepisy prawa papierów wartościowych znajdują się w ogólnych przepisach PGR oraz przepisach szczególnych, takich jak przepisy prawa spółek akcyjnych, w szczególności w ostatnim rozdziale PGR.⁸⁹ To, czy świadectwa udziałowe mają być wydawane akcjonariuszom spółki akcyjnej, ma być uregulowane w umowie spółki zgodnie z art. 267 ust. 1 PGR; w standardowym przypadku mają być wydawane papiery wartościowe.⁹⁰ Regulamin, zgodnie z którym tytuł udziałowy musi być podpisany przez członka zarządu, może być stosowany tylko wtedy, gdy zostały wydane zaświadczenia i nie zostało to uchylone w umowie spółki.⁹¹

⁸⁸ Artykuł 267 ust. 1 PGR.

⁸⁹ § Paragraf 73 i następne Działu Końcowego PGR.

⁹⁰ *"Obowiązek wydania świadectwa depozytowego (świadectwa depozytowego, świadectwa depozytowego, tytułu prawnego do akcji) dotyczy spółki tylko wtedy, gdy umowa spółki nie stanowi inaczej.*

⁹¹ Artykuł 267 ust. 3 PGR.

Wraz z PGR z 1926 r. ustawodawca z Liechtensteinu kierował się pracami przygotowawczymi ⁹²*Hubera dotyczącymi* rewizji szwajcarskiego kodeksu zobowiązań,⁹³ dlatego też może on służyć jako podstawa do jego przyjęcia, należy jednak wziąć pod uwagę, że projekt rewizji został następnie zrewidowany w Szwajcarii i wszedł w życie dopiero w 1937 r.⁹⁴ Jeśli porównać szwajcarskie prawo spółek w art. 620 i nast. LUB, brakuje podobnej regulacji dotyczącej wydawania świadectw udziałowych, jak w art. 267 PGR. Niektóre przepisy szwajcarskiego kodeksu obowiązków wyraźnie odnoszą się raczej do istnienia tytułów własności akcji jako fizycznych świadectw udziałowych lub papierów wartościowych. W celu⁹⁵ realizacji zdematerializowanych papierów wartościowych Szwajcaria przyjęła ustawę o zdematerializowanych papierach wartościowych (ang. Book Entry Securities Act).⁹⁶

⁹² Prof. dr *Eugen Huber*, prawnik i twórca szwajcarskiego kodeksu cywilnego (ZGB), 1849-1923; <http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919ack-url=auto>.

⁹³ *Frick* in 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für *Delle Karth*, 2013, The More recent Development of Liechtenstein Company Law in the Light of EEA Membership, S 193 (S 196).

⁹⁴ Por. *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, s. 19 (Rz 55).

⁹⁵ Por. np. art. 622 ust. 5 i art. 686 ust. 3 LUB; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, szwajcarskie prawo spółek, § 43 N 2 mwN.

⁹⁶ BEG, AS 2009 3577, obowiązujące od dnia 1.10.2009 r. Takich zdematerializowanych papierów wartościowych lub zdematerializowanych papierów wartościowych nie należy mylić ze zbywalnymi papierami wartościowymi typu giro zgodnie z art. 392 ff SR, które stanowią zabezpieczenie finansowe zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. g) dyrektywy 2002/47/WE w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2002/47/oj>. Patrz również art. 392 ust. 1 rys. 7 SR.

46 Jednak nawet jeśli prawo tylko w Liechtensteinie, a nie w Szwajcarii, przewiduje możliwość odstąpienia od wydawania świadectw udziałowych lub możliwość odstąpienia od nich w umowie spółki, w praktyce szwajcarskiej uznaje się również odstąpienie od wydawania świadectw udziałowych, przynajmniej w odniesieniu do "małych" spółek akcyjnych lub spółek jednoosobowych⁹⁷; zgodnie ze szwajcarską dogmatyką, akcjonariuszowi nie przysługuje również roszczenie o wydanie świadectwa udziałowego.⁹⁸

⁹⁷ Por. w sprawie dopuszczalności jednoosobowej spółki *Schopper/Walch*, Die Reform der liechtensteinischen GmbH, LJZ 2017/01, s. 1 (3); zob. również BuA 1998/153, 178; *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, s. 187 f (Rz 458, FN 713): "Do czasu zmiany PGR z LGBL 1980/039 w 1980 r., możliwe było tworzenie i zarządzanie spółkami akcyjnymi i prywatnymi spółkami z ograniczoną odpowiedzialnością w formie spółki jednoosobowej zgodnie z art. 637 PGR. Jednakże przepis ten został uchylony i przynajmniej utworzenie spółki akcyjnej nie może być już przeprowadzone przez jedną osobę (por. art. 281 i 288 PGR), ale może być zarządzane przez jedną osobę. Dopiero po zmianie PGR LGBL 2000/279 w 2000 r. możliwe stało się ponowne utworzenie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością przez jednego współnika (art. 389 PGR). Odpowiadało to wdrożeniu dyrektywy w sprawie spółek jednego państwa członkowskiego (art. 2 12 dyrektywy UE w sprawie spółek 89/667/EWG), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/1989/667/oj>, zastąpionej dyrektywą 2009/102/WE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/102/oj>."

⁹⁸ OGH to 09 C 271/98-201 z 03.03.2005, LES 2006, 161, wytyczna d: "AG jest zobowiązana do wydania świadectwa udziałowego tylko wtedy, gdy umowa spółki nie zawiera żadnych innych postanowień. Powszechną praktyką w Liechtensteinie jest nie emitowanie akcji w przypadku tak zwanych "Strohmännformgründungen" lub spółek jednoosobowych. [...] Prawa do akcji spółki akcyjnej mogą być co do zasady przenoszone tylko zgodnie z zasadami dotyczącymi przenoszenia"; *Frick*, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, str. 80 f; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht, § 43 N 2 i nast.

Również w Liechtensteinie PGR nie daje akcjonariuszowi prawa do wydania świadectwa udziałowego. W odniesieniu do akcji na okaziciela istnieje obowiązek ustanowienia powiernika, który prowadzi rejestr akcjonariuszy na okaziciela.⁹⁹ W odniesieniu do akcji imiennych spółka sama zobowiązana jest do prowadzenia rejestru akcji.¹⁰⁰ Prowadzenie księgi akcyjnej jest przewidziane przez prawo jako działalność zarządu w przeciwieństwie do prowadzenia księgi akcyjnej i w związku z tym może odpowiadać za tę działalność na podstawie odpowiedzialności zarządu wobec Spółki zgodnie z art. 218 i nast.¹⁰¹

Jak już wspomniano, PGR przewiduje, że¹⁰² papiery wartościowe mogą być emitowane w ramach członkostwa tylko wtedy, gdy jest to wyraźnie dozwolone w szczególnych przepisach PGR. Jeżeli sekurytyzacje są emitowane niezgodnie z takim przepisem, są one nieważne w świetle prawa papierów wartościowych. W związku z tym, w odniesieniu do praw założyciela¹⁰³ osoby prawnej, zaświadczenia o cesji uznawane są¹⁰⁴ jedynie za dokumenty dowodowe. Jest to jednak możliwe,

⁹⁹ Art. 326c PGR. Jeżeli dokumenty zostały wydane, muszą być również zdeponowane u depozytariusza zgodnie z art. 326a ust. 1 PGR.

¹⁰⁰ Gatunek 328 PGR

¹⁰¹ Art. 326b ust. 4 PGR; por. również ust. 66d i ust. 66e Końcowego Wydziału ds. Przekazanie zarządzania rejestrem akcji stanowi przekazanie lub powierzenie zadań w zakresie zarządzania w rozumieniu art. 348 PGR, a za kurację in eligendo, instruendo i custodiendo - por. *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorgans in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 163 ff (Rz 396 ff); zob. także rozdział I.3.1.

¹⁰² Artykuł 150 ust. 1 PGR.

¹⁰³ Zgodnie z art. 543 ust. 1 PGR, posiadacze praw założycielskich zakładu stanowią jego najwyższy organ.

¹⁰⁴ Instytucje prawa prywatnego zgodnie z art. 534 PGR.

pod warunkiem że umowa spółki przewiduje podział funduszu założycielskiego instytucji o strukturze korporacyjnej na akcje i te świadectwa udziałowe są emitowane jako papiery wartościowe obok praw założyciela.¹⁰⁵ W związku z tym, jeżeli zezwala na to prawo, statut może przewidywać emisję papierów wartościowych na zasadzie członkostwa; w przeciwnym razie nie można emitować akcji w ramach sekurytyzacji.

- 49 Chociaż świadectwa udziałowe wystawione zgodnie ze statutem spółki muszą być traktowane jako papiery wartościowe¹⁰⁶, nie dotyczy to emisji świadectw udziałowych w spółce a GmbH. Świadectwa udziałowe mogą być wystawiane również dla praw członkowskich w spółce z o.o., ale są one traktowane jako zwykłe dokumenty dowodowe, chyba że umowa spółki wyraźnie stanowi, że mają one być traktowane jako papiery wartościowe.¹⁰⁷ Takie zaświadczenia o dowodach podlegają swobodnej sądowej ocenie dowodów w sprawie, która jest przedmiotem sporu.¹⁰⁸

¹⁰⁵ Por. art. 540 ust. 4 PGR.

¹⁰⁶ Por. art. 267 ust. 1 PGR, art. 268 ust. 4 PGR i art. 262 ust. 4 PGR.

¹⁰⁷ Artykuł 401 ust. 3 PGR.

¹⁰⁸ Art. 272 ZPO; ogólnie rzecz biorąc, w związku z prawem wstępu do ksiąg i oceną sądową, należy również odwołać się do art. 1 ust. 3 PGR, który brzmi następująco: *"Jeżeli przepisu nie można wyprowadzić z prawa, sędzia orzeka zgodnie z prawem zwyczajowym, a jeżeli takiego przepisu nie ma, zgodnie z zasadą, którą ustanowiłby jako ustawodawca (ustalenie sprawiedliwości)"*. Nawet jeśli ta wyjątkowość Liechtensteinu wydaje się problematyczna pod względem podziału władzy, sędzia może w zasadzie decydować o znalezieniu sprawiedliwości zgodnie z zasadą, którą ustanowiłby jako prawodawca.

Oznacza to, że zgodnie z prawem spółek Liechtensteinu obowiązek emisji papierów wartościowych nie może wynikać ani ze szczególnych 50 przepisów, takich jak przepisy odnoszące się do prawa spółek akcyjnych, ani z przepisów ogólnych, które mają zastosowanie do osób prawnych w ogóle; taki obowiązek można ustanowić w umowie spółki.

Zgodnie ze szwajcarskim prawem spółek, jeżeli istnieją papiery wartościowe niecertyfikowane, akcjonariusz ma jednak prawo do uzyskania zaświadczenia o prawie do rozporządzania przekazanymi mu papierami wartościowymi.¹⁰⁹ To prawo do wydawania takich zaświadczeń o zdematerializowanym członkostwie i prawach do roszczeń jest również ważne na mocy prawa Liechtensteinu.¹¹⁰ Liechtenstein zawsze znał pełną dematerializację za pośrednictwem PGR, co oznacza, że papiery wartościowe są przedmiotem obrotu bez żadnych elementów. Consequently, the Liechtenstein legal system does not necessarily rely on the bundling of individual effective securities by means of makehift authentication constructs, such as the issuance of a global or collective deed - although such a structure would also be possible.¹¹¹ 51

Chociaż w sprawozdaniu z konsultacji w sprawie TVTG¹¹² błędnie 52 założono, że w Liechtensteinie nie istnieją papiery wartościowe w

¹⁰⁹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, szwajcarskie prawo spółek, §43 N 4, N 17 i N 59.

¹¹⁰ Por. kwity depozytowe w formie dokumentów potwierdzających zgodnie z art. 326c ust. 6 PGR; por. również rozdział I.3.1.

¹¹¹ Por. w sprawie odpowiedniej szwajcarskiej sytuacji prawnej *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Swiss Stock Corporation Law, §43 N 59 i nast.

¹¹² W tym czasie jeszcze "VTG".

formie zapisu księgowego i zostały one wprowadzone do systemu prawnego Liechtensteinu dopiero wraz z TVTG¹¹³, pogląd ten został zmieniony i poprawiony w sprawozdaniu i wniosku w sprawie TVTG.¹¹⁴ Oprócz PGR, w szczególności prawo podatkowe Liechtensteinu zna również zdematerializowane papiery wartościowe i zdematerializowane papiery wartościowe. Już w¹¹⁵ 1975 r. Trybunał Państwowy stwierdził również, że na przykład prawa założyciela (prawa prywatnego) zakładu są uznawane za papiery wartościowe niecertyfikowane zgodnie z prawem Liechtensteinu, *"pod warunkiem że zawierają aktywa i nie mają charakteru papierów wartościowych"*.¹¹⁶

- 53 The legal form of the (private-law) establishment introduced with the entry into force of the PGR in 1926 may also be the reason why Liechtenstein has been familiar with book-entry securities for almost 100 years now, since, as explained above, the shares of the establishment are only legally regarded as securities if this is explicitly provided for in the statute. W przeciwnym razie¹¹⁷ muszą one być traktowane jako

¹¹³ VnB rządu w sprawie utworzenia ustawy o systemach transakcyjnych opartych na wiarygodnych technologiach (ustawa o łańcuchu blokowym; ustawa o VT; VTG) z dnia 28 sierpnia 2018 r., s. 7, 81 i 132 ff - *"W celu umożliwienia umieszczenia papierów wartościowych w tokenie w systemie VT i przenoszenia ich tam bez objazdu za pomocą certyfikatu fizycznego, do prawa Liechtensteinu wprowadza się postać prawną prawa o zdematerializowanych papierach wartościowych i jednocześnie tworzy się interfejs między prawem papierów wartościowych a ustawą o VT"*. (S 81).

¹¹⁴ BuA 2019/54, s. 108 ff - *"Należy również zauważyć, że postać prawna prawa wartości nie jest nowa dla prawa Liechtensteinu"*. (S 109).

¹¹⁵ Por. art. 12 ust. 1 lit. d SteG - *"Papiery wartościowe, które nie są notowane na giełdzie, jak również prawa i wierzytelności, które nie są zabezpieczone papierami wartościowymi [...] należy wyceniać według wartości rynkowej [...]"*.

¹¹⁶ StGH 1975/002 z 29.04.1975, ELG 1973, 381.

¹¹⁷ Art. 540 ust. 4 PGR; por. nota wyjaśniająca 48.

zdematerializowane papiery wartościowe lub prawa majątkowe¹¹⁸ reprezentujące prawo członkostwa lub prawo do roszczenia. Na publicznej sesji parlamentu Liechtensteinu w dniach 25/26/27 października 2000 r., dotyczącej zmiany PGR, stwierdzono również, że w przypadku braku ścisłego numerus clausus w prawie papierów wartościowych Liechtensteinu, możliwe jest wyemitowanie ustawowych lub umownych papierów wartościowych niecertyfikowanych.¹¹⁹

Furthermore, the statement that *"Liechtenstein securities law, irrespective of the possibility of issuing uncertificated securities, has been relatively strongly influenced by the idea of linking a right with a physical information carrier (deed) since the original version of the PGR in 1926 (see Section 73 (1) Final Division of the PGR)"* must¹²⁰ be critically assessed, since Frick stated as early as 1980 that *"the majority of the stock corporations registered in Liechtenstein refrain from issuing shares [...]."*¹²¹ nawet jeśli w szczególności emisja papierów wartościowych lub akcji, jak już wyjaśniono w tym rozdziale, jest standardową procedurą dla PGR. Inne źródła wskazują jednak również na znajomość systemu prawnego Liechtensteinu w zakresie zdematerializowanych papierów wartościowych, takich jak

¹¹⁸ Por. tytuł faktyczny - "prawo własności" - art. 304f PGR, który odnosi się do świadectw udziałowych, które reprezentują akcje bez prawa głosu i które w swojej konkretnej formie ujednolicenia opierają się na prawie szwajcarskim - zob. *Binder/Vetter, Der Partizipationsschein - eine Auslegung in Lorandi/Staehelin* (Hrsg), *Innovatives Recht, FS für Ivo Schwander*, s. 275 (s. 278 i nast.).

¹¹⁹ LTP z 26.10.2000, zmiana PGR (nr 153/1988, sprawozdanie Komisji i zmieniony projekt ustawy z dnia 18 września 2000 r.), drugie czytanie, S 1991 (zwłaszcza *Wolff i Frommelt* w sprawie art. 304f PGR).

¹²⁰ BuA 2019/54, s. 108.

¹²¹ *Frick, The types of shares under Liechtenstein company law*, p 80 f.

art. 1a ust. 2 lit. b) BankV, który w odniesieniu do wyjątku od pojęcia depozytów odnosi się do *obligacji lub innych obligacji standardowych i masowo emitowanych lub praw niecertyfikowanych pełniących tę samą funkcję*. Tym samym ustawodawca wyraźnie zakłada, że prawa sekurytyzowane, tj. papiery wartościowe pełniące tę samą funkcję, mogą być również emitowane bez certyfikacji, tj. jako prawa niecertyfikowane.¹²²

- 55 Należy zauważyć, że co do zasady nie jest możliwe nabycie wierzytelności w dobrej wierze, z wyjątkiem fikcyjnej cesji¹²³, hipoteki właściciela na należność lub sekurytyzacji w papierach wartościowych (wierzytelności sekurytyzowane). Oznacza to, że prawa sekurytyzowane, tj. papiery wartościowe, mogą być nabywane w dobrej wierze, w przeciwieństwie do praw niecertyfikowanych lub zdematerializowanych papierów wartościowych, tj. zdematerializowanych papierów wartościowych. Ponieważ TVTG stosuje odpowiednio przepisy prawa własności, tworzy się system, w ramach którego nabycie zdematerializowanych papierów wartościowych - czasami w formie symbolicznej¹²⁴ - jest również objęte ochroną w dobrej wierze.

¹²² Ze względu na błąd redakcyjny wyżej wymieniony organ prawny nadal odwołuje się do WPPG zamiast do rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego 2017/1129 lub WPPDG EOG; nota bene dla oceny ostrożnościowej jako zbywalnego papieru wartościowego, a tym samym jako instrumentu finansowego, nie jest istotne, że jest to dokument fizyczny.

¹²³ § Paragraf 916 ust. 2 ABGB.

¹²⁴ Przy analogicznym zastosowaniu przepisów prawa rzeczowego należy zawsze wcześniej sprawdzić, jakie prawa są reprezentowane w żetonie. W szczególności trzeba będzie zadać pytanie, czy stanowią one prawa do

W szczególności w związku z żetonami, które reprezentują prawo własności niektórych pojazdów, należy zauważyć, że nie stanowią one dokumentów towarowych zgodnie z art. 504 ust. 2 SR ze względu na brak uwierzytelnienia. Art. 7 ust. 1 TVTG w brzmieniu zmienionym przez BuA 2019/93 (LGBI 2019.301) został analogicznie wzorowany na przepisie art. 504 ust. 1 SR, a zbycie żetonu skutkuje również zbyciem prawa reprezentowanego przez żeton. Art. 7 ust. 2 TVTG w brzmieniu zmienionym przez BuA 2019/93 stanowi, że osoba zobowiązana do dysponowania tokenem musi zapewnić, aby dysponowanie tokenem miało również wpływ na dysponowanie prawem reprezentowanym w żetonie i aby nie dochodziło do konkurencyjnego dysponowania prawem reprezentowanym w żetonie; w związku z tym powinno istnieć podobieństwo prawne pomiędzy dysponowaniem tokenem a dysponowaniem prawami reprezentowanymi w żetonie.

56

Ponieważ jednak przepisy prawa materialnego są stosowane w sposób odpowiedni pod względem funkcjonalnym w interpretacji TVTG, przepis ten stosuje się również do rozporządzania żetonami w przypadku braku wyraźnego przepisu przeciwnego, który stanowiłby odstępstwo od art. 504 ust. 2 SR. Oznacza to, że działający w dobrej wierze odbiorca zagrożenia ma pierwszeństwo przed działającym w

57

wartości. Nie wszystkie żetony muszą koniecznie być zdematerializowanymi papierami wartościowymi w rozumieniu § 81a Działu Końcowego PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93; tylko zdematerializowane papiery wartościowe wpisane do rejestru zdematerializowanych papierów wartościowych - ale nie wszystkie wierzytelności - są traktowane przez TVTG w taki sam sposób jak papiery wartościowe, dlatego też analogicznie stosuje się przepisy prawa własności.

dobrej wierze odbiorcą prawa do wejścia do książki lub "prawa towarowego" - które zgodnie ze stwierdzeniami TVTG w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/54 jest zasadniczo utożsamiane z zabezpieczeniem lub instrumentem towarowym w rozumieniu funkcjonalnie właściwego stosowania przepisów prawa własności.¹²⁵ Proces ten - określany również przez rząd jako synchronizacja - w art. 7 ust. 2 TVTG w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93 i wynikające z niego obowiązki dotyczą wyłącznie strony zobowiązanej do dysponowania żetonem, ale nie mówią nic o nabyciu w dobrej wierze praw do przedmiotu reprezentowanego żetonem przez osobę trzecią; osoba, która prawomocnie nabyła prawo do rozporządzania tokenem w drodze czynności prawnej, ale nie prawa reprezentowane w tokenie (np. do przedmiotu), będzie mogła dochodzić roszczeń odszkodowawczych od dłużników z tytułu niewykonania lub odstąpić od umowy.

- 58 Rezultat wydaje się zadowalający, ponieważ system zdematerializowanych papierów wartościowych, które są reprezentowane w formie żetonu, został wzorowany na systemie papierów wartościowych i rozszerzono na nie również ochronę zapewnianą przez prawo własności, w analogicznym zastosowaniu. Wydaje się jednak, że regulacja ta ma zastosowanie jedynie do zdematerializowanych papierów wartościowych w formie żetonów według TVTG w wersji zmienionej przez BuA 2019/93 i traktowałyby klasycznie zdematerializowane papiery wartościowe bez technicznej implementacji w formie żetonu w sposób nierównomierny, a tym samym niekorzystny. Wyjaśnienie na

¹²⁵ Zob. BuA 2019/54, s. 204 f.

poziomie ustawowym, że przepisy prawa rzeczowego mają być stosowane w odpowiedni sposób funkcjonalnie również w odniesieniu do zwykłych zdematerializowanych papierów wartościowych - w rozumieniu cywilnych lub korporacyjnych zdematerializowanych papierów wartościowych, takich jak roszczenia, prawa do członkostwa lub współwłasności i prawa majątkowe - wynika jednak z § 81a ust. 1 i 4 w związku z § 81a ust. 5 Końcowego Działu PGR w brzmieniu zmienionym przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93, przy uwzględnieniu odpowiedniego materiału legislacyjnego. Stanowi ona, że niecertyfikowane papiery wartościowe o tej samej *funkcji* co papiery wartościowe mogą być emitowane lub istniejące papiery wartościowe mogą być zastąpione niecertyfikowanymi papierami wartościowymi o tej samej funkcji, pod warunkiem że jest to zgodne z dokumentami umowy spółki i warunkami emisji. Ponadto niecertyfikowane papiery wartościowe zarejestrowane w rejestrze praw poboru mogą być nabywane w dobrej wierze, co sugeruje, że reżim stworzony w TVTG powinien być stosowany analogicznie do niecertyfikowanych papierów wartościowych w odniesieniu do niecertyfikowanych papierów wartościowych niereprezentowanych w formie żetonów; odgraniczenie niecertyfikowanych papierów wartościowych od zwykłych wierzytelności¹²⁶ jest zatem dokonywane przez specjalnie wprowadzony rejestr praw poboru w formie zapisów księgowych, który może być również prowadzony w sposób elektroniczny i zdecentralizowany oraz może być łączony z innymi rejestrami, takimi jak rejestr akcji lub rejestr akcji w jednym rejestrze. Przeniesienie zdematerializowanych

¹²⁶ Zob. rozdział I.3. dotyczący klauzuli o papierach wartościowych.

papierów wartościowych może nastąpić jedynie poprzez aktualizację wpisu w rejestrze zdematerializowanych papierów wartościowych.¹²⁷

- 59 Zanim TVTG weszła w życie, możliwe było zatem jedynie nabycie papierów wartościowych w dobrej wierze, a nie papierów wartościowych zdematerializowanych. Jednakże ze względu na wprowadzenie zasady abstrakcji dla rozporządzeń symbolicznych,¹²⁸ pozostaje faktem, że nawet w przypadku wygasłej transakcji zaangażowania, transakcja rozrządzenia pozostaje skuteczna i musi być rozliczona tylko zgodnie z prawem o wzbogaceniu¹²⁹ - tak jak to miało miejsce w przeszłości w

¹²⁷ § 81a ust. 1 i 4 w związku z § 81a ust. 5 Działu Końcowego PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/54; Federalny Dziennik Ustaw 2019/54, s. 313 i nast.

¹²⁸ BuA 2019/54, s. 69.

¹²⁹ Por. BuA 2019/54, s. 191; zasada abstrakcji mająca zastosowanie do regulacji dotyczących nadawania zgodnie z TVTG może mieć skuteczny skutek tylko wtedy, gdy żeton stanowi rzecz w rozumieniu prawa własności, "res digitalis" - czego nie należy zakładać (por. rozdział I.1) - lub analogicznie stosuje się również reżim prawa własności, jak ogólnie stwierdzono w TVTG. W tym przypadku można by wskazać na brak korzeni; jednak ze względu na zasadę abstrakcji doprowadziłoby to jedynie do odwrócenia prawa o bezpodstawnym wzbogaceniu (por. rozdział I.4). Wydaje się to surowe, ponieważ system VT jest tak samo ostateczny jak podstawowy system bankowy, a ze względu na brak rzeczywistego statusu, transakcje muszą być przetwarzane zgodnie z prawem o wzbogacaniu, a nie z prawem własności, jeżeli w transakcji zobowiązaniowej występują braki lub jeżeli nie została ona skutecznie zakończona. Wydaje się, że nota bene została wymieszana w VnB rządu w sprawie utworzenia ustawy o systemach transakcyjnych opartych na godnych zaufania technologiach (prawo Blockchain; prawo VT; VTG) z 28.08.2018, s. 57 f, roszczenia z tytułu wzbogacenia i prawa własności. Przedmiot sprzedaży może podlegać wyznaczeniu na podstawie prawa własności, podczas gdy cena nabycia może być jedynie nadana (por. również skutek na podstawie prawa

przypadku wierzytelności, ponieważ nigdy nie jest możliwe wykorzystanie obligacji. Ponieważ jednak zasada abstrakcji nie rozciąga się poza TVTG na specjalnie wprowadzone zdematerializowane papiery wartościowe o takiej samej funkcji jak papiery wartościowe w § 81a Końcowego Wydziału PGR w brzmieniu zmienionym przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/54, należy przyjąć, że zasada przyczynowości będzie nadal miała do nich zastosowanie i że będą one również podlegały przepisom prawa własności.¹³⁰

zobowiązań i prawa własności ex tunc w porównaniu ze skutkiem na podstawie prawa zobowiązań ex tunc oraz skutek na podstawie prawa własności ex nunc - por. również korektę w BuA 2019/54, s. 197). Rozbieżność pomiędzy nominalnym stanem prawnym a faktycznym wdrożeniem w systemie VT, jak stwierdzono w VnB zum VTG z dnia 28 sierpnia 2018 r., s. 58, wydaje się zbyt krótka w jego wdrożeniu, ponieważ ma to miejsce tylko wtedy, gdy żeton podlega również przepisom prawa materialnego. Zasada przyczynowości sama w sobie nie mówi nic o tym, czy odwrócenie ma miejsce na gruncie prawa majątkowego czy prawa wzbogacania, co niekiedy jest też głównym punktem krytyki zasady przyczynowości - por. *Honsell, Tradition und Zession - przyczynowej czy abstrakcyjnej?*, w FS *Wiegand*, s. 349 (s. 359 i 369). Interesujące wydaje się jednak, że zasada związku przyczynowego ma zastosowanie do nowo powstałych dodatnich praw wartości w PGR w wersji zmienionej przez TVTG BuA 2019/93, podczas gdy zasada abstrakcji ma zastosowanie tylko do symbolicznych praw wartości w ramach TVTG. Patrz również BuA 2019/54, str. 69 - *"Niezmienność transmisji w systemach VT sugeruje to, for disposals of tokens to be based on the principle of abstraction [...]"* - s. 197 - *"The government considers the introduction of the principle of abstraction for the TVTG to be justified [...]"* - s. 203 - *"The rei vindicatio, which can be applied in a functionally adequate manner, is broken by the principle of abstraction and a token can no longer be demanded even if the commitment transaction is defective. Transakcja zbycia pozostaje abstrakcyjna sama w sobie i bez związku przyczynowego. Tylne zakończenie może mieć miejsce tylko wzbogacenie - prawnie"*.

¹³⁰ Patrz rozdział I.3.5 i I.4.

3.1 Przekazanie praw do wartości

- 60 PGR nie przewiduje żadnych wyraźnych zasad dotyczących przeniesienia takich zdematerializowanych papierów wartościowych lub innych praw do członkostwa lub długu, które nie są sekurytyzowane. Tylko wyżej wymieniony ogólny przepis art. 149 ust. 3 PGR stanowi, że przeniesienie członkostwa, jak również ustanowienie ograniczonego prawa rzeczowego w takim członkostwie może nastąpić w drodze pisemnej umowy, o ile nie istnieje prawo pierwokupu lub wymóg uzyskania zgody osób prawnych lub członków. Jednakże przekazanie w drodze pisemnej umowy wydaje się być niezwykle utrudnione, zwłaszcza w świetle technologii łańcucha blokowego, i zniszczyłoby jej zalety.
- 61 Jednakże, art. 245 ust. 1 PGR nie może zostać utracony z powodu faktu, że wyżej wymienione ogólne przepisy PGR stanowią *lege generales*, od których odstępuje się poprzez odmienne przepisy w tytułach dotyczących korporacji, zakładów i fundacji. Prawo spółek akcyjnych przewiduje dokładnie taki przepis precyzujący w art. 322 ust. 2 PGR, który należy traktować jako *lex specialis*. Przepis ten stanowi, że pomiędzy subskrypcją akcji lub papierów wartościowych a emisją takiego aktu stosuje się ogólne przepisy kodeksu obowiązków, tj. przepisy ogólnego kodeksu cywilnego, w szczególności dotyczące cesji wierzytelności i przejęcia długu.
- 62 W związku z tym istotne są postanowienia § 1392 i nast. austriackiego kodeksu cywilnego (ABGB) dotyczące przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych. Cesja nie jest transakcją abstrakcyjną, ale wymaga ważnej transakcji bazowej (np. zakupu wierzytelności) oprócz transakcji cesji. Zgodnie z zasadą rozdziału, do

przeniesienia wymagane są zarówno tytuł, jak i tryb. Transakcja przyczynowa i transakcja zbycia są zwykle zbieżne w przypadku cesji, chociaż transakcja cesji jest zazwyczaj wolna od formy. W praktyce, "trudno sobie wyobrazić", że¹³¹że formalne zobowiązanie dotyczące transakcji bazowej jest odzwierciedlone w umowie transferu.¹³² W związku z tym, zgodnie z prawem Liechtensteinu, w oparciu o austriacką podstawę przyjęcia, cesja nie wymaga zazwyczaj formy pisemnej - ani w przypadku zobowiązania, ani w przypadku transakcji zbycia. Zgodnie z¹³³ art. 326h PGR, skuteczne jest przeniesienie przez podpis, zgodnie z którym przeniesienie akcji na okaziciela następuje przez wpisanie nowego właściciela do rejestru akcji zgodnie z art. 326c PGR.¹³⁴

¹³¹ *Heidinger w Schwimann/Kodek (hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 13.*

¹³² *Heidinger w Schwimann/Kodek (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 9 i 12 f.*

¹³³ That must be regarded as such, even taking into account the fact that the Liechtenstein Civil Code (ABGB) does not recognise assignments by means of signs under Paragraph 427 of the Austrian Civil Code (öABGB), because the provision on property law there has been repealed. Prawo własności Liechtensteinu (SR), które opiera się na prawie szwajcarskim, nie ma nic porównywalnego, ale nie można z tego wywnioskować, że cesja wymaga formy pisemnej zgodnie ze szwajcarskim art. 165 OR, ponieważ austriacka (ABGB), a nie szwajcarska (OR) podstawa prawna została otrzymana w odniesieniu do prawa zobowiązań i dlatego musi być stosowana; por. akt przeniesienia cesji *Heidinger w Schwimann/Kodek (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, pkt 18.*

¹³⁴ Por. art. 326h ust. 1 i 3 w związku z art. 326c ust. 2 PGR dotyczącym akcji na okaziciela.

Przeniesienie takie może być udokumentowane dokumentem, a właściciel akcji na okaziciela ma prawo zażądać od depozytariusza takiego kwitu depozytowego, który jest dokumentem czysto dowodowym. Wynika z¹³⁵ tego, że prawa wynikające z pozycji udziałowca lub jako posiadacza członkostwa i/lub praw do roszczeń (prawa do zapisu w księgach rachunkowych; prawa majątkowe) mogą być przenoszone w drodze cesji, a przekazanie świadectwa rzeczowego nie jest obowiązkowe. Przeniesienie lub dochodzenie praw wynikających z pozycji akcjonariusza zależy - w odniesieniu do akcji na okaziciela¹³⁶ - od wpisu do księgi akcyjnej prowadzonej przez powiernika.¹³⁷ Nawet

¹³⁵ Art. 326c ust. 6 PGR; BuA 69/2012, s. 22.

¹³⁶ Od czasu zmiany ustawy LGBl 2013/067 PGR nie uznaje już akcji na okaziciela, ponieważ nawet akcje na okaziciela powinny być rejestrowane w wyniku niewystarczającej oceny MONEYVAL Liechtensteinu, aby zapobiec praniu pieniędzy lub finansowaniu terroryzmu; por. BuA 2012/69, s. 5 f.

¹³⁷ Obowiązkiem zarządu jest powołanie depozytariusza (BuA 69/2012, s. 20). Osoby podlegające należytej staranności mogą być wyznaczane na powierników lub osoby mające miejsce zamieszkania lub pobytu w Liechtensteinie, pod warunkiem że posiadają one również rachunek w EOG na nazwisko akcjonariusza. Jeżeli spółka jest zobowiązana do powołania dyrektora zarządzającego na podstawie przepisów prawa handlowego lub dyrektora zarządzającego posiadającego specjalne uprawnienia ustawowe zgodnie z art. 180a ust. 3 PGR, wymagane jest jedynie posiadanie rachunku udziałowca na terenie EOG (art. 326b ust. 2 i 3 PGR). Podczas gdy sam zarząd jest odpowiedzialny za prowadzenie rejestru akcji imiennych, depozytariusz i prowadzący rejestr akcji na okaziciela wyraźnie nie jest traktowany jako organ z mocy prawa (por. dykcja w §§ 66d ust. 1 i 66e ust. 1 Końcowego Oddziału PGR i dalej BuA 2012/150, s. 8). Jednakże, biorąc pod uwagę fakt, że depozytariusz jest również powoływany przez spółkę, reprezentowaną przez zarząd (konieczne przypisanie) lub przez sąd okręgowy w postępowaniu niespornym, oraz że depozytariusz musi być również wpisany do rejestru handlowego w tym charakterze (art. 326b ust. 4 PGR), powstaje pytanie, czy depozytariusz pełni również

funkcję organu zarządzającego zgodnie z art. 326a i kolejnymi PGR i jest odpowiedzialny jako organ zarządzający za staranne wykonywanie działalności depozytariusza. Może nastąpić przekazanie zadań depozytariuszowi zgodnie z art. 348 PGR. Przekazanie uprawnień zgodnie z art. 348 PGR charakteryzuje się triadą obowiązków w zakresie opieki, które idą w parze z przekazaniem uprawnień. Organ delegujący musi zachować należytą staranność w wyborze (culpa in eligendo), w instruktażu (culpa in instruendo) oraz w nadzorze (culpa in custodiendo). Wybór osób i polecenie wykonania funkcji opiekuna powoduje niewiele problemów. Jednakże art. 326i ust. 1 PGR reguluje oddzielnie nadzór nad depozytariuszem i powierza to zadanie audytorom. Taki podział obowiązków mógłby być argumentem przeciwko istnieniu delegacji, a w konsekwencji przeciwko temu, że depozytariusz jest organem. Ostatecznie jednak wszystkie kryteria przekazania uprawnień lub delegacji zgodnie z art. 348 PGR są spełnione, a podział obowiązków lub przydział obowiązków audytorom nie wyklucza istnienia delegacji zgodnie z art. 348 PGR. Szczególnie w przypadku powoływania fakultatywnych organów nadzorczych na mocy art. 199 PGR, podział obowiązków w przypadku delegowania zadań jest nawet zwyczajowy (w odniesieniu do nadzoru). Nie można tego jednak wywnioskować z wniosku legislacyjnego, nawet jeśli tło takiego uprzywilejowanego traktowania osoby pozbawionej wolności w porównaniu z podmiotem prowadzącym rejestr akcji jest wątpliwe, a odmienne traktowanie pozostaje niezrozumiałe. Wyznaczenie samego depozytariusza może być zadaniem zarządu (a zatem podlegającym przeniesieniu), ale nie działalnością samego depozytariusza. Zarząd jest organem zarządzającym spółki akcyjnej i istnieje domniemanie kompetencji na jego korzyść. Zarząd może podejmować uchwały we wszystkich sprawach, które nie są zastrzeżone przez prawo lub statut dla innego organu, w szczególności dla walnego zgromadzenia akcjonariuszy (zob. art. 716 Kodeksu spółek handlowych i *Vogt*, http://www.rwi.uzh.ch/elt-1st-vogt/gesellschaftsrecht/organisation/de/html/verwaltungsrat_learningObject2.html) "*Utworzenie, wykonanie i wprowadzenie w życie testamentu*", który służy realizacji celu firmy. - *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 32 (Rz 88) unter Bezug auf *Seeger*, Die Verantwortung gemäß Art. 218 bis 228 des liechtensteinischen Personen- und Gesellschaftsrechts, S 86; opiera się zatem na decyzjach przedsiębiorców. W tym kontekście działalność

wystawiony kwit depozytowy zgodnie z art. 326c ust. 6 POGR jest jedynie dokumentem dowodowym i nie stanowi odrębnego zabezpieczenia ani prawa wejścia do ksiąg.¹³⁸ Niezależnie od tego należy zauważyć, że przeniesienie zdematerializowanych papierów wartościowych, jak również przeniesienie papierów wartościowych, może podlegać różnym ograniczeniom, takim jak ograniczenia dotyczące przenoszenia akcji. Należy również zauważyć, że przepisy prawa rzeczowego nie mają zastosowania do zdematerializowanych papierów wartościowych. Inaczej jest w przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych zgodnie z § 81a Końcowego Oddziału PGR, które zostaną wprowadzone w toku działalności TVTG z dniem 1 stycznia 2020 r. i mają być wpisane do rejestru zdematerializowanych papierów wartościowych, a zatem pełnić taką samą funkcję jak papiery wartościowe.

3.2 Prowadzenie rejestru akcji na łańcuchu blokowym

- 64 Jak już omówiono w poprzednim rozdziale, w odniesieniu do akcji na okaziciela, rejestr posiadaczy akcji spółki musi być prowadzony przez depozytariusza. W przypadku akcji imiennych spółka musi jednak prowadzić rejestr akcji. To dlatego, że korporacja akcyjna musi znać swoich członków *ex lege*.¹³⁹ Pomimo niespójnej terminologii prawnej,

powiernika może być również postrzegana jako czynność czysto administracyjna, a nie zarządcza, a zatem powiernik w rozumieniu art. 326b PGR nie jest, w przeciwieństwie do prowadzącego rejestr akcji w rozumieniu art. 328 PGR, organem spółki. Przeciwdziała to rzekomej synchronizacji rejestrów akcji zgodnie z BuA 2012/69, s. 30 aE.

¹³⁸ BuA 69/2012, s. 22.

¹³⁹ Jest to szczególnie ważne przy przenoszeniu tokenizowanych instrumentów kapitałowych. Ze względu na przepisy prawa spółek, prawa członkowskie mogą być przenoszone tylko na osoby, które są znane spółce i które w związku

depozytariusza lub - jeżeli nie zostały wyemitowane fizyczne papiery wartościowe na okaziciela i w związku z tym nie mogą być złożone zgodnie z art. 326a PGR - rejestratora akcji na okaziciela nie należy uznawać za odrębny organ spółki akcyjnej. W zakresie¹⁴⁰ prowadzenia księgi akcyjnej dla akcji imiennych stanowisko organu wykonawczego jest jednak bardziej jednoznaczne niż w przypadku księgi akcyjnej dla akcji na okaziciela.¹⁴¹

z tym są przez nią identyfikowane. Ograniczone do tokenowych praw członkowskich spółki, oznacza to, że takie tokeny mogą być przenoszone tylko na zidentyfikowane portfele lub adresy (tzw. rozwiązanie whitelisting); technicznie musi być zapewnione, że prawo członkowskie w formie tokenowej zgodnie z prawem spółek może być przenoszone tylko na adresy portfeli, których upoważnione osoby zostały zidentyfikowane. W przypadku instrumentów dłużnych sytuacja jest inna, ponieważ prawo cywilne nie przewiduje, że dłużnik musi zawsze wiedzieć o swoim obecnym wierzycielu. Jeśli dłużnik nie zostanie poinformowany o cesji wierzytelności wobec niego, może on nadal dokonywać płatności na rzecz poprzedniego wierzyciela ze skutkiem uwalniającym (§ 1395 ABGB). Ponieważ jednak dochodzenie praw do instrumentu dłużnego odbywa się bezpośrednio za pośrednictwem żetonu, w praktyce świadomość przeniesienia praw spowoduje niewiele problemów (równoległe do efektu legalizacji i wyzwolenia). Należy przestrzegać wszelkich zakazów cesji; Liechtenstein nie przyjął austriackiego przepisu dotyczącego wiążącego charakteru zakazów cesji w § 1396a öABGB.

¹⁴⁰ Artykuł 326b ust. 1 i 4 PGR. Domniemanie przeciw powołaniu organu wykonawczego jest już podane w § 66d ust. 1 i § 66e ust. 1 Końcowego Oddziału PGR. Por. szczegółowo FN 137.

¹⁴¹ Por. art. 328 ust. 1 PGR w związku z ust. 66e ust. 1 Końcowego Oddziału PGR (*jako "organ odpowiedzialny spółki"*).

- 65 Zgodnie z prawem spółek obowiązkowe jest zatem, aby spółka zidentyfikowała swoich akcjonariuszy przy emisji instrumentów kapitałowych.¹⁴² Zgodnie z art. 326a ust. 2 PGR, akcje na okaziciela spółek giełdowych oraz fundusze są zwolnione z obowiązku deponowania akcji na okaziciela u depozytariusza.¹⁴³ Należy je prowadzić wyłącznie w rejestrze zgodnie z art. 326c PGR; to samo musi dotyczyć zdematerializowanych papierów wartościowych (*de lege lata*), które nie mogą być zdeponowane, lecz jedynie przechowywane w rejestrze. W rejestrze prowadzonym przez powiernika dla każdej akcji na okaziciela należy wpisać imię i nazwisko, datę urodzenia, obywatelstwo i miejsce zamieszkania lub nazwę i siedzibę akcjonariusza, datę złożenia oraz - jeżeli powiernik nie jest osobą podlegającą należytej staranności na podstawie DDA - powiązanie rachunku w EOG na rzecz akcjonariusza.¹⁴⁴
- 66 Spółka akcyjna musi również prowadzić rejestr (rejestr akcji) akcjonariuszy zarejestrowanych, w którym należy wpisać ich nazwisko, imię, datę urodzenia, obywatelstwo i miejsce zamieszkania lub nazwę i siedzibę spółki. Rejestracja ma konstytutywny wpływ na ustalenie

¹⁴² W stosunku do Spółki osoba jest uważana za akcjonariusza, jeżeli jest wpisana do rejestru na podstawie art. 326c ust. 2 PGR lub do rejestru akcji na podstawie art. 328 ust. 2 PGR.

¹⁴³ Jest to również sprzeczne ze statusem organu depozytariusza akcji na okaziciela, ponieważ w przeciwnym razie depozytariusz lub rejestrator spółki akcyjnej byłby organem, podczas gdy w przypadku funduszu taki depozytariusz nie byłby wymagany i w konsekwencji żaden organ nie byłby za to odpowiedzialny. W przypadku funduszy powierniczy musi być prowadzony przez oddzielnego depozytariusza, odrębnego od spółki zarządzającej (art. 57 ff ZAFI; art. 32 ff UCITSG).

¹⁴⁴ Artykuł 326c ust. 1 PGR.

praw członkowskich w spółce i tylko ci wspólnicy stają się współnikami spółki, którzy są wpisani do rejestru akcji zaraz po jej utworzeniu (dotyczy to co najmniej zdematerializowanych papierów wartościowych, ale nie fizycznie wydanych świadectw, w przypadku gdy prawo wynikające ze świadectwa wynika z prawa wynikającego ze świadectwa i w związku z tym powstaje z chwilą jego wydania - a nie tylko z chwilą wpisu do rejestru). Wpis do księgi akcyjnej może być dokonany na podstawie dowodu zbycia akcji.¹⁴⁵ Zgodnie z art. 182 ust. 1 PGR rejestr akcji musi być prowadzony przez zarząd; ponieważ jest to wewnętrzny rejestr spółki, nie podlega on publicznemu przekonaniu i pomimo jego deklaratywnego skutku stosuje się wzruszalne domniemanie, że osoba zarejestrowana jest akcjonariuszem.¹⁴⁶ Oznacza to również, że prawa członkowskie i prawa do roszczeń w spółce mogą zostać zdematerializowane i przeniesione, ponieważ nie chodzi tu o zabezpieczenie, w którym prawa te są udokumentowane, lecz o wpis do rejestru lub księgi akcyjnej.

Zgodnie z prawem szwajcarskim, forma rejestru akcji nie jest określona 67 bardziej szczegółowo dla pozytywizmu prawnego. W przypadku spółek notowanych w obrocie publicznym powszechną praktyką jest prowadzenie rejestru akcji w oparciu o technologię informatyczną, jednak w przypadku mniejszych spółek może on być również prowadzony w formie elektronicznej.¹⁴⁷ Natomiast PGR Liechtensteinu

¹⁴⁵ Art. 328 ust. 1-3 PGR.

¹⁴⁶ *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 180 f i S 183).

¹⁴⁷ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Swiss Stock Corporation Law, § 43 N 79; zob. również *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen

wyraźnie stwierdza, że zarówno rejestr akcji, jak i rejestr akcji mogą być prowadzone w formie elektronicznej. Istotne jest, aby rejestr akcji był prowadzony w formie elektronicznej, aby w każdej chwili można było go odczytać i aby był on prowadzony w siedzibie spółki.¹⁴⁸ W związku z tym musi istnieć możliwość prowadzenia rejestru akcji lub rejestru akcji w rejestrze zdecentralizowanym, np. w łańcuchu blokowym. Należy zauważyć, że ze względu na odniesienie do art. 1059 PGR, dokumenty wymagane do wpisu lub rejestracji muszą być przechowywane przez dziesięć lat.¹⁴⁹ Okres zatrzymania rozpoczyna się z końcem roku obrotowego, w którym dokonano wpisów lub rejestracji.¹⁵⁰

Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 181), w której wskazano, że *"rejestr akcji musi być prowadzony jako "dokument handlowy" przez okres dziesięciu lat od rozwiązania spółki AG"* zgodnie z art. 142 ust. 1 PGR.

¹⁴⁸ art. 326c ust. 4 i 5 PGR w powiązaniu z art. 1059 PGR; art. 329a ust. 1 i 2 PGR w powiązaniu z 1059 PGR; por. sekcja 66e ust. 1, 2 i 3 Końcowego Wydziału PGR, przy czym można zauważyć, że przepisy te ponownie nie są skoordynowane. Można by zatem przyjąć, że depozytariusz rejestru akcji w odniesieniu do akcji na okaziciela ma takie same obowiązki w zakresie prowadzenia rejestru jak zarząd w odniesieniu do prowadzenia rejestru akcji. Jednakże różne wykroczenia związane z prowadzeniem rejestru na podstawie § 66d Końcowego Oddziału PGR lub w związku z prowadzeniem rejestru akcji podlegają karze grzywny administracyjnej. To nierówne traktowanie nie jest obiektywnie uzasadnione i stoi również w sprzeczności z paralelizmem przewidzianym w BuA 2012/69, s. 30 f. BuA 2013/33, s. 5 wyjaśnia, że elektroniczne prowadzenie rejestru lub księgi akcyjnej nie stoi w sprzeczności z wymaganym przechowywaniem w siedzibie spółki; jeżeli rejestr prowadzony jest w formie elektronicznej, będzie on przechowywany w innych miejscach niż siedziba spółki, ale jest to nieszkodliwe.

¹⁴⁹ Zob. BuA 2012/69, s. 23.

¹⁵⁰ Artykuł 1059 ust. 1 i 4 PGR.

Przepisy dotyczące prowadzenia ewidencji (elektronicznej) w art. 326c ust. 4 i ust. 5 POGR opierają się na art. 28 SPV (tworzenie, przechowywanie i dostęp do rejestrów należytej staranności) w celu uniknięcia podwójnego wprowadzania tych samych rejestrów danych. Należy zauważyć, że możliwe jest prowadzenie rejestrów w formie elektronicznej za pośrednictwem bazy akcjonariuszy, o ile zapewniona jest zgodność z podstawowymi dokumentami, rejestry są dostępne przez cały czas i mogą być czytelne.¹⁵¹ Z prawnego punktu widzenia nie ma znaczenia, czy zarządzanie elektroniczne odbywa się w centralnej czy zdecentralizowanej bazie danych, a zarządzanie notowaniami akcjonariuszy w łańcuchu blokowym i porównywalnymi technologiami jest możliwe. Należy zauważyć, że prowadzenie takich katalogów jest wymagane tylko w przypadku praw członkowskich, ale nie w przypadku praw dłużnych lub instrumentów niekapitałowych lub niekapitałowych papierów wartościowych.

68

3.3 Rejestr udziałów końcowych w łańcuchu Blockchain

Emisja zdematerializowanych papierów wartościowych, tzw. zdematerializowanych papierów wartościowych, znana jest PGR od momentu jej wejścia w życie. Obowiązek emisji papierów wartościowych nie może zostać wyprowadzony, a zatem członkostwo lub prawa do długu mogą być emitowane bez fizycznego zaświadczenia. Musi to być jednak przewidziane w umowie spółki, ponieważ w standardowym, nieobowiązkowym przypadku, przynajmniej w przypadku spółki akcyjnej na mocy art. 267 ust. 1 PGR, muszą być wydane świadectwa udziałowe, chyba że umowa spółki stanowi inaczej.

69

¹⁵¹ Por. BuA 2012/69, S 31 w powiązaniu z S 21 ff (esp S 23) w powiązaniu z art. 28 ust. 2 SPV.

- 70 PGR stanowi, że spółka musi znać swoich udziałowców. W przypadku spółki akcyjnej rejestr akcjonariuszy musi być prowadzony w imieniu spółki, a akcje na okaziciela muszą być zdeponowane u depozytariusza lub, jeżeli zostały wyemitowane w formie zdematerializowanych papierów wartościowych przez depozytariusza, muszą być wymienione jako rejestrator.
- 71 Zgodnie z art. 326c ust. 4 PSR i art. 329a ust. 1 PSR, rejestry akcji - zarówno rejestr akcji, jak i rejestr akcji - mogą być prowadzone również w formie elektronicznej, pod warunkiem, że w każdej chwili będą mogły być czytelne. W tym kontekście rejestry akcji mogą być również prowadzone w ramach łańcucha blokowego, ponieważ zgodnie z prawem spółek nie ma różnicy, czy elektroniczne prowadzenie rejestru jest prowadzone w centralnej czy zdecentralizowanej bazie danych.

3.4 Papiery wartościowe vs. zbywalne papiery wartościowe zgodnie z kanonem MiFID

- 72 Jeżeli papiery wartościowe w rozumieniu prawa cywilnego są reprezentowane w formie żetonów - tzn. są rejestrowane w księgach jako zdematerializowane papiery wartościowe - i jeżeli reprezentowane prawa nie są indywidualnie negocjowane, tzn. są ustrukturyzowane w sposób znormalizowany i nie podlegają żadnym ograniczeniom zbywalności, dlatego też można przyjąć, że są one również zbywalne na rynku kapitałowym, można przyjąć, że te (zdematerializowane) papiery wartościowe stanowią zbywalne papiery wartościowe w sensie prawnym, tzn. instrumenty finansowe. Należy zauważyć, że dla¹⁵² celów klasyfikacji jako instrument finansowy na mocy prawa nadzoru

¹⁵² Zob. szczegółową definicję instrumentów finansowych w tytule II, rozdział II.2.3.

nie ma znaczenia, czy dany papier wartościowy jest faktycznie wyemitowany, czy też zdematerializowany; mimo że MiFID II mówi o zbywalnych papierach wartościowych, obejmuje ona również zbywalne zdematerializowane papiery wartościowe¹⁵³; zgodnie z prawem cywilnym dotyczącym papierów wartościowych ma to jednak istotne konsekwencje w odniesieniu do zasad przenoszenia na mocy prawa własności, inaczej niż w przypadku prawa nadzoru nad papierami wartościowymi.

W związku z tym możliwe jest nie tylko przedstawianie w żetonach 73 papierów wartościowych w formie zapisu księgowego prawa cywilnego, ale również kwalifikowanie ich jako instrumentów finansowych do celów regulacyjnych; żetony mogą zatem również stanowić instrumenty finansowe. Instrumenty finansowe, które są emitowane w formie żetonów, są tradycyjnie przechowywane w księgach i mogą reprezentować te same prawa co tradycyjne instrumenty finansowe. Obowiązuje tu zasada *"Przewagi substancji nad formą"*, a tokenizacja umożliwia jedynie oddzielną formę (techniczną) możliwości przenoszenia.¹⁵⁴

¹⁵³ Por. także art. 3 CSDR w odniesieniu do zarządzania papierami wartościowymi na rachunku papierów wartościowych.

¹⁵⁴ Por. BaFin Fachartikel, Tokenisierung, 15.04.2019 w odniesieniu do EUNGiPW, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html, nawet jeśli sam artykuł wydaje się błędnie oceniać cytowaną zasadę i klasyfikuje żetony jako papiery wartościowe (recte Wertrechte) sui generis, chociaż żeton jako warstwę techniczną lub pojemnik nie dodaje niczego do reprezentowanego prawa z czysto prawnego punktu widzenia. Ponadto podejście, zgodnie z którym prawo reprezentowane w żetonie - niejasno mówiąc "podstawowe" -

- 74 Czysto techniczna reprezentacja w żetonie nie ma wpływu na status prawny jako prawo do wartości majątkowej (zabezpieczenie) lub regulacyjny instrument finansowy (zbywalne zabezpieczenie lub prawo do wartości). Nawet ograniczona zbywalność prawa do zapisu księgowego, które wyklucza istnienie instrumentu finansowego, nie doprowadzi do odmiennej oceny regulacyjnej w drodze żetonów, pod warunkiem że ograniczenie to zostało wprowadzone w życie w sposób technicznie poprawny; w najlepszym przypadku pojawia się kwestia ekonomicznego sensu reprezentowania takich praw w żetonach. Również w odniesieniu do standaryzacji ocena nadzorcza musi opierać się na cywilnoprawnej strukturze prawa, a standaryzacja nie jest osiągana automatycznie przez techniczną reprezentację w żetonach, ponieważ zindywidualizowane prawa (np. prawo własności konkretnego przedmiotu, a tym samym konkretny obowiązek) mogą być nadal reprezentowane w żetonie zamiast praw zamiennych określonych według rodzaju, zakresu i jakości (cechy ogólne; przedmioty zamienne).¹⁵⁵
- 75 W odniesieniu do kryterium zbywalności na rynku kapitałowym wymaganego dla instrumentów finansowych zgodnie z sekcją C załącznika I do MiFID II, regularnie zakłada się, że ma to miejsce w przypadku symbolicznych instrumentów finansowych - chyba że jest to technicznie niemożliwe. Obecnie jedyną czysto faktyczną przeszkodą jest fakt, że w Liechtensteinie nie ma jeszcze systemów obrotu tokenowymi instrumentami finansowymi, a na obszarze UE lub EOG

jest zgodne z prawem zawartym w żetonie, również byłoby całkowicie błędne (uwaga: BaFin tego nie akceptuje).

¹⁵⁵ Por. rozdział I.1.1 przedstawienia długu jednostkowego lub generycznego w żetonie, a tym samym w odniesieniu do indywidualizacji lub standaryzacji.

prawie nie ma zorganizowanych systemów obrotu tokenowymi instrumentami finansowymi.¹⁵⁶¹⁵⁷ Brak zorganizowanych rynków kapitałowych dla symbolizowanych instrumentów finansowych nie może jednak wykluczyć zbywalności wymaganej dla instrumentów finansowych, ponieważ zbywalność taka poza zorganizowanymi rynkami kapitałowymi (rynek regulowany, MTF, OTF) może być ustanowiona również w drodze obrotu pozagiełdowego (np. transakcje pozagiełdowe na DEX). Zakładając, że zbywalność nie jest wykluczona z technologicznego punktu widzenia, można założyć, że istnieje ona już przy pierwotnej emisji tokenizowanych instrumentów finansowych; w przeciwnym razie licencja nadzorcza byłaby czasami wymagana od nieokreślonego momentu, a FMA lub krajowy organ nadzorczy nie mogłyby wykonywać swoich czynności nadzorczych zgodnie z przepisami.¹⁵⁸ Jak wyjaśniono w rozdziale 3.2, należy zauważyć, że techniczna

¹⁵⁶ Zgodnie ze stroną internetową i rejestrem FMA w Liechtensteinie, na dzień 17.08.2019 r. w Liechtensteinie nie istnieje rynek regulowany, MTF ani OTF, <https://www.fma-li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html> dostęp: 15.09.2019 r., 16:36; LDX (London Derivatives Exchange) z siedzibą w Zjednoczonym Królestwie posiada licencję Financial Conduct Authority na świadczenie określonych usług inwestycyjnych w odniesieniu do instrumentów finansowych, https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ dostęp: 15.09.2019 r., 16:36, gdzie model biznesowy, według spółki, odnosi się do symbolicznych produktów finansowych, <https://londondx.com/about/>, dostęp: 15.09.2019 r., 16:36.

¹⁵⁷ Definicja (zorganizowanych) rynków kapitałowych znajduje się w tytule II, rozdział II.2.3.1b.

¹⁵⁸ Por. dla żetonów jako instrumentów finansowych szczegółowo tytuł II, rozdział II.2.3II.2.3.5, a dla szczególnych pytań także II.2.2.2; por. dla zdecentralizowanych miejsc handlu (DEX) tytuł II, rozdział II.2.5 w powiązaniu z rozdziałem II.2.4.

implementacja zbywalności symbolicznych praw członkowskich uwzględnia tzw. mechanizm białej listy, za pomocą którego symboliczne prawa udziałowe mogą być przenoszone tylko na adresy, których osoby uprawnione są identyfikowane, ponieważ zgodnie z prawem spółek wymagane jest, aby spółka знаła swoich członków.

3.5 Adnotacje i czyste papiery imienne w formie żetonów

- 76 Przekazanie zabezpieczenia na własność następuje z reguły w drodze pisemnej umowy i przekazania zabezpieczenia.¹⁵⁹ Przepis ten ma zastosowanie do papierów wartościowych imiennych¹⁶⁰, papierów wartościowych na zlecenie¹⁶¹ i papierów wartościowych na okaziciela.¹⁶² Należy jednak zauważyć, że prawo rzeczowe odnosi się do fizycznego papieru, certyfikatu bezpieczeństwa.¹⁶³ Przepisy te¹⁶⁴ mają zatem zastosowanie wyłącznie do sekurytyzowanego członkostwa i praw do długu. Jednakże ogólne przepisy PGR zawierają również wymóg formy pisemnej w odniesieniu do przeniesienia praw członkowskich i praw do długu, pod warunkiem, że w odniesieniu do tych praw nie zostały wyemitowane żadne papiery wartościowe.¹⁶⁵ Ustawa o spółkach akcyjnych przewiduje jednak specjalny przepis, zgodnie z którym do momentu emisji papierów wartościowych stosunek prawny pomiędzy

¹⁵⁹ § 75 ust. 1 Końcowego Oddziału PGR.

¹⁶⁰ §§ Sekcje 82 i następne Końcowego Wydziału ds. PGR.

¹⁶¹ §§ Sekcje 87 i następne ostatniej sekcji dotyczącej PGR.

¹⁶² §§ Sekcje 95 i następne Końcowego Oddziału PGR.

¹⁶³ Patrz rozdział I.3.1.

¹⁶⁴ § Paragrafy 75 ust. 1 i 82 Końcowego Wydziału PGR. w związku z art. 322 ust. 2 PGR.

¹⁶⁵ Artykuł 149 ust. 3 PGR.

subskrybentem a Spółką podlega prawu zobowiązań. Takie zdematerializowane papiery wartościowe mogą być zatem przypisane bez konieczności stosowania formy pisemnej w transakcji zobowiązania lub zbycia - poprzez cesję przez podpis.¹⁶⁶ W przypadku braku łącznika rzeczowego nie można jednak wysuwać żadnych roszczeń z tytułu prawa rzeczowego wobec takich zdematerializowanych papierów wartościowych. Tak zwana funkcjonalnie adekwatna możliwość zastosowania przepisów prawa własności do żetonów uwzględnia tę okoliczność w TVTG.¹⁶⁷ Prawa do wartości nie podlegają zatem przepisom dotyczącym papierów wartościowych.

Papiery wartościowe sporządzone na zlecenie muszą zostać przekazane w drodze adnotacji. Adnotacja jest równoznaczna z oświadczeniem o cesji umieszczonym na akcie. Zatwierdzenie jest zatem przekazem lub notą emisyjną.¹⁶⁸ Instrumenty wystawiane na zlecenie są w imieniu osoby uprawnionej i są również wystawiane na zlecenie, dlatego dłużnik może dokonać płatności na rzecz osoby wystawionej na zlecenie lub wymienionej w adnotacji ze skutkiem uwalniającym

¹⁶⁶ Art. 322 ust. 2 PGR jako *lex specialis* do art. 149 ust. 3 PGR; por. rozdział I.3.1; przepisy dotyczące papierów wartościowych w ostatniej części PGR mają pierwszeństwo przed przepisami prawa spółek akcyjnych (por. Wprowadzenie przepisów o zdematerializowanych papierach wartościowych w § 81a Końcowego Oddziału PGR w wersji zmienionej ustawą federalną o telewizji prywatnej 2019/54 wydaje się być dogmatycznym zerwaniem z TVTG, gdyż po raz pierwszy prawa majątkowe są regulowane przepisami o papierach wartościowych. Przepis ten nie wymaga jednak zawarcia pisemnej umowy w celu późniejszego przeniesienia prawa do zapisu w księgach.

¹⁶⁷ Por. np. BuA 2019/54, S 126 lub sekcja 81a ust. 4 Końcowego Wydziału PGR, zmienionego BuA 2019/54.

¹⁶⁸ § 75 ust. 2 w powiązaniu z § 76 ust. 1 Końcowego Oddziału PGR; patrz również § 94 ust. 1 Końcowego Oddziału PGR.

zadłużenie. Pomijając różnicę między zleceniem a prawdziwymi imiennymi papierami wartościowymi, ¹⁶⁹*Layr/Marxer stwierdza, że do przeniesienia akcji imiennych wymagana jest adnotacja. Najwyraźniej pominięto fakt, że imienne papiery wartościowe stanowią papiery wartościowe na zlecenie tylko w przypadku wątpliwości - tj. w zasadzie dyspozycyjności, ale niekoniecznie - o ile umowa spółki nie stanowi inaczej. Jednakże w przypadku emisji czystych lub prawdziwych akcji imiennych zgodnie ze statutem spółki, wymóg przeniesienia adnotacji, który jest przewidziany jedynie w przypadku papierów wartościowych na zlecenie, nie ma zastosowania.*¹⁷⁰

- 78 Zgodnie ze statutem możliwe jest zatem wydawanie akcji imiennych jako akcji imiennych rzeczywistych, tzw. "recta shares" lub "recta papers", które mogą być przydzielane w formie zdematerializowanej.¹⁷¹ Jak już wyjaśniono, papiery wartościowe, w przeciwieństwie do zdematerializowanych papierów wartościowych, są zbywalne wyłącznie na podstawie pisemnej umowy i rzeczywistej dostawy; natomiast zdematerializowane papiery wartościowe mogą być przenoszone bez konieczności zawierania pisemnej umowy. W związku z¹⁷² tym nie

¹⁶⁹ *Layr/Marxer, Legal nature and transfer of "tokens" from a Liechtenstein perspective, LJZ 1/19, s. 11 (16).*

¹⁷⁰ Artykuł 327 ust. 1 PGR. Por. również art. 974 CO dotyczący rozróżnienia między zabezpieczeniem rejestrowym a zabezpieczeniem zamówienia zgodnie z prawem szwajcarskim.

¹⁷¹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, szwajcarskie prawo spółek, § 43 N 34 i nast.; zob. również BuA 2019/54, s. 119, w sprawie oryginalnych imiennych papierów wartościowych.*

¹⁷² Por. w sprawie możliwości przeniesienia praw członkowskich lub praw do roszczeń przechowywanych w księgach (w formie żetonów) *Layr/Marxer, charakter prawny i przeniesienie "żetonów" z perspektywy Liechtensteinu, LJZ*

powstaje pytanie, czy żetony mogą stanowić papiery wartościowe na zlecenie i w jaki sposób należy dokonać adnotacji w tym miejscu; raczej, w przypadku braku sekurytyzacji w akcie notarialnym, takie zdematerializowane papiery wartościowe nie są papierami wartościowymi, a zatem nie spełniają przepisów dotyczących wymogów formalnych, takich jak umowa pisemna lub adnotacja.

Stwierdzenie zawarte w sprawozdaniu i wniosku w sprawie TVTG, 79
zgodnie z¹⁷³którym akcje imienne mogą być w przyszłości emitowane również w formie zdematerializowanych papierów wartościowych, nie zawiera zatem istotnych nowych spostrzeżeń, ponieważ było to możliwe do tej pory również na mocy prawa Liechtensteinu. Istotne jest jednak, aby w przyszłości akcje imienne, jak również inne prawa wynikające z członkostwa lub zadłużenia, mogły być emitowane jako papiery wartościowe niecertyfikowane, pełniące taką samą funkcję jak papiery wartościowe. W związku z tym regulacja tych zdematerializowanych papierów wartościowych zgodnie z § 81a Działu Końcowego PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93 w dziale papierów wartościowych ma sens dogmatyczny i jest pożądana. W związku z tym w materiałach legislacyjnych wyjaśniono również, że *"w przypadku przeniesienia prawa do zapisu na rachunku papierów wartościowych w formie zapisu księgowego, które jest uznawane za instrument zlecenia, wpis do rejestru zdematerializowanych papierów wartościowych*

1/19, s. 11 (16). W przypadku technicznego przedstawienia członkostwa lub prawa do roszczenia (prawa wartości lub prawa własności) przechowywanego w księdze w formie żetonu, prawomocne przeniesienie może nastąpić poprzez przeniesienie żetonu.

¹⁷³ BuA 2019/54, s. 119.

wywołuje wszelkie skutki potwierdzenia".¹⁷⁴ Ponadto należy z zadowoleniem przyjąć równe traktowanie papierów wartościowych i praw o takiej samej funkcji jak papiery wartościowe (zdematerializowane papiery wartościowe reprezentujące wierzytelności, prawa członkowskie lub prawa majątkowe), ponieważ oznacza to, że przepisy prawa własności, w odniesieniu do materiałów legislacyjnych TVTG i PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/54, są generalnie stosowane do zdematerializowanych papierów wartościowych w odpowiedni sposób funkcjonalny. Jednocześnie wynik dla zdematerializowanych papierów wartościowych według TVTG jest rygorystyczny ze względu na odejście od zasady przyczynowości do zasady wstrzymania się od głosu, ponieważ żeton nie może być indeksowany w przypadku wadliwej transakcji zobowiązaniowej - prowadzi to jedynie do transakcji odwrotnej na podstawie prawa warunków, jak to miałyby miejsce również w przypadku roszczeń.¹⁷⁵ Jednakże odbiorca towaru działający w dobrej wierze ma zawsze pierwszeństwo przed odbiorcą dokumentu towarowego działającym w dobrej wierze lub prawa.¹⁷⁶ Ponadto istnieje możliwość emisji niecertyfikowanych papierów wartościowych zgodnie z PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93 z taką samą funkcją jak papiery wartościowe, które nadal podlegają porządkowi cywilnoprawnemu zasady przyczynowości.¹⁷⁷

¹⁷⁴ BuA 2019/54, s. 119.

¹⁷⁵ BuA 2019/54, s. 203; zob. także rozdziały I.3 i I.4.

¹⁷⁶ Art. 504 ust. 2 SR.

¹⁷⁷ Więcej szczegółów znajduje się w następnym rozdziale I.4.

4. Cywilnoprawna klasyfikacja żetonów na mocy Liechtensteinu "Blockchain Act" (TVTG)

Jak już pobieżnie zauważono na początku rozdziału 1, żetony nie reprezentują przedmiotów zgodnie z prawem własności Liechtensteinu; 80
zgodnie z tym rozumieniem nie ma "res digitalis".¹⁷⁸

TVTG w wersji zmienionej ustawą federalną o radiofonii i telewizji 81
2019/54 stwierdza, że zgodnie z tą ustawą, przepisy prawa własności
powinny być stosowane do przepisów prawa cywilnego dotyczących
radiofonii i telewizji w sposób odpowiedni pod względem funkcyj-
nalnym, tzn. analogicznie, ale nie równoważnie.¹⁷⁹ Rzeczy nie mogą
być bezpośrednio reprezentowane w żetonie, ale TVTG zastrzega, że
prawo rzeczowe do rzeczy może być streszczone lub wyodrębnione i
reprezentowane w żetonie - lub prawo rzeczowe do zrzeczenia się w
konsekwencji pełnego prawa własności może być reprezentowane w
żetonie.¹⁸⁰ W konsekwencji, żetony mogą być również nabywane w
dobrej wierze.¹⁸¹ Jednakże przy nabywaniu żetonu w dobrej wierze,
który stanowi prawo własności - np. towaru - należy przestrzegać art.
504 SR, ponieważ taki żeton faktycznie odpowiada dokumentowi
handlowemu; w związku z tym nabywca towaru działający w dobrej
wierze ma pierwszeństwo przed nabywcą żetonu działającym w dobrej
wierze.¹⁸²

¹⁷⁸ Uwaga: Neolatynowe tworzenie słów dla "rzeczy cyfrowych".

¹⁷⁹ BuA 2019/54, S 126, 166, 184 do 186, 197, 202, 203 i 210.

¹⁸⁰ BuA 2019/54, s. 184.

¹⁸¹ Patrz BuA 2019/54, str. 210.

¹⁸² Por. także rozdział I.1.2 sprawie rozróżnienia między instrumentem towarowym a instrumentem finansowym; tylko poprzez regulację depozytu lub

- 82 Ponadto odpowiednie pod względem funkcjonalnym zastosowanie przepisów prawa rzeczowego do nakazu przekazania żetonów zasadniczo skutkowałoby udostępnieniem żetonu do windykacji na podstawie prawa rzeczowego, jeżeli transakcja zobowiązania byłaby wadliwa lub przestałaby istnieć z jakiegokolwiek powodu. Jednakże zastosowanie *Rei Vindicatio* do zdematerializowanych papierów wartościowych w formie żetonów według TVTG jest zablokowane przez fakt, że zasada przyczynowości - która dominuje w Liechtensteinie - została zaniechana w odniesieniu do porządku transmisji żetonów według TVTG i zasada wstrzymania się od głosu jest obecnie stosowana do tego porządku transmisji żetonów według TVTG.¹⁸³
- 83 In this regard, the following can be taken from the legal materials on the TVTG: *"The Government is considering that it is correct that Liechtenstein property law does not recognise the abstraction principle, but that both*

reprezentowanie prawa do określonego towaru można zapobiec normalizacji ostrożnościowej (roszczenia o towary; w przypadku masowej emisji takich żetonów) i w konsekwencji zapobiec kwalifikowaniu do celów ostrożnościowych jako instrument finansowy (z dodatkową obecnością zbywalności i zbywalności); por. w sprawie elementów składowych zbywalnych papierów wartościowych jako instrumentów finansowych tytuł II rozdział II.2.3; UWAGA: Bony (elektroniczne) wydawane przez emitenta na zakup towarów lub usług nie stanowią zazwyczaj zbywalnych papierów wartościowych, jeżeli są traktowane jako instrumenty płatnicze, co wyklucza istnienie instrumentu finansowego (por. art. 3a ust. 1 nr 42 ustawy o bankowości oraz art. 4 ust. 1 nr 44 MiFID II); Jednocześnie jednak vouchery te w znacznym stopniu wykraczają poza zakres stosowania PSD II lub ZDG w standardowym przypadku, ponieważ zastosowanie ma wyjątek dotyczący obszaru ograniczonych sieci (motyw 14 PSD II; jednak od momentu wejścia w życie PSD wyjątek ten musi zostać zgłoszony krajowemu organowi nadzoru i uzasadniony - art. 37 PSD II).

¹⁸³ BuA 2019/54, S 197 i 203

*obligation and disposition transactions must be legally effective for a disposition to take place based on the causality principle. Jeżeli jednak przestrzegana jest zasada związku przyczynowego, transakcja musiałaby zostać odwrócona na mocy prawa własności (ex tunc), a żeton, który podlega nakazowi, do którego prawo własności ma zastosowanie w sposób odpowiedni pod względem funkcjonalnym, mógłby być indeksowany, co byłoby sprzeczne z systemami VT, a w szczególności z ich ostatecznością. Zgodnie z zasadą abstrakcji można jednak dochodzić jedynie roszczeń dotyczących wzbogacenia ex nunc i jest się narażonym na ogólne ryzyko upadłości. Byłoby to jednak również porównywalne z przelewem sumy pieniędzy za pośrednictwem banku. Ze względu na brak statusu majątkowego pieniądza nie może on zostać odwrócony na mocy prawa majątkowego, lecz raczej przeprowadzana jest transakcja odwrotna na mocy prawa dotyczącego wzbogacenia; transakcje te nie są również usuwane ani odwracane z głównego systemu bankowego.*¹⁸⁴

Zasadniczo ma to być poparte. W sprawozdaniu z konsultacji w sprawie VTG ta cecha odróżniająca nie została jeszcze tak wyraźnie określona i jest nadal dogmatycznie niejasna.¹⁸⁵ Gdyby przyjąć, że

84

¹⁸⁴ BuA 2019/54, s. 197.

¹⁸⁵ Por. uwagi rządu w VnB na temat VTG z dnia 28.08.2018 r., s. 57 f: "Związek między zobowiązaniem a transakcją zbycia może być uregulowany w taki sposób, że zbycie nie ma skutku bez skutecznej transakcji podstawowej (zasada związku przyczynowego ma zastosowanie np. w prawie szwajcarskim dotyczącym ruchomości i nieruchomości oraz w prawie austriackim) lub że zbycie ma skutek również bez skutecznej transakcji podstawowej (zasada abstrakcji, której przestrzega niemiecki kodeks cywilny). Nie należy przeceniać praktycznego znaczenia tych dwóch systemów. Jeżeli transakcja bazowa jest nieważna, skutki zbycia mogą nie być ostateczne w żadnym z tych przypadków. W przypadku zastosowania zasady abstrakcji, ugodę przeprowadza się zgodnie z zasadami prawa o wzbogacaniu, natomiast w przypadku zasady związku przyczynowego usuwanie traktuje się tak, jakby nie miało miejsca. Różnice między

wprowadzenie zasady abstrakcji postawiłoby spółkę w gorszej sytuacji w przypadku upadłości - w przypadku unieważnienia transakcji zobowiązania - ponieważ odwrócenie transakcji byłoby możliwe jedynie na podstawie prawa o bezpodstawnym wzbogaceniu, a wierzyciel zostałby w związku z tym wskazany do kwoty przewidzianej w prawie upadłościowym, należałoby temu przeciwdziałać, że takie świadczenie nie byłoby wystarczające, ponieważ zasada związku przyczynowego pozwala na dochodzenie roszczeń jedynie w przypadku przedmiotów; z drugiej strony, roszczenia muszą być zawsze odwracane na podstawie prawa o bezpodstawnym wzbogaceniu. Ma to znaczenie nie tylko

zasadą przyczynowości a zasadą abstrakcji dodatkowo relatywizuje fakt, że podstawy unieważnienia mogą obejmować zarówno zobowiązanie, jak i transakcję zbycia (tzw. tożsamość błędu). Różnica ta jest szczególnie istotna w przypadku upadłości nabywcy, ponieważ zgodnie z zasadą abstrakcyjną strona zbywająca aktywna bez przyczyny ma jedynie roszczenie o wzbogacenie masy upadłościowej, a zatem ponosi ryzyko niewypłacalności nabywcy. Niezmiennność transmisji w systemach VT sugeruje, że zasada abstrakcji powinna być stosowana w odniesieniu do rozdysponowania żetonów, tj. że powinny one być uważane za skuteczne nawet wtedy, gdy skuteczna transakcja dotycząca zobowiązań nie została zawarta (np. z powodu niezgodności z prawem) lub później przestała istnieć (np. z powodu zakwestionowania z powodu błędu). Zasada związku przyczynowego prowadziłaby w tym przypadku do rozbieżności między nominalną sytuacją prawną a faktycznymi okolicznościami udokumentowanymi w systemie VT. Nie oznacza to, że rozdysponowanie jest ostateczne, lecz jedynie, że zgodnie z przepisami prawa dotyczącymi wzbogacania się ma ono zostać odwrócone przez niesłusznie wzbogaconego nabywcę przekazującego żetony z powrotem bezpodstawnemu dysponentowi w drodze nowego procesu przekazania (lub, w razie potrzeby, zmuszonego do tego przez orzeczenie sądu). W przeciwieństwie do tego poglądu wyrażonego w VnB w sprawie VTG i skorygowanego w Federalnym Dzienniku Urzędowym Budżetu na rok 2019/54 w sprawie TVTG, zasada związku przyczynowego wymagałaby również likwidacji na mocy prawa o postępowaniu wzbogacającym, jeżeli transakcja dotycząca papierów wartościowych zostałaby przerwana, pod warunkiem że żeton nie zostałby potraktowany zgodnie z prawem własności, co było zgodne ze stanem prawnym przed TVTG.

w związku z wierzytelnościami pieniężnymi, ale należy zauważyć, że żetony, które reprezentują zdematerializowane papiery wartościowe lub ogólnie zdematerializowane papiery wartościowe (przynajmniej zgodnie ze stanem prawnym sprzed wejścia w życie TVTG), reprezentują jedynie wierzytelności i w związku z tym musiałyby zostać wycofane zgodnie z prawem dotyczącym wzbogacenia, tylko w przypadku gdyby w transakcji dotyczącej tytułu własności istniała wada. W rzeczywistości nie prowadzi to do pogorszenia sytuacji w zakresie upadłości ze względu na zasadę abstrakcji, ponieważ już zgodnie z zasadą związku przyczynowego, zgodnie z prawem dotyczącym wzbogacenia, należności mogą zostać wycofane tylko wtedy, gdy transakcja bazowa przestanie istnieć.¹⁸⁶

W odniesieniu do unieważnienia na podstawie prawa o bezpodstawnym wzbogaceniu należy dokonać rozróżnienia, czy unieważnienie 85 jest dokonywane *ex tunc* na podstawie prawa zobowiązań i prawa własności, czy *ex tunc* na podstawie prawa zobowiązań i *ex nunc* na podstawie prawa własności.¹⁸⁷ Jest to ściśle związane z oceną, która z tych klauzul jest faktycznie zastosowana - *condictio sine causa* zgodnie

¹⁸⁶ Patrz rozdział I.3 FN 129.

¹⁸⁷ Odnosi się to do obowiązku wynikającego z prawa zobowiązań i transakcji *in rem*.

z §¹⁸⁸ 877 ABGB, *condictio indebiti*¹⁸⁹ zgodnie z § 1431 ABGB, *condictio ob causam finitam* (*condictio causa finita*)¹⁹⁰ lub *condictio causa data causa non secuta*¹⁹¹, które są uregulowane w § 1435 ABGB (ta ostatnia klauzula wynika jednak z tego przepisu tylko przez analogię).

4.1 Prawa do wartości według TVTG (zasada abstrakcji) i PGR (zasada przyczynowości)

- 86 Warto zauważyć, nawet jeśli nie było to szczególnie skoncentrowane w materiałach legislacyjnych, że zdematerializowane papiery wartościowe stanowią prawa o takiej samej funkcji jak papiery wartościowe zgodnie z art. 81a Końcowego Wydziału PGR w brzmieniu

¹⁸⁸ *Condictio sine causa*, jak sama nazwa wskazuje, odnosi się do zwrotu usług na podstawie umowy, która została zakwestionowana ze względu na brak woli, dlatego też umowa musi zostać uchylona *ex tunc* zgodnie z prawem zobowiązań i własności (zwrot z powodu wyeliminowania przyczyny/transakcji przyczynowej). Por. *Pletzer in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.02, § 877, ust. 2. *condictio sine causa* może konkurować z *condictio indebiti*, *condictio causa data causa non secuta*, powództwem majątkowym i roszczeniami o odszkodowanie - por. *idem*, ust. 24 mwN.

¹⁸⁹ *Condictio indebiti* reguluje odstąpienie od umowy po spłacie niewiążącego zobowiązania; wierzyciel warunkowy dokonuje płatności z zamiarem wypełnienia nieistniejącego zobowiązania, czego skutkiem jest płatność bez podstawy prawnej. Patrz *Lurger in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 f.

¹⁹⁰ *Condictio causa finita* reguluje przypadek późniejszego ustania zobowiązania, przy czym zastosowanie ma skutek *ex tunc* na podstawie prawa zobowiązań oraz skutek *ex nunc* na podstawie prawa własności (np. w przypadku zamiany, obniżenia ceny lub wycofania). Patrz *Lurger in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 oraz § 1435, Rz 1 f.

¹⁹¹ Również *condictio ob rem* (*dati re non secuta*) lub *condictio ob causam datorum*, których celem jest odwrócenie świadczeń, które nie zostały wykorzystane zgodnie z przeznaczeniem.

zmienionym przez BuA 2019/54 lub BuA 2019/93. Poza funkcją dowodową, wyzwalającą, legitymizującą i transportową, zdematerializowane papiery wartościowe pełnią zatem również funkcję ochrony ruchu.¹⁹²

Zostało to również wyraźnie określone przez ustawodawcę w § 81a ust. 87 5 Działu Końcowego PGR w brzmieniu nadanym przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93: *"Każdy, kto w dobrej wierze nabywa zdematerializowane papiery wartościowe lub prawa do zdematerializowanych papierów wartościowych od osoby wpisanej do rejestru zdematerializowanych papierów wartościowych, jest chroniony przy nabyciu tych papierów, nawet jeśli sprzedający nie był uprawniony do dysponowania zdematerializowanymi papierami wartościowymi. W zamian za zwykłe prawa dłużne, prawo papierów wartościowych przewiduje nabycie papierów wartościowych lub praw reprezentowanych przez nie w dobrej wierze w związku z funkcją ochrony rynku, ponieważ prawo zabezpieczone jest zgodne z prawem na papierze, a tym samym z przepisami prawa własności. Zdematerializowane¹⁹³ papiery wartościowe zgodnie z § 81a Końcowego Wydziału PGR w brzmieniu nadanym przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/54 pełnią również tę funkcję, jednakże "[w przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych] wpis do rejestru*

¹⁹² Ogólne przepisy prawa papierów wartościowych w § 73 i nast. Końcowego Oddziału PGR mają być stosowane na równi z nowo wprowadzanimi zdematerializowanymi papierami wartościowymi; w szczególności istotne jest w tym względzie przeniesienie własności w § 75 ust. cit.

¹⁹³ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, s. 97; patrz również rozdział I.2.3.

zdematerializowanych papierów wartościowych zastępuje własność świadectwa. Nabywca, który nabywa w dobrej wierze od osoby wpisanej do rejestru zdematerializowanych papierów wartościowych, musi być chroniony przy nabyciu, nawet jeżeli osoba ta nie była uprawniona do rozporządzania prawami wynikającymi z prawa materialnego”.¹⁹⁴ Aforyzm "prawo do papieru podąża za prawem do papieru"¹⁹⁵ ma zatem zastosowanie, w analogicznej modyfikacji, również do zdematerializowanych papierów wartościowych utworzonych na podstawie BA 2019/54; prawo do papieru podąża za "prawem do papieru", przy czym rejestr zdematerializowanych papierów wartościowych lub wpis do niego ma odpowiednio rzeczywisty charakter. Wraz z wpisem prawa do takiego rejestru praw wpisu "istniejące roszczenie lub prawo członkowskie podlega przepisom o legalizacji i przeniesieniu na mocy prawa wartości". Pod względem funkcjonalnym wpis do rejestru praw do zapisu księgowego jest równoznaczny z przeniesieniem świadectwa [...].¹⁹⁶ Oznacza to również, że nowe zdematerializowane papiery wartościowe skodyfikowane w PGR mają podlegać regulacjom dotyczącym przenoszenia prawa własności, tak jak ma to miejsce w przypadku regulacji dotyczących przenoszenia prawa wartości. Zasady transmisji na podstawie prawa wartości są takie same jak zasady transmisji na podstawie prawa papierów wartościowych, ponieważ materiały prawne stanowią, że zdematerializowane papiery wartościowe są prawami o takiej samej funkcji jak papiery wartościowe. W związku z tym funkcja transportowa takich zdematerializowanych papierów wartościowych zgodnie z PGR w wersji zmienionej przez BuA 2019/54 i BuA 2019/93 ma zastosowanie również do

¹⁹⁴ BuA 2019/54, S 314

¹⁹⁵ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischen Aktienrecht, S 97, mwN.

¹⁹⁶ BuA 2019/54, strona 314.

takich zdematerializowanych papierów wartościowych w taki sam sposób jak do papierów wartościowych, przy czym przeniesienie prawa z papieru wartościowego poprzez przeniesienie prawa z papieru wartościowego na papier wartościowy poprzez przeniesienie prawa z rejestru zdematerializowanych papierów wartościowych - lub wpis do tego rejestru.

Argumentacja ta opiera się na fakcie, że rejestr praw do zapisów księgowych nie zastępuje rejestrów akcji, takich jak rejestr akcji lub rejestr akcji, i że mają one być prowadzone niezależnie od prowadzenia rejestru praw do zapisów księgowych.¹⁹⁷ Świadczy to o tym, że rejestr zdematerializowanych praw poboru nie jest jedynie wykazem akcji, ale w przypadku papierów wartościowych niecertyfikowanych pełni taką samą funkcję jak świadectwo przewidziane w prawie papierów wartościowych. 88

Doktryna szwajcarska przyjmuje ten pogląd również w odniesieniu do papierów wartościowych: *"Jeżeli przy przenoszeniu niezabezpieczonych dłużnych papierów wartościowych brakuje podstawy prawnej porównywalnej z prawem własności, jest ona z pewnością obecna w przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych w formie wpisu do rejestru zdematerializowanych papierów wartościowych, który stanowi element składowy zdematerializowanego papieru wartościowego [...]."*¹⁹⁸ 89

Wynika to również z uwag na temat punktów centralnych prawa papierów wartościowych i prawa papierów wartościowych w projekcie ustawy o utworzeniu TVTG oraz zmiany innych ustaw. Na przykład 90

¹⁹⁷ BuA 2019/54, strona 313.

¹⁹⁸ Jung, The share as effects in Zurich Commentary, Art. 622 OR, N 136 f.

rząd stwierdza, że zdematerializowane papiery wartościowe są "prawami nieobjętymi zabezpieczeniem, które są skonstruowane w taki sposób, że spełniają te same funkcje, co bezpieczeństwo wiary publicznej. Zasadniczo przypisuje się im następujące funkcje: proste przeniesienie prawa poprzez przeniesienie (ewentualnie zatwierdzonej) czynności prawnej (funkcja transportowa); legitymizacja osoby kontaktowej poprzez posiadanie czynności prawnej (funkcja legitymizacyjna) lub zwolnienie dłużnika w przypadku płatności na rzecz (ewentualnie posiadacz aktu (ewentualnie upoważniony przez prawo papierów wartościowych) (funkcja wyzwolenia); nabycie w dobrej wierze prawa zgodnie z zasadami prawa własności (funkcja ochrony ruchu); ograniczenie środków obrony do tych, które są skierowane przeciwko ważności aktu lub które wynikają z aktu (ograniczenie środków obrony) W przypadku konwencjonalnych papierów wartościowych wszystkie te funkcje opierają się na sekurytyzacji prawa z tytułu aktu notarialnego lub posiadania tego aktu. W przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych odstępuje się od reprezentowania prawa; zamiast aktu notarialnego stosuje się rejestr. Zdematerializowane papiery wartościowe [...] mogą być również nabywane w dobrej wierze przez osobę wpisaną do rejestru jako prawowity właściciel. Funkcja transportowa, funkcja legitymacji, funkcja wyzwalania, funkcja ochrony ruchu oraz ograniczanie sprzeciwów opierają się na wpisie do rejestru. Oznacza to, że prawo do prawdziwej wartości ma wszystkie funkcje zabezpieczenia (równoważność funkcjonalna).¹⁹⁹

- 91 To, co jest szczególnie interesujące w tych projektach, to w rzeczywistości trzy powiązane ze sobą aspekty. Po pierwsze, wzmianka o funkcji transportowej oprócz wszystkich innych funkcji papierów wartościowych, po drugie, stwierdzenie, że prawo do zapisu księgowego

¹⁹⁹ BuA 2019/54, s. 110 f.

posiada również wszystkie te funkcje papieru wartościowego (równoważność funkcji, a nie tylko zwykłe użycie) i po trzecie, skupienie się na własności osoby wpisanej do rejestru jako uprawnionej do dysponowania prawem do zapisu księgowego. Wszystkie te aspekty, indywidualnie i zbiorowo, wynikają z charakteru prawa własności nowo skodyfikowanych zdematerializowanych papierów wartościowych. Chociaż § 81a ostatniej sekcji PGR może być wzorowany na brzmieniu art. 973c RZS, treść tego przepisu idzie w diametralnie przeciwnym kierunku. Zgodnie z²⁰⁰ obowiązującą doktryną szwajcarską, szwajcarskie prawo o zdematerializowanych papierach wartościowych na podstawie art. 973c chOR nie pełni funkcji zabezpieczenia i nie zajmuje się nimi w aspekcie prawa własności, gdyż według szwajcarskiej dogmatyki nie pełnią one funkcji transportowej, w związku z czym nabycie takich zdematerializowanych papierów wartościowych w dobrej wierze nie jest w świetle prawa szwajcarskiego możliwe.²⁰¹

Ta różnica w stosunku do szwajcarskiego stanu prawnego w zakresie zdematerializowanych papierów wartościowych została wyraźnie 92 stwierdzona przez ustawodawcę: *"Ta funkcjonalna równoważność uzasadnia nieograniczoną równoważność zdematerializowanych papierów wartościowych z papierami wartościowymi zgodnie z § 81a SchlT PGR"*.²⁰² Jednak ustawodawca z Liechtensteinu poszedł o krok dalej i wraz z wprowadzeniem TVTG i zmianą innych ustaw nie tylko wyznaczył kamień milowy w prawie, który mógłby być potencjalnie równoważny z PGR w przyszłości, ale także zwiastował prawdopodobnie największy

²⁰⁰ BuA 2019/54, s. 120.

²⁰¹ Kuhn w CHK - Hand commentary on Swiss private law, Art. 973c OR, N 1b.

²⁰² BuA 2019/54, s. 111.

wartościowych, a tym samym przepisom prawa rzeczowego. Największa nowość, jaką niesie ze sobą projekt ustawy w związku z ustawą Block Chain Law of Liechtenstein, jak się ją nazywa, nie wydaje się nawet znajdować w TVTG.

Należy jednak zauważyć, że rejestr praw do zapisu księgowego musi 93
być zorganizowany w taki sposób, aby wykluczyć możliwość nieuprawnionego naruszenia przez dłużnika praw wierzyciela, w²⁰⁴przeciwnym razie nie ma rejestru praw do zapisu księgowego, gdyż mogłoby to prowadzić do poważnych nadużyć ze strony dłużnika. Oprócz prowadzenia rejestru praw do zapisu księgowego w wiarygodnym systemie w rozumieniu TVTG (zdecentralizowana baza danych), możliwe jest również zlecenie tego zadania niezależnej stronie trzeciej.²⁰⁵

Ustawodawca przewiduje również, że rejestr praw wpisu do ksiąg 94
może być prowadzony w dowolnej formie i nie musi być koniecznie prowadzony w formie fizycznej w celu zachowania zgodności z przepisami prawa własności; zamiast tego rejestr praw wpisu do ksiąg może być również prowadzony w formie elektronicznej. Ponadto rejestr praw do zapisu książki może być również prowadzony w zdecentralizowanych bazach danych w rozumieniu TVTG.²⁰⁶ Należy zauważyć, że samo prowadzenie rejestru praw do zapisu książki w zdecentralizo-

²⁰⁴ § 81a ust. 2 ostatniego akapitu PGR w brzmieniu zmienionym przez BuA 2019/93 (ten fragment został zapomniany w BuA 2019/54 z powodu błędu redakcyjnego - patrz BuA 2019/93, str. 74).

²⁰⁵ BuA 2019/54, s. 113.

²⁰⁶ BuA 2019/54, strona 313.

wanej bazie danych w rozumieniu TVTG nie prowadzi jeszcze do zastosowania przepisów dotyczących transmisji w odniesieniu do praw do zapisu książki w ramach TVTG w wersji zmienionej ustawą federalną o nadzorze nadawczym 2019/93; w tym celu prawa do zapisu książki musiałyby być zarządzane w formie żetonów w systemie VT.

- 95 Taking into account Liechtenstein's liberal financial and business location, the new regulation of book-entry securities under the TVTG and PGR, both of which were amended in 2019/54 and 2019/93 respectively, allows maximum disposition. Oprócz emisji papierów wartościowych, przedsiębiorcy mogą w przyszłości wybierać, czy będą emitować papiery wartościowe niecertyfikowane w ramach TVTG, do których stosuje się przepisy prawa rzeczowego w sposób adekwatny funkcjonalnie, przy czym obowiązuje zasada abstrakcji, czy też będą emitować papiery wartościowe niecertyfikowane w ramach nowego § 81a Końcowego Oddziału PGR, do których stosuje się przepisy prawa rzeczowego w sposób adekwatny funkcjonalnie, pozostając jednocześnie w zwyczajowym reżimie cywilnoprawnym zasady przyczynowości. Takie zdematerializowane papiery wartościowe zgodnie z PGR w wersji znowelizowanej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93 mogą być również przedmiotem roszczeń zwrotnych na podstawie prawa własności, jeżeli transakcja tytułowa zostanie przerwana.²⁰⁷ Wydaje się, że jest to ukryta rewolucja w prawie papierów wartościowych i systemie praw do zapisu na rachunku papierów wartościowych wraz z wprowadzeniem TVTG, która ma być zlokalizowana poza TVTG, zwłaszcza że wydaje się, iż ta istotna okoliczność nie była prawie wcale

²⁰⁷ Dzieje się tak pomimo faktu, że zasadniczo brakuje elementu cielesności, jednak element taki zakłada się w rejestrze praw książkowych lub wpisie konstytutywnym do niego, co skutkuje traktowaniem prawa własności.

brana pod uwagę w procesie legislacyjnym. Ponadto, z ekonomicznego punktu widzenia, takie prawa dostępu do ksiązek mogą być bardziej atrakcyjne niż symboliczne prawa dostępu do ksiązek w TVTG zgodnie z § 81a Działu Końcowego PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93, ponieważ nie mają zastosowania minimalne wymogi kapitałowe zgodnie z art. 16 TVTG w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93.

W związku z tym, jeżeli nie dojdzie do skutecznej transakcji obligato- 96
ryjnej lub jeżeli taka transakcja w późniejszym terminie przestanie istnieć, zgodnie z prawem o wzbogacaniu się na podstawie zasady abstrakcji należy odwrócić tokenizację zdematerializowanych papierów wartościowych TVTG, natomiast zdematerializowane papiery wartościowe mogą być indeksowane zgodnie z PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw o Prawie Cywilnym z 2019/93 r. na podstawie zasady przyczynowości.²⁰⁸

Aby móc szczegółowo zrozumieć te aspekty, nastąpi ogólna dygresja 97
na temat zasady przyczynowości i abstrakcji oraz związanego z nią konfliktu paradygmatów w systemach prawa cywilnego (Środkowej) Europy - *"Umowa in rem i związek z przyczynowością jest problemem dogmatycznym, który jest tak stary, jak centralny. Mimo to, wiele pytań nadal pozostaje bez odpowiedzi."*²⁰⁹

Zarówno zasady przyczynowości, jak i abstrakcji regulują relację 98
pomiędzy transakcją zaangażowania²¹⁰ a transakcją zbycia - pomiędzy

²⁰⁸ Patrz również rozdział I.2.5.

²⁰⁹ *Honsell, tradition and cession - causal or abstract?*, w FS *Wiegand*, s. 349.

²¹⁰ Również transakcja tytułowa, transakcja bazowa, transakcja przyczynowa lub causa.

tytułem a trybem. Przejęcie własności jest zupełnie inne w krajach niemieckojęzycznych. Zgodnie z zasadą konsensusu, prawo niemieckie opiera się na abstrakcyjnej umowie przeniesienia własności składającej się z konsensusu woli i rzeczywistego przeniesienia. Natomiast prawo austriackie, szwajcarskie i Liechtensteinu, zgodnie z zasadą związku przyczynowego, opiera się na rzeczywistej transakcji przyczynowej, nawet jeśli umowa rzeczowa jest tu bezsporna.²¹¹ *"Ta zagmatwana odmiana powstała z dwulicowego dominium prawa rzymskiego. Z jednej strony, abstrakcyjna manzypacja lub in iure cessio, która jest oderwana od podstawy prawnej, a z drugiej strony traditio ex iusta causa.*²¹² Prawo rzymskie znało więc zarówno abstrakcyjną transakcję zbycia, jak i przeniesienie oparte na prawnie obowiązującym tytule.²¹³ *"Wszystkie cztery możliwości zostały rozwinięte na podstawie tych elementów: abstrakcyjna umowa rzeczowa (prawo niemieckie), umowa przyczynowa, umowa rzeczowa (Austria), możliwość odstąpienia od umowy rzeczowej i przekazania (Francja, Włochy), możliwość odstąpienia nie od przekazania, ale od umowy rzeczowej (według opinii mniejszości w Szwajcarii).*²¹⁴ Zasada konsensusu jest zgodna z maksymą, że własność jest tylko pomysłem, dlatego też musi być możliwa do przeniesienia w drodze konsensusu i nie jest konieczna żadna tradycja, zgodnie z zasadą jawności. Savigny połączył zasadę tradycji z zasadą konsensusu w trzeciej zasadzie - umowie rzeczowej - zgodnie z którą wymagane jest przeniesienie własności, ale jest ona sformułowana jako

²¹¹ Honsell, tradition and cession - causal or abstract?, w FS Wiegand, S 349 (s. 350 f).

²¹² Honsell, tradition and cession - causal or abstract?, w FS Wiegand, s. 349 (s. 351).

²¹³ Ibidem.

²¹⁴ Ibidem.

umowa rzeczowa - w przeciwieństwie do rzymskiego *traditio*, które stanowiło jedynie fakt.²¹⁵

Podczas gdy w jurysdykcjach niemieckojęzycznych istnieje konsensus 99 co do umownego charakteru transferu ryzyka, poglądy na temat zależności od podstawy prawnej są różne. W związku z tym zasada abstrakcji charakteryzuje się tym, że nabywca nabywa własność niezależnie od tego, czy istnieje również prawnie skuteczna transakcja obowiązkowa.²¹⁶ Zaletami zasady abstrakcji są "ochrona ruchu drogowego i swoboda projektowania, jak również elastyczność prawna i jasność pojęciowo-systemowa".²¹⁷ Natomiast w przypadku zasady związku przyczynowego, transakcje rozrządzenia i zobowiązania mają charakter pomocniczy (tradycja przyczynowa). W²¹⁸ przypadku ustania transakcji zobowiązaniowej można wskazać własność - co najmniej jednej pozycji. Zasada abstrakcji przyczynia się zatem do ochrony ruchu

²¹⁵ *Honsell*, tradition and cession - causal or abstract?, w *FS Wiegand*, S 349 (S 351 f mwN).

²¹⁶ *Idem*, s. 353.

²¹⁷ *Honsell*, Tradition and Cession - causal or abstract?, w *FS Wiegand*, S 349, S 353, w odniesieniu do *Stadler*, Gestaltungsfreiheit und Verkehrsschutz durch Abstraktion, S 728 i nast.

²¹⁸ Mimo że termin "przystępność" jest w zasadzie używany tylko w związku z istnieniem roszczeń i zapewnieniem dla nich zabezpieczenia; co do zasady zabezpieczenie istnieje tylko w takim zakresie, w jakim roszczenie nadal istnieje, tzn. jest akcesorium do roszczenia. Inaczej niż w Austrii, w przypadku przeniesienia własności w drodze zabezpieczenia nie jest jednak wymagane żadne rzeczywiste przeniesienie własności zabezpieczenia jako akt jawności, lecz wystarczy fikcyjne przeniesienie za pomocą instytucji własności, pod warunkiem że zostało to uzgodnione w umowie o zabezpieczeniu. Por. *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, tom I, S 406, Rz 4 (art. 187 w związku z art. 503 SR).

drogowego, a także do jasności pojęciowej i prawnej, ponieważ odróżnia ona prawo własności od prawa zobowiązań w sposób bardziej wyraźny niż zasada związku przyczynowego. Konsekwencją oparcia zasady związku przyczynowego na czynności prawnej jest to, że w zależności od stosunku zadłużenia transakcja jest albo wskazana, albo nadana, a także powstają konstelacje, w których sprzedający może wskazać wartość przedmiotu, podczas gdy kupujący może żądać jedynie ceny zakupu zapłaconej na podstawie prawa koncesyjnego.²¹⁹

- 100 *Honsell* uważa, że odwracanie umów na mocy prawa własności nie ma odpowiedniego charakteru, ponieważ w zależności od transakcji podstawowej, w jednym przypadku bezwzględne prawo własności ma zastosowanie ze skutkiem erga omnes, a w innym przypadku jedynie względne prawo do roszczenia między stronami i opowiada się za jednolitym systemem odwracania.²²⁰ Nie można zatem zakładać, że wprowadzenie zasady abstrakcji w odniesieniu do przekazywania żetonów zgodnie z TVTG doprowadziłoby do gorszej sytuacji, na przykład upadłości, w porównaniu z mającą zastosowanie w innym przypadku zasadą związku przyczynowego. W przeciwieństwie do zabezpieczenia lub innego prawa rzeczowego, roszczenie lub prawo do wartości może być przyznane jedynie w formie kaucji. TVTG oświadcza, że prawo własności należy stosować w sposób odpowiedni pod względem funkcjonalnym, który umożliwiłby w pierwszej kolejności

²¹⁹ *Honsell*, tradition and cession - causal or abstract?, w FS *Wiegand*, S 349 (s. 354 f).

²²⁰ *Honsell*, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?, w FS *Wiegand*, S 349 (S 357); por. także idem, S 360 ff, dotyczące wyników teorii dwóch warunków, a także dalszych różnic pomiędzy przyczynowym i abstrakcyjnym przeniesieniem własności (zwłaszcza w łańcuchu sprzedaży, upadłości i ponownego przejścia od strony nieuprawnionej).

wskazanie żetonów. Zapobiega temu jednak wprowadzenie zasady abstrakcji, ponieważ transakcja zbycia pozostaje abstrakcyjna i bez związku przyczynowego, a jej odwrócenie może nastąpić jedynie zgodnie z prawem o wzbogacaniu.²²¹ Inaczej wygląda sytuacja w przypadku nowo wprowadzonych zdematerializowanych papierów wartościowych w § 81a Końcowego Oddziału PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93, które pełnią taką samą funkcję jak papiery wartościowe. W związku z tym należy je również traktować zgodnie z prawem własności, a następnie mogą być indeksowane, ponieważ zasada związku przyczynowego nadal obowiązuje w Liechtensteinie poza TVTG.

Wreszcie, i tylko w celu zapewnienia kompletności i porządku, należy 101 zauważyć, że TVTG należy zasadniczo rozpatrywać tylko wtedy, gdy zastosowanie ma prawo Liechtensteinu. Ma to miejsce w przypadku, gdy dostawca usług VT w ramach TVTG z siedzibą w Liechtensteinie generuje i sprzedaje lub wydaje żetony, lub strony w sposób ważny oświadczają, że TVTG lub prawo materialne Liechtensteinu jest właściwe; TVTG w wersji zmienionej przez ustawę federalną nr 2019/54 lub również przez ustawę federalną nr 2019/93 powołuje się na tę możliwość w art. 3 ust. 2. Należy również zauważyć, że moneta lub żeton może być również generowany i sprzedawany lub wydawany w oparciu o centralną bazę danych zamiast w oparciu o zdecentralizowaną bazę danych (technologia oparta na DLT lub łańcuchu blokowym lub technologia godna zaufania w rozumieniu TVTG) - w tym przypadku zakres działania TVTG nie jest od początku otwarty, ponie-

²²¹ Zob. BuA 2019/54, s. 203.

waż art. 2 ust. 1 lit. c TVTG obowiązkowo stanowi, że żeton jest informacją w systemie VT. Istotą systemu VT jest zatem decentralizacja, jak to ma miejsce np. w przypadku technologii łańcuchów blokowych.

4.2 Wniosek Abstrakcja i zasada związku przyczynowego po wprowadzeniu TVTG

- 102 BuA 2019/93 wprowadza prawa wartości według TVTG (prawa wartości reprezentowane przez token w systemie VT) oraz prawa wartości według PGR. Przeniesienie zdematerializowanych papierów wartościowych na podstawie § 81a Końcowego Oddziału PGR z późniejszymi zmianami w 2019/93 r. jest zgodne z zasadami przenoszenia papierów wartościowych. Materiały ustawodawcze wyraźnie stwierdzają, że zdematerializowane papiery wartościowe zgodnie z PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw z 2019/93 r. są prawami o takiej samej funkcji jak papiery wartościowe. W związku z tym funkcja transportowa ma zastosowanie również do tych zdematerializowanych papierów wartościowych. Zamiast przeniesienia prawa z zabezpieczenia przez przekazanie zabezpieczenia, przeniesienie prawa z ewidencji księgowej następuje przez przeniesienie prawa z ewidencji księgowej - tj. w drodze rejestracji.
- 103 Rejestr zdematerializowanych papierów wartościowych zgodnie z PGR w wersji zmienionej przez BuA 2019/93 nie jest wykazem akcji i jest prowadzony niezależnie od tych wykazów. Wpis prawa do rejestru zdematerializowanych papierów wartościowych ma skutek konstytutywny i w odniesieniu do zdematerializowanych papierów wartościowych pełni taką samą funkcję jak świadectwo depozytowe. Prawdziwe prawo do zapisu w formie zdematerializowanej ma funkcjonalną równoważność z papierami wartościowymi; oznacza to, że

prawo do zapisu w formie zdematerializowanej zgodnie z PGR zmienionym do 2019/93 r. ma wszystkie funkcje papieru wartościowego. Takie prawa do zdematerializowanych papierów wartościowych, podobnie jak papiery wartościowe, pełnią również funkcję transportową, legitymizacyjną i wyzwalającą, funkcję ochrony ruchu, a także ograniczają zastrzeżenia.

Funkcje te opierają się na majątkowym charakterze zdematerializowanych papierów wartościowych zgodnie z § 81a Działu Końcowego PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93. Mimo, że brzmienie przepisu opiera się na art. 973c szwajcarskiego kodeksu obowiązków, to jednak przepis ten idzie znacznie dalej pod względem treści, gdyż przepis szwajcarski odrzuca przekazanie funkcji zabezpieczenia niecertyfikowanym papierom wartościowym; w Szwajcarii odmawia się przekazania funkcji transportowej w związku z niecertyfikowanymi papierami wartościowymi, a następnie również nabycia dobrej wiary. 104

W § 81a Końcowego Wydziału PGR w wersji zmienionej w roku 2019/93 ustawodawca z Liechtensteinu zapowiedział jednak jeden z największych przełomów w dogmatyce prawa cywilnego i ryzykując, że będzie on powtarzał się, następujący cytat jest jednak na tyle istotny, że trzeba go jeszcze raz podkreślić: *"Nic nie mówi § 81a SchIT PGR o tym, jakie prawa mogą być reprezentowane w formie zdematerializowanych papierów wartościowych. W praktyce nacisk zostanie położony z jednej strony na roszczenia zamiennie, a z drugiej na prawa członkowskie w korporacjach i spółkach. Co do zasady musi być jednak możliwa sekurytyzacja wszystkich* 105

*rodzajów praw podmiotowych, które mogą być przedmiotem czynności prawnych”.*²²²

- 106 W związku z tym w ramach tego systemu wszystkie prawa mogą być rejestrowane lub sekurytyzowane w zdematerializowanym rejestrze papierów wartościowych i tym samym podlegać przepisom dotyczącym przenoszenia praw zgodnie z prawem papierów wartościowych. W związku z tym takie zdematerializowane papiery wartościowe są traktowane jako prawa majątkowe. Należy zauważyć, że materialne przepisy zasad dotyczących papierów wartościowych mają zastosowanie w sposób funkcjonalnie równoważny do zdematerializowanych papierów wartościowych zgodnie z PGR w wersji zmienionej w 2019/93 r., a nie tylko w sposób funkcjonalnie adekwatny, jak ma to miejsce w przypadku (symbolizowanych) zdematerializowanych papierów wartościowych zgodnie z TVTG w wersji zmienionej w 2019/93 r. Największa rewolucja prawna, wynikająca z projektu TVTG i nowelizacji innych ustaw, zdaje się nawet nie mieć miejsca w TVTG, ale w PGR. Jest to tym bardziej istotne, że zasada związku przyczynowego ma nadal zastosowanie do zdematerializowanych papierów wartościowych w ramach PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93, podczas gdy zasada abstrakcji ma zastosowanie do zdematerializowanych papierów wartościowych w ramach TVTG.
- 107 Prawa do wartości w ramach PGR mogą być zatem indeksowane zgodnie z nową sytuacją prawną, podczas gdy prawa do wartości w ramach TVTG mogą być przyznawane tylko ze względu na zasadę abstrakcji. Spółki mogą zatem wybrać, jeśli mają odpowiednią strukturę, czy chcą

²²² BuA 219/54, strona 111.

podlegać reżimowi TVTG, do którego w odpowiedni sposób funkcjonalnie stosują się przepisy prawa własności, czy też reżimowi PGR zmiennemu w latach 2019/93, do którego w odpowiedni sposób funkcjonalnie stosują się przepisy prawa własności. PGR będzie nadal podlegał zasadzie przyczynowości, natomiast TVTG będzie podlegała zasadzie abstrakcji.

Należy jednak wziąć pod uwagę, że rejestr papierów wartościowych w 108 formie zapisu księgowego musi być zorganizowany w taki sposób, aby nie dochodziło do nieuzasadnionej ingerencji dłużnika w prawa wierzyciela. Jeżeli nie można tego zagwarantować, nie istnieje również rejestr praw do zapisu księgowego, ponieważ w przeciwnym razie w lokalu dłużnika znajdowałaby się rażąco niekorzystna możliwość nadużyć. Rejestr praw wpisu do księgi może być również prowadzony w formie elektronicznej i nie musi być fizycznie zorganizowany, aby podlegał przepisom prawa rzeczowego. Rejestr praw do zapisów księgowych może być również prowadzony w sposób zdecentralizowany, zwłaszcza że zdecentralizowane lub wiarygodne technologie określone przez TVTG najlepiej nadają się do prowadzenia rejestru praw do zapisów księgowych i mogą również zapobiegać wyżej wymienionym możliwościom nadużyć. Należy zauważyć, że zarządzanie rejestrem praw dostępu do ksiąg nie musi oznaczać, że prawa dostępu do ksiąg muszą być również wydawane w formie żetonów, co z kolei sprawiłoby, że podlegałyby one TVTG.

Ostatecznie nie można twierdzić, że wprowadzenie zasady abstrakcji 109 w odniesieniu do transmisji żetonów zgodnie z TVTG doprowadziłoby do gorszej sytuacji, na przykład upadłości, w porównaniu z mającą zastosowanie w innym przypadku zasadą związku przyczynowego.

Przed wprowadzeniem w życie TVTG lub PGR w wersji zmienionej ustawą federalną o nadzorze nad bezpieczeństwem prywatnym (BuA 2019/93), roszczenie lub prawo wstępu do książki mogło być również przyznane tylko w przypadku, gdy było to możliwe.

- 110 Wyjaśniając odpowiednie pod względem funkcjonalnym zastosowanie przepisów prawa rzeczowego do tokenów w TVTG, po raz pierwszy możliwe byłoby wskazanie tokenów w przypadku zaprzestania działalności w zakresie obrotu nieruchomościami. Jednocześnie zapobiega się temu ponownie w odniesieniu do ostateczności łańcucha blokowego poprzez wprowadzenie zasady abstrakcji dla przepisów dotyczących transmisji zgodnie z TVTG. Nawet w przypadku wyeliminowania przyczyny, zbycie żetonów pozostaje według TVTG abstrakcyjne i może prowadzić jedynie do odwrócenia transakcji zgodnie z prawem o wzbogacaniu. Inaczej jest, jak już wyjaśniono, w przypadku nowo wprowadzonych niecertyfikowanych papierów wartościowych w § 81a Działu Końcowego PGR w brzmieniu zmienionym przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93, które pełnią tę samą funkcję co papiery wartościowe, w związku z czym w przypadku ustania transakcji na papierach wartościowych tryb ten nie ma już zastosowania, a ponadto, ze względu na aktualny charakter prawa majątkowego niecertyfikowanych papierów wartościowych, można ich żądać również w drodze postępowania windykacyjnego zgodnie z PGR w brzmieniu zmienionym przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93.

5. Tokenizacja w inwestycjach indywidualnych i zbiorowych

W niniejszym rozdziale zbadany zostanie kompleks zagadnień związanych z sekurytyzacyjnymi spółkami specjalnego przeznaczenia (SPV) w odróżnieniu od programów zbiorowego inwestowania. W zakresie prawa spółek koncentruje się na spółce akcyjnej jako SPV i spółce akcyjnej o zmiennym kapitale zakładowym (AGmVK) jako spółce inwestycyjnej funduszu zgodnie z art. 361 PGR.²²³ W związku z łańcuchem blokowym lub tokenizacją omówione zostaną techniczne możliwości tokenizacji portfeli zawierających kilka instrumentów finansowych (zarządzanie portfelem na zasadzie indywidualnego klienta w rozumieniu usługi inwestycyjnej) oraz wynikające z tego konsekwencje prawne, które mają szczególnie charakter nadzorczy. Kwestią szczególną, w związku z regulacją funduszy, będzie spółka akcyjna w formie podmiotu wyodrębnionego w ramach segmentu (Spółka

111

²²³ AFI z Liechtensteinem może być utworzony na podstawie umowy (fundusz inwestycyjny), za pośrednictwem trustu (fundusz powierniczy), w formie umowy spółki (spółka inwestycyjna) lub w formie spółki osobowej (spółka komandytowo-inwestycyjna lub inwestycyjna spółka komandytowa) (art. 6 ust. 1 ZAFI). Spółka Inwestycyjna może być zorganizowana jako spółka akcyjna, AGmVK, Societas Europaea (SE) lub jako zakład (art. 9 ust. 1 ZAFI). Por. również art. 4 i 7 UCITSG, zgodnie z którymi nie można utworzyć UCITS w formie spółki osobowej. Odnośnie do rozróżnienia od przedsiębiorstw inwestycyjnych w ramach programu IUA 2015, zob. tytuł II. Rozdział II.2.3.4 zakładami w Liechtensteinie nie jest jasne - dość ogólnie i w oderwaniu od emisji funduszy - czy przepisy prawa unijnego mające zastosowanie do spółek akcyjnych (np. ograniczenia dotyczące nabywania akcji własnych) mają zastosowanie, ponieważ nadal nie jest jasne, czy odniesienie w art. 551 PGR jest czystym odniesieniem do skutków prawnych, czy też istotnym odniesieniem do normy (odniesienie do podstawy prawnej); tylko w tym ostatnim przypadku akty Unii miałyby znaczenie również dla zakładu w Liechtensteinie.

Komórek Ochronnych; PCC) zgodnie z art. 243 PGR, która emituje akcje segmentu lub inne instrumenty na poziomie swoich segmentów.

5.1 Kwestie rozgraniczające inwestycje zbiorowe (struktury funduszy)

- 112 Zarządzanie portfelem stanowi usługę inwestycyjną zgodnie z art. 4 ust. 1 nr 8 MiFID II w związku z załącznikiem I sekcja A nr 4 MiFID II i zostało przekształcone w prawo krajowe w Liechtensteinie w załączniku 2 sekcja A ust. 1 nr 4 Prawa bankowego. Zgodnie z definicją prawną, zarządzanie portfelem jest definiowane jako zarządzanie portfelem na zasadzie indywidualnej, z zachowaniem dyskrekcji w zakresie upoważnienia lub pełnomocnictwa udzielonego przez klienta, przy czym portfel musi zawierać jeden lub więcej instrumentów finansowych. Innymi słowy, dyskrecjonalne zarządzanie instrumentami finansowymi w imieniu klienta indywidualnego. Przez zarządzanie rozumie się stałe monitorowanie i inwestowanie zgodnie z wytycznymi inwestycyjnymi przez pewien okres czasu. Jeżeli uznaniowe zarządzanie portfelem w oparciu o klientów indywidualnych jest realizowane na poziomie zbiorczym, podlega ono regulacji funduszu. Uznaniowe zarządzanie indywidualnym portfelem różni się zatem od zarządzania zbiorowym portfelem lub systemu funduszy, który również opiera się na uznaniowym zakresie strategii inwestycyjnej i, odpowiednio, alokacji aktywów.²²⁴

²²⁴ *Seggermann w Brandl/Saria, WAG, wydanie 2, § 1, nota objaśniająca 26; w ramach tego systemu nie istnieją tzw. fundusze pojedynczego inwestora, w których fundusz jest zarezerwowany do tworzenia i emitowania własnej klasy akcji w ramach przedziału, który jest przeznaczony tylko dla jednego inwestora.*

Jeżeli natomiast nie ma uznaniowości, wówczas - dla poszczególnych klientów - w zależności od konkretnej realizacji, świadczona będzie albo usługa inwestycyjna polegająca na wykonywaniu zleceń (w odniesieniu do Instrumentów Finansowych) w imieniu klientów, albo na przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń w odniesieniu do Instrumentów Finansowych. Kolejne²²⁵ rozróżnienie polega na tym, że inwestowanie zgromadzonych środków - na poziomie zbiorowym - bez uznaniowości w zakresie wcześniej określonych celów inwestycyjnych będzie regularnie oparte na strategii czysto biznesowej, a nie na strategii inwestycyjnej spółki celowej zajmującej się sekurytyzacją.²²⁶ Tak więc można wyróżnić cztery przypadki, w zależności od tego, czy dokonywana jest inwestycja indywidualna czy zbiorowa oraz czy jest to inwestycja uznaniowa czy nieuznaniowa. 113

Jeżeli prawo do emisji instrumentów finansowych w ramach portfela opartego na uznaniowym zarządzaniu aktywami, tj. sam portfel, jest reprezentowane w formie żetonu, to taki żeton sam w sobie stanowi instrument finansowy, tj. zaświadczenie w sensie kwitu depozytowego na zbywalne papiery wartościowe, w rozumieniu Załącznika 2 ust. C nr 1 do Prawa bankowego.²²⁷ 114

²²⁵ Załącznik I sekcja A nr 1 i 2 do MiFID II oraz załącznik 2 sekcja A pkt 1 i 2 do Prawa bankowego.

²²⁶ Szczegółowe informacje na temat tego rozróżnienia znajdują się w rozdziale I.5.2.

²²⁷ Por. w odniesieniu do kwitów depozytowych tytuł II rozdział II.2.3.2 również kwitami depozytowymi, ponieważ przechowywanie i administrowanie instrumentami finansowymi odbywa się w ramach działalności depozytowej zarezerwowanej dla banków. Zarządzający aktywami zarządza więc portfelem

Jak wyjaśniono, zarządzanie portfelem wymaga jednej bazy klientów. Chociaż z technicznego punktu widzenia możliwe jest oznaczenie takiego portfela instrumentów finansowych i rozdzielenie go pomiędzy kilka osób, należy rozważyć, czy nie wychodzi to już z zakresu zarządzania portfelem indywidualnym i nie stanowi inwestycji zbiorowej. Zgodnie z art. 4 ust. 1 lit. b) dyrektywy w sprawie ZAFI zarządzający²²⁸ AFI jest definiowany jako osoba prawna, której działalność gospodarcza polega na zarządzaniu AFI.²²⁹ Należy zauważyć, że zgodnie z art. 6 ust. 5 lit. a) ZAFI nie może być upoważniony do świadczenia wyłącznie usług, o których mowa w ust. 4 część cit. (indywidualne zarządzanie portfelem i usługi dodatkowe). Ponadto zgodnie z art. 6 ust. 5 lit. d) ZAFI świadczy usługi wymienione w załączniku I nr

przechowywanym w banku dla klienta. Działalność powiernicza jest regulowana w art. 3 ust. 3 lit. c BankG. Działalność powiernicza jest definiowana jako przechowywanie i/lub administrowanie zbywalnymi papierami wartościowymi dla innych podmiotów. Powiernik ma na celu przejęcie w posiadanie, a zarządzanie ma na celu wykonywanie praw wynikających ze zbywalnych papierów wartościowych (np. wykonywanie prawa głosu z odpowiednim upoważnieniem) - por. BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, z dnia 06.01.2009, ostatnio zmienione w dniu 17.02.2014, P 1. i 1. b) oraz *Seggermann w Brandl/Saria*, WAG, wydanie drugie, § 1, Rz 43 f.

²²⁸ Dyrektywa 2011/61/UE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

²²⁹ Artykuł 4 ust. 1 lit. a) dyrektywy w sprawie ZAFI; zgodnie z art. 4 ust. 1 lit. a) dyrektywy w sprawie ZAFI, AFI jest definiowany jako przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania, w tym jego subfundusze, które gromadzi kapitał od szeregu inwestorów w celu inwestowania go zgodnie z określoną strategią inwestycyjną z korzyścią dla tych inwestorów i które nie jest ani UCITS w rozumieniu UCITSD, 2009/65/WE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>, ani przedsiębiorstwem inwestycyjnym w rozumieniu IUA 2015 (por. art. 4 ust. 1 lit. 1 ZAFI i tytuł II rozdział II.2.3.4).

1 lit. a) i b) do ZAFI. Są to funkcje zarządzania inwestycjami w zakresie zarządzania portfelem i zarządzania ryzykiem.²³⁰

Motyw 20 dyrektywy w sprawie ZAFI wyjaśnia, że zarządzanie portfelem w rozumieniu dyrektywy w sprawie ZAFI oznacza zarządzanie portfelem wspólnym lub zbiorowym, a nie zarządzanie portfelem indywidualnym w rozumieniu MiFID II. Istotą indywidualnego zarządzania portfelem jest zatem przekazanie administrowania lub rozliczania i obrotu instrumentami finansowymi zarządzającemu aktywami, przy jednoczesnym zrzeczeniu się przez klienta uprawnień do dysponowania.²³¹ *"Gdyby jednak klient zrzekł się wszystkich uprawnień do dysponowania, tj. prawa do wydawania instrukcji swojemu partnerowi biznesowemu (tj. zarządzania przez osobę trzecią), partner biznesowy miałby zatem więcej niż tylko uprawnienia do dysponowania portfelem zarządzanym dla klienta (tj. inwestycją) [...]"*,²³² stanowiłoby to główny element systemu funduszu. 116

W związku z tym łączenie kapitału w celu zainwestowania portfela instrumentów finansowych i (pośredniego) udziału w nim za pośrednictwem przedsiębiorstwa poprzez emisję żetonów reprezentujących 117

²³⁰ Należy zauważyć, że zarządzanie AFI na mocy art. 4 ust. 1 lit. w) dyrektywy w sprawie ZAFI jest już zapewnione, jeżeli wykonywana jest tylko jedna z tych funkcji. Zob. dalszy dokument do dyskusji Urzędu 2012/117, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>, ust. 4 i kolejne.

²³¹ Seggermann w Brandl/Saria, WAG 2018, wydanie 2, ust. 1 nr 3 lit. d WAG, marża nr 26.

²³² Seggermann w Brandl/Saria, WAG 2018, wydanie 2, ust. 1 nr 3 lit. d WAG, marża nr 26.

udział w przedsiębiorstwie doprowadziłoby do zbiorowego zarządzania portfelem i tym samym do wspólnej inwestycji w rozumieniu rozporządzenia w sprawie funduszu. Wydaje się jednak, że w zasadzie możliwe jest również symbolizowanie zainwestowanego portfela instrumentów finansowych w kwicie depozytowym, a następnie emitowanie go. Należy jednak zauważyć, że taki portfel, dla którego wystawiono kwity depozytowe lub kwity depozytowe, może nie być zarządzany, ponieważ w przeciwnym razie stanowiłby ponownie inwestycję indywidualną lub zbiorową.²³³

5.2 Akcje i udziały w spółkach celowych i jednostkach uczestnictwa w funduszach

118 Należy zauważyć, że w ramach systemu UCITS fundusz może inwestować wyłącznie w płynne aktywa finansowe, dlatego też tzw. fundusze

²³³ Por. również uwagi BaFin dotyczące definicji AFI, zgodnie z którą należy dokonać inwestycji na rzecz inwestorów, BaFin, List interpretacyjny w sprawie zakresu stosowania KAGB oraz terminu "fundusz inwestycyjny", 14.06.2013 r., ostatnio zmieniony w dniu 09.03.2015 r., https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html, rozdział I, P 6: "Kwestie na rzecz inwestorów". *np. bank emituje obligację w formie świadectwa, którego wyniki są powiązane z różnymi papierami wartościowymi jako instrumentem bazowym lub z indeksem, który sam stworzył, nie dokonuje się inwestycji z korzyścią dla inwestorów, jeżeli bank może swobodnie korzystać z pieniędzy inwestorów i nie obiecuje inwestować pieniędzy inwestorów w aktywa bazowe [sic!] W tym przypadku Bank realizuje jedynie własne cele zarobkowe. Inwestycja na korzyść inwestorów jest również zasadniczo mało prawdopodobna, jeżeli Bank inwestuje część środków pieniężnych otrzymanych za pośrednictwem certyfikatów w portfelu referencyjnym lub mapuje je za pośrednictwem swapu z osobą trzecią, jeżeli inwestycja lub mapowanie za pośrednictwem swapu jest dokonywane wyłącznie w celu zabezpieczenia własnego ryzyka straty wobec posiadacza certyfikatu.*

kryptograficzne, tj. fundusze denominowane w walutach kryptograficznych, które nie reprezentują płynnych instrumentów finansowych, mogą być zakładane wyłącznie jako AFI.²³⁴ W związku z tym niniejszy rozdział będzie się odnosił w szczególności do systemu AFI.

Jak wyjaśniono powyżej, AFI jest, zgodnie z definicją prawną, każdym 119 przedsiębiorstwem zbiorowego inwestowania, które gromadzi kapitał inwestorów i w konsekwencji inwestuje go zgodnie z określoną strategią inwestycyjną z korzyścią dla inwestorów, a ponadto nie jest ani UCITS w rozumieniu UCITSG, ani przedsiębiorstwem inwestycyjnym w rozumieniu IUG 2015.²³⁵ Pojęcie kapitału musi być szeroko interpretowane i obejmuje wszystkie rodzaje aktywów, takie jak prawa członkowskie, roszczenia i prawa własności: *"Aktywa mogą obejmować na przykład tradycyjne aktywa (kapitał własny, związane z kapitałem własnym, dłużne itp.), private equity, nieruchomości i inne nietradycyjne klasy aktywów, takie jak statki, lasy, wino itp. oraz wszelkie ich połączenia*²³⁶. Pojęcie kapitału, które należy interpretować szeroko zgodnie z ZAFI, obejmuje zatem również towary. W związku z tym AFI nie jest ograniczony ani w zakresie alokacji aktywów, ani w zakresie gromadzenia aktywów. AFI może inwestować nie tylko w żetony reprezentujące instrumenty finansowe, ale również w inne (w dużej mierze nieuregulowane) żetony, takie jak Bitcoin czy Ether, które reprezentują waluty wirtualne i

²³⁴ Zob. tytuł II, rozdział II.2.3.4.

²³⁵ Art. 4 ust. 1 pkt 1 ZAFI lub art. 4 ust. 1 lit. a) dyrektywy w sprawie ZAFI; zob. również Tollmann w *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, dyrektywa w sprawie ZAFI, art. 2, Rz 36 ff (s. 33).

²³⁶ EUNGIPW Discussion Paper 2012/117, Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, Rz 12.

są traktowane podobnie jak towary.²³⁷ Zbieranie takich aktywów, jak ETH, BTC lub podobne żetony, również stanowi realizację koncepcji kapitału według ZAFI.

- 120 Co więcej, fakt, że akceptowana jest pewna liczba inwestorów jest już zakładany, jeśli akceptowanych jest więcej niż jeden inwestor. Kryterium to nie stanowi poważnej przeszkody do pokonania i jest wystarczające, jeżeli istnieje możliwość udziału w przedsiębiorstwie kilku inwestorów; nie jest konieczne, aby kilku z nich rzeczywiście uczestniczyło. Jeżeli²³⁸ pojedynczy inwestor reprezentuje kilku inwestorów, jest to również wystarczające do spełnienia wymogu kilku inwestorów.²³⁹
- 121 Pojęcie organizmu musi być również interpretowane w tym samym szerokim znaczeniu. Przedsiębiorstwo jest narzędziem, *"w którym kapitał zewnętrzny pozyskany od inwestorów jest łączony"*. W związku z tym dla koncepcji przedsiębiorstwa niezbędne jest ustanowienie prawnie lub ekonomicznie niezależnych aktywów połączonych.²⁴⁰ W związku z tym nie jest konieczne, aby organizm był zorganizowany w określonej formie

²³⁷ Por. także *Bont*, Kryptowährungen - und was macht die Regulatoren?, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-liechtenstein.pdf>, s. 13; takie żetony nazywane są także "Żetonami użytkowymi".

²³⁸ BaFin, List interpretacyjny w sprawie zakresu stosowania KAGB i koncepcji "Funduszu Inwestycyjnego", 14.06.2013, ostatnio zmieniony 09.03.2015, Rozdział I, P 4.

²³⁹ ESMA/2012/117, Rz 29; należy to założyć na przykład w przypadku funduszy podstawowych i powiązanych (master/feeder) lub funduszy funduszy.

²⁴⁰ BaFin, List interpretacyjny w sprawie zakresu stosowania KAGB i koncepcji "Funduszu Inwestycyjnego", 14.06.2013, ostatnio zmieniony 09.03.2015, rozdział I, P 1.

prawnej. W związku z tym środki mogą być również przekazywane w formie umowy, funduszu powierniczego, statutu lub spółki osobowej.²⁴¹ W tym kontekście sposób, w jaki inwestor uczestniczy w majątku, jest również nieistotny i może opierać się na relacjach wynikających z prawa spółek lub umów wynikających z prawa zobowiązań.²⁴² Łączenie kapitału w przedsiębiorstwie musi mieć na celu generowanie zwrotu dla inwestorów - tj. na wspólne inwestycje. Przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania charakteryzuje się tym, że ryzyko zysków i strat jest dzielone. Jeśli istnieje tylko udział w zyskach, ale nie ma udziału w stratach, nie ma AFI.²⁴³ Inwestycja musi być również dokonywana z korzyścią dla inwestorów i dlatego nie może być inwestowana na rzecz własnego przedsiębiorstwa, jak na przykład finansowanie spółki operacyjnej.²⁴⁴ Niezależnie od tego należy zauważyć, że fundusze private equity i fundusze venture capital, które czasami

²⁴¹ Art. 6 ZAFI; por. art. 2 ust. 2 ZAFI.

²⁴² BaFin, List interpretacyjny w sprawie zakresu stosowania KAGB i koncepcji "Funduszu Inwestycyjnego", 14.06.2013, ostatnio zmieniony 09.03.2015, rozdział I, P 1.

²⁴³ BaFin, List interpretacyjny w sprawie zakresu stosowania KAGB oraz koncepcji "Funduszu Inwestycyjnego", 14.06.2013 r., ostatnio zmieniony 09.03.2015 r., rozdział I, P 2; por. również *Tollmann w Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, dyrektywa ZAFI, art. 2, Rz 13 (s. 26 f).

²⁴⁴ BaFin, List interpretacyjny w sprawie zakresu stosowania KAGB oraz koncepcji "Funduszu Inwestycyjnego", 14.06.2013 r., ostatnio zmieniony w dniu 09.03.2015 r., rozdział I, P 6; ESMA/2012/117, Rz 28; WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (ZAFI-G), 07.11.2013 r., <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>, s. 3 f.

przejmują kontrolę nad docelowymi przedsiębiorstwami operacyjnymi, również powinny być kwalifikowane jako AFI.²⁴⁵

- 122 Ostatecznym i zasadniczym kryterium AFI jest to, że pozyskany kapitał jest inwestowany zgodnie z określoną strategią inwestycyjną. Wskaźnikiem istnienia strategii inwestycyjnej jest to, że strategia inwestycyjna została określona przed lub najpóźniej w momencie wiążącej subskrypcji certyfikatów jednostek uczestnictwa funduszu przez inwestora; że inwestor ma egzekwowlane prawo do realizacji strategii inwestycyjnej; że strategia inwestycyjna jest określona w warunkach inwestycyjnych lub dokumentach założycielskich przedsiębiorstwa; że strategia inwestycyjna określa alokację aktywów w sposób konkretny oraz, na przykład, promuje inwestycje w pewne kategorie aktywów lub finansowe produkty inwestycyjne, w pewnych regionach, z określonym okresem dzwigni i posiadania lub innymi wymogami dotyczącymi dywersyfikacji ryzyka.²⁴⁶
- 123 Wskaźniki określonej strategii inwestycyjnej nie mogą być błędnie interpretowane w taki sposób, aby oznaczały, że przy zachowaniu jak największej dyskrecji ze strony spółki zarządzającej, nie została określona żadna strategia inwestycyjna, a zatem nie istnieje żaden AFI. Jak już rozróżniono w rozdziale 5.1, uznaniowe zarządzanie portfelem w odniesieniu do poszczególnych klientów opiera się na uznaniowym zarządzaniu aktywami w odniesieniu do zbiorowej, archetypowej definicji AFI. Strategia inwestycyjna charakteryzuje się dokładnie

²⁴⁵ *Tollmann w Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, dyrektywa ZAFI, art. 2, Rz 67 f (str. 42 f).

²⁴⁶ ESMA/2012/117, Rz 30 ff; BaFin, list interpretacyjny w sprawie zakresu stosowania KAGB oraz terminu "fundusz inwestycyjny", 14.06.2013 r., ostatnio zmieniony w dniu 09.03.2015 r., Rozdział I, P 5.

określoną (z góry) dowolnością w alokacji aktywów.²⁴⁷ ESMA potwierdził ten pogląd i wyjaśnił, co następuje: *"fakt, że decyzje inwestycyjne pozostawia się wyłącznie osobie prawnej zarządzającej przedsiębiorstwem, nie powinien być wykorzystywany w celu obejścia przepisów dyrektywy w sprawie ZAFI"*.²⁴⁸

Stanowi to rozgraniczenie na spółki specjalnego przeznaczenia do celów sekurytyzacji lub spółki specjalnego przeznaczenia. Spółka celowa, która jedynie emituje instrumenty finansowe w celu sfinansowania konkretnego projektu, nie jest funduszem. W przypadku takiej spółki celowej istotne jest, aby cele inwestycyjne były już określone w procesie subskrypcji i aby nie było możliwości swobodnego decydowania o alokacji aktywów. W tym przypadku istnieje strategia biznesowa, a nie strategia inwestycyjna.²⁴⁹ Spółki holdingowe również realizują jedynie strategię biznesową i dlatego są wyłączone z regulacji dotyczących funduszy.²⁵⁰ Dyrektywa w sprawie ZAFI nie ma zatem

²⁴⁷ Tollmann w *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, dyrektywa ZAFI, art. 2, marginesy 51 i 57 (s. 37 i nast.).

²⁴⁸ Wytyczne Urzędu 2013/611 w sprawie kluczowych warunków dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI), sprostowanie z 30.01.2014 r. Wytycznych w sprawie kluczowych warunków dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ESMA/2013/611), opublikowane w dniu 13.08.2013 r., https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor_-_revised_for_publication.pdf, pkt 22.

²⁴⁹ Spółki operacyjne, które prowadzą działalność handlową, produkcyjną lub inną działalność zarządzaną na zasadach komercyjnych, również posiadają strategię biznesową i nie posiadają funduszu, nawet jeśli emitują instrumenty finansowe w ramach rundy finansowania.

²⁵⁰ Por. art. 4 ust. 1 lit. o ZAFI lub art. 4 ust. 1 nr 14 ZAFI.

zastosowania do takich sekurytyzacyjnych spółek celowych, spółek holdingowych lub spółek specjalnego przeznaczenia, które realizują strategię biznesową.²⁵¹

- 125 W rundzie finansowania jednostka specjalnego przeznaczenia gromadzi w ten sposób kapitał, który następnie tworzy kapitał własny²⁵² lub kapitał dłużny dla przedsiębiorstwa. Kapitał ten może być następnie wykorzystany do realizacji strategii biznesowej. Z drugiej strony, kapitał inwestorów funduszu stanowi aktywa funduszu inwestycyjnego, które są oddzielone od spółki zarządzającej i mogą być wydzielone w przypadku upadłości.²⁵³ Jeśli chodzi o Token i Robo-Advisory, nie ma stałej strategii inwestycyjnej, a jedynie strategię biznesową, jeśli zbierany jest kapitał, który jest inwestowany w waluty kryptograficzne, takie jak BTC, ETH, itp. zgodnie z algorytmem, który jest z góry określony i nie pozwala na żadną interwencję ani dowolność w alokacji

²⁵¹ Art. 2 ust. 3 lit. a) i g) ZAFI lub art. 2 ust. 2 lit. b) i h) ZAFI; w przypadku sekurytyzacji spółek celowych zob. definicja w art. 4 ust. 1 lit. a) ZAFI lub art. 4 ust. 1 pkt 37 ZAFI w związku z art. 1 nr 2 rozporządzenia UE/1075/2013, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1075/oj>. Zob. również tzw. STSR ("Simple, Transparent and Standardized Regulation" lub "Securitization Regulation"), rozporządzenie UE/2017/2402, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (zwłaszcza art. 2 nr 1 i 2 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji).

²⁵² Kapitał własny istnieje, jeżeli środki finansowe są udostępniane na czas nieokreślony i mają wartość nominalną, która może zostać utracona, natomiast kapitał pożyczony charakteryzuje się terminem, po którym musi zostać spłacony wraz z odsetkami. Venture capital lub risk lub venture capital zazwyczaj stanowi kapitał własny (również private equity).

²⁵³ Art. 41 ust. 2 KO - "Jeżeli majątek upadłego zawiera składniki majątkowe, które nie należą w całości lub w części do dłużnika wspólnego, prawo rzeczowe lub osobiste do podziatu ocenia się zgodnie z ogólnymi zasadami prawa".

aktywów. W takim przypadku nie ma zatem miejsca żadna inwestycja zbiorowa w rozumieniu przepisów o funduszach.

²⁵⁴Należy zauważyć, że zgodnie z art. 159 ust. 2 ZAFI i art. 130 ust. 2 UCITSG, FMA musi udzielić wiążącej odpowiedzi na pytania prawne i faktyczne - w tym na przykład na pytanie, czy fundusz istnieje - w drodze wniosku, pod warunkiem że elementy faktyczne wymagane do oceny są ujawnione w sposób wyczerpujący i prawidłowy. Tylko pisemne informacje z FMA, które są wydawane na wniosek, stanowią ochronę zaufania. W związku z wiarygodnymi technologiami FMA musi również przekazać informacje zgodnie z art. 43 ust. 2 lit. b) TVTG w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw nr 2019/93 na temat możliwości zastosowania wszystkich ustaw szczególnych wymienionych w art. 5 ust. 1 ustawy o FMA w odniesieniu do konkretnego modelu działalności. 126

Wreszcie, w odniesieniu do symbolicznego przedstawiania jednostek uczestnictwa w funduszach, należy zauważyć, że jednostki uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania są uznawane za instrumenty finansowe zgodnie z załącznikiem 2 sekcja C nr 3 do ustawy o bankowości oraz załącznikiem I sekcja C nr 3 do MiFID II w związku z art. 15 austriackiej ustawy o funduszach inwestycyjnych. Nie ma obaw regulacyjnych dotyczących symbolizowania takich instrumentów finansowych.²⁵⁵ 127

128

²⁵⁴ Przepis fakultatywny" należy postrzegać w znaczeniu uznaniowej władzy związanej prawem.

²⁵⁵ Zob. tytuł II, rozdział II.2.3.5,

Warto również zauważyć, że wprowadzanie do obrotu jednostek uczestnictwa w AFI jest zharmonizowane tylko dla inwestorów branżowych.²⁵⁶ Liechtenstein skorzystał z klauzuli otwierającej zgodnie z art. 43 ust. 1 akapit pierwszy ZAFI i zgodnie z art. 129 ZAFI możliwe jest wprowadzanie AFI do obrotu wśród inwestorów prywatnych w Liechtensteinie. Jednakże takie AFI nie kwalifikują się do paszportu.²⁵⁷

- 129 Przepisy prawa spółek akcyjnych mają również zastosowanie do AG-mvK lub SICAV, o ile nie zostały przewidziane przepisy szczególne.²⁵⁸ AGmvK może podwyższyć kapitał zakładowy poprzez emisję nowych akcji lub obniżyć kapitał zakładowy poprzez spłatę kapitału zakładowego w drodze umorzenia akcji.²⁵⁹ AGmvK może następnie posiadać własne akcje, w przeciwieństwie do spółki akcyjnej o stałym kapitale zakładowym.²⁶⁰

5.3 Spółdzielnie podzielone na segmenty (PCC) w odróżnieniu od Funduszu

130

²⁵⁶ Zob. art. 43 ust. 1 akapit drugi dyrektywy w sprawie ZAFI.

²⁵⁷ Jeśli chodzi o dystrybucję do klientów detalicznych, co jest zasadniczo zabronione w Austrii, patrz również WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (ZAFI-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>, s. 3.

²⁵⁸ Artykuł 361 ust. 3 PGR.

²⁵⁹ Artykuł 361 ust. 2 PGR.

²⁶⁰ Art. 363 PGR; w przypadku spółki akcyjnej jest to dozwolone jedynie w bardzo ograniczonym zakresie na mocy art. 306a do art. 306f PGR, ponieważ jest to faktycznie podobne do obniżenia kapitału.

Z dniem 01.01.2015 r. do PGR weszła osoba opatrunkowa segmentowa lub Spółka Komórek Chronionych.²⁶¹ PCC jest jedynie formą organizacji, a nie nową formą korporacyjną; np. spółka akcyjna może zostać podzielona na segmenty. Zgodnie z art. 243 ust. 1 PGR, przedmiotem działalności spółek zorganizowanych jako segmentowe osoby prawne jest wyłącznie działalność w zakresie zarządzania majątkiem (spółka holdingowa lub spółka prawa biernego), a segmentowa osoba prawna nie może prowadzić działalności handlowej, produkcyjnej lub innej działalności gospodarczej.²⁶²

Jednakże art. 243e ust. 5 PGR stanowi, że w przypadku spółki akcyjnej 131 o strukturze PCC mogą być emitowane tzw. akcje segmentu, które mogą dotyczyć wszystkich lub poszczególnych segmentów. Taka struktura może prowadzić do problemów z określeniem struktury funduszu, ponieważ taki model jest bardzo podobny do trójwarstwowej kaskady funduszy - funduszu²⁶³, przedziału i klasy jednostek uczestnictwa.²⁶⁴

Nawet w przypadku podzielonej na segmenty spółki akcyjnej trzeba 132 będzie regularnie odmawiać regulacji funduszy - przynajmniej w odniesieniu do systemu AFI - poprzez wykluczenie określonej strategii inwestycyjnej. W związku z tym, jeżeli nie ma swobody decyzyjnej w

²⁶¹ LGBl 2014.362; art. 243 i następne PGR.

²⁶² Więcej szczegółów można znaleźć w *Helbock*, *Besondere Aspekte der Segmentierte Verbandsperson (PCC) in Liechtenstein*, LJZ 1/18, s. 22; więcej informacji na temat dalszych form projektowania można znaleźć w FN 97.

²⁶³ Fundusz w formie umownej lub statutowej (spółka zarządzająca) w rozumieniu funduszu kapitałotwórczego (por. terminologicznie również "fundusz założycielski" w art. 536 ff PGR).

²⁶⁴ Por. w odniesieniu do udziałowców segmentu BuA 2014/69, s. 49 f.

zakresie alokacji aktywów, a środki otrzymane w ramach rundy finansowania są inwestowane we wcześniej określone cele inwestycyjne, należy również zanegować regulacje dotyczące funduszu, jeżeli spółka akcyjna jest zorganizowana jako stowarzyszenie emitujące akcje lub obligacje segmentu.²⁶⁵

- 133 Należy jednak zauważyć, że z mocy prawa akcje segmentu muszą być skonstruowane jako akcje uprzywilejowane.²⁶⁶ Akcje uprzywilejowane obejmują te same podstawowe prawa co akcje zwykłe oraz pewne uprzywilejowanie co do prawa głosu, wybór niektórych organów wykonawczych, podejmowanie uchwał w sprawie określonych porządków obrad określonych w statucie, w sprawie dywidendy, w sprawie części likwidacyjnej lub w sprawie prawa poboru w przypadku emisji nowych akcji.²⁶⁷ Akcje uprzywilejowane mają zatem wyższe uprawnienia niż akcje zwykłe. *"Istnieje możliwość, że w przypadku dwóch różnych kategorii akcji, każda z nich posiada pewne przywileje. W tym przypadku kategorią akcji uprzywilejowanych jest ta, która jako całość wydaje się mieć znacznie większe przywileje.*²⁶⁸ Według PGR akcje zwykłe bez prawa głosu, które w innym przypadku są ²⁶⁹równoważne akcjom zwykłym, nie są zatem na ogół akcjami uprzywilejowanymi. Chociaż standardowo uprawniają one posiadacza do wyższej dywidendy, ponieważ nie dają prawa głosu, nie są preferencyjne w

²⁶⁵ W szczególności należy przestrzegać art. 243f ust. 1 PGR, zgodnie z którym należy ujawnić segment kontraktowy i jego fundusz odpowiedzialności.

²⁶⁶ Art. 243e ust. 5 PGR.

²⁶⁷ Artykuł 301 ust. 2 PGR.

²⁶⁸ *Frick*, The types of shares under Liechtenstein company law, s. 127.

²⁶⁹ Świadczenia uczestnictwa zgodnie z art. 304a PGR.

sensie akcji uprzywilejowanej, chyba że zaistnieją szczególne okoliczności. W Liechtensteinie takie instrumenty kapitałowe stanowią świadectwa udziałowe. Kapitał zakładowy jest ograniczony do dwukrotności kapitału zakładowego.²⁷⁰ Uczestnik nie ma prawa do udziału w walnym zgromadzeniu. Akcja uprzywilejowana może być natomiast skonstruowana w taki sposób, że chociaż nie daje prawa głosu, to jednak daje przewagę nad akcjami zwykłymi, gdy jest postrzegana jako całość. Jednakże, podobnie jak w przypadku świadectwa udziałowego, taka akcja nie uprawnia do udziału w walnym zgromadzeniu.²⁷¹ Jednakże takiemu uprzywilejowanemu akcjonariuszowi przysługują prawa związane z prawem głosu zgodnie z art. 304c ust. 2 POGR (np. prawo do zwołania walnego zgromadzenia akcjonariuszy).

Obowiązkowa struktura akcji segmentu jako akcji uprzywilejowanych 134 ujawnia również ustawowe rozróżnienie od struktur funduszy. Zgodnie z informacjami prawnymi akcjonariusze segmentu są "akcjonariuszami *jednostki podzielonej na segmenty per se*" [i] *wykonują prawo głosu na Walnym Zgromadzeniu jednostki podzielonej na segmenty*²⁷². Jednak pod względem aktywów udziałowców segmentu uczestniczy tylko w niektórych segmentach.²⁷³ Z drugiej strony, jednostki funduszu prawie w ogóle nie są skonstruowane jako akcje uprzywilejowane, zgodnie z

²⁷⁰ Artykuł 304b ust. 1 PGR.

²⁷¹ Zgodnie z art. 332 ust. 2 PGR, prawo uczestniczenia w Walnym Zgromadzeniu mają tylko akcjonariusze posiadający prawo głosu.

²⁷² BuA 2014/69, s. 49 f.

²⁷³ W związku z tym aktywa poszczególnych segmentów muszą być oddzielone od siebie, a także od aktywów podstawowych zgodnie z art. 243e ust. 4 PGR.

którymi istnieje prawo do członkostwa w spółce zarządzającej lub inwestycyjnej, a w zakresie prawa majątkowego uzgadnia się udział w przedziale lub subfunduszu. Każdy udział będzie raczej dotyczył bezpośrednio danego przedziału, zgodnie z warunkami danej klasy akcji.

Niezależnie od tego - lub właśnie z tego powodu - spółka akcyjna w formie PCC może być interesującą alternatywą strukturalną dla instrumentu finansowego lub inwestycyjnego pomiędzy funduszem a klasyczną sekurytyzacyjną spółką celową.

5.4 Zakończenie Tokenisation instrumentów finansowych i zbiorowych programów inwestycyjnych

- 135 Przy łączeniu kapitału, który ma być inwestowany później, podstawowym pytaniem jest, czy fundusz istnieje. Jednym z najważniejszych kryteriów działania funduszy jest inwestowanie zgodnie z określoną strategią inwestycyjną. Innymi słowy, uznaniowe indywidualne zarządzanie portfelem może zostać przekształcone w podstawę inwestycji zbiorowych w celu utworzenia funduszu. Jednakże spółki holdingowe lub spółki celowe nie stanowią funduszy, jeżeli realizują strategię biznesową. Jeżeli portfel instrumentów finansowych jest reprezentowany w formie żetonów, a inwestorzy mają w nim uczestniczyć, dokonuje się inwestycji zbiorowej, jeżeli spółka zarządzająca zarządza takim portfelem.
- 136 Podczas gdy UCITS lub UCITS może inwestować wyłącznie w płynne aktywa finansowe, AFI może swobodnie inwestować w inne aktywa, dlatego też fundusz kryptograficzny może być skutecznie strukturyzowany wyłącznie jako AFI, chyba że tylko jednostki uczestnictwa funduszu mają być emitowane w formie żetonów.

Spółka celowa, która emituje instrumenty finansowe w celu inwestowania w uprzednio określone cele inwestycyjne, nie stanowi funduszu. 137
Nie może być mowy o uznaniowości w inwestowaniu pozyskanego kapitału. Może to być interesujące w związku z żetonami, jeśli zgromadzony kapitał ma być inwestowany uparcie według niezmiennego algorytmu (Robo-Advisory). Rozporządzenie w sprawie funduszu nie ma tu zastosowania, o ile nie ma swobody w inwestowaniu zgromadzonego kapitału.

Interesujące jest również, zwłaszcza w związku z modelami biznesowymi nowych przedsiębiorstw FinTech, że zgodnie z art. 159 ust. 2 ZAFI i art. 130 ust. 2 UCITSG Liechtenstein FMA musi udzielić wiążącej odpowiedzi na pytanie, czy fundusz istnieje, czy też nie, w formie pisemnego wniosku. W tym kontekście należy zauważyć, że fakty wymagane do oceny muszą zostać ujawnione; FMA jest związany wszelkimi informacjami wydanymi w tym zakresie zgodnie z zasadą ochrony zaufania. 138

W odniesieniu do systemu AFI warto wspomnieć, że wprowadzanie do obrotu jednostek uczestnictwa lub udziałów w AFI jest zharmonizowane tylko w odniesieniu do inwestorów branżowych. Chociaż Liechtenstein skorzystał z klauzuli otwierającej zawartej w art. 43 ust. 1 akapit pierwszy dyrektywy w sprawie ZAFI i w związku z tym możliwe jest wprowadzanie AFI do obrotu wśród inwestorów detalicznych w Liechtensteinie (art. 129 i następane ZAFI), takie AFI nie korzystają z dostępu do systemu Europass, a zatem nie kwalifikują się do paszportu na jednolitym rynku europejskim. 139

- 140 Interesujące jest również skojarzenie segmentowe, czyli PCC, w związku z projektowaniem funduszy. PCC jest tylko formą organizacyjną, a nie odrębną formą korporacyjną. W związku z tym, na przykład, spółka akcyjna może zostać podzielona na segmenty. Zgodnie z prawem Liechtensteinu osoby prawne podlegające podziałowi na segmenty są ograniczone w swoim celu do działalności w zakresie zarządzania aktywami.
- 141 Art. 243e ust. 5 PGR stanowi, że akcje segmentu mogą być emitowane w przypadku spółki akcyjnej, która została utworzona jako PCC. Takie udziały w segmencie mogą odnosić się do wszystkich lub poszczególnych segmentów PCC. Taka struktura zasadniczo przypomina trójwarstwową kaskadę funduszy, przedziałów i klas jednostek uczestnictwa. Przy takiej strukturze pojawia się również pytanie, czy istnieje określona strategia inwestycyjna, według której inwestowany jest zgromadzony kapitał. Jeśli się temu zaprzeczy, to nie ma funduszu, ale jeśli się to potwierdzi, to zazwyczaj trudno będzie zanegować regulację funduszu.
- 142 Należy zauważyć, że akcje segmentu muszą być skonstruowane jako akcje uprzywilejowane. Akcje uprzywilejowane mają takie same prawa jak akcje zwykłe i obejmują również określone prawa głosu, dywidendy, akcje likwidacyjne lub prawa poboru w przypadku emisji nowych akcji; uprawnienia akcji uprzywilejowanych są zatem większe niż uprawnienia akcji zwykłych. Należy wziąć pod uwagę ogólny pogląd. Dlatego też świadectw udziałowych (akcji bez prawa głosu) nie należy traktować jako akcji uprzywilejowanych zgodnie z prawem Liechtensteinu, ponieważ regularnie uprawniają one ich posiadacza do

wyższych dywidend niż akcje zwykłe, ale nie dają prawa głosu. Ogólnie rzecz biorąc, nie ma zatem uprzywilejowania akcji zwykłych, dlatego też nie ma akcji uprzywilejowanych.

Akcjonariusze spółki akcyjnej podlegającej podziałowi na segmenty 143 wykonują swoje prawa głosu na walnym zgromadzeniu jednostki podlegającej podziałowi na segmenty i uczestniczą we wszystkich lub poszczególnych segmentach; w ogólnym przekonaniu musi jednak istnieć preferencja. Ponadto musi być również możliwa emisja instrumentów dłużnych w podziale na segmenty, takich jak obligacje segmentowe.

6. Tokeny i prawo konsumentkie

Jeżeli żetony nie reprezentują roszczeń²⁷⁴ wobec emitenta, lecz stanowią towar o wartości wewnętrznej lub immanentnej (treści cyfrowe) 144 jako zapis danych lub oprogramowanie, który powstaje na wolnym rynku w zależności od podaży i popytu²⁷⁵, przepisy prawa rynku finansowego z jednej strony nie mają zastosowania,²⁷⁶ a z drugiej strony pojawia się pytanie, czy i w jakim zakresie istotne są przepisy dotyczące ochrony konsumentów, w szczególności w odniesieniu do prawa odstąpienia od umowy według KSchG i FAGG.

²⁷⁴ Wyrażone w pieniądzu (depozytach lub pieniądzu elektronicznym) lub prawach do członkostwa lub długu zgodnie z prawem spółek (instrumenty finansowe) - zob. tytuł II. Rozdziały II.2.2.2 i III.2.7.

²⁷⁵ W związku z tym ceny i wartości muszą być zawsze oddzielone od siebie. Wartość tworzona jest w trakcie produkcji - w postaci żetonów, czyli rozwoju lub programowania - natomiast cena tworzona jest poprzez wymianę lub obieg towarów i pieniędzy.

²⁷⁶ Por. w tym zakresie szczegółowo dokument w tytule II., w szczególności rozdział II.2.2.2, II.2.7.3 i II.2.7.6 dotyczący żetonów jako symbol wartości.

145 Artykuł 8 FernFinG przewiduje również prawo do odstąpienia od umowy, chociaż zgodnie z art. 10 FernFinG konsument nie ma prawa do odstąpienia od umowy w przypadku umów dotyczących usług finansowych, których ceny na rynku finansowym podlegają²⁷⁷ wahaniom, na które przedsiębiorca nie ma wpływu i które mogą wystąpić w okresie odstąpienia. Dotyczy to również usług związanych z zbywalnymi lub zbywalnymi papierami wartościowymi i dlatego musi mieć zastosowanie również w odniesieniu do żetonów reprezentujących instrumenty finansowe. Należy zauważyć, że nawet jeśli obowiązek poinformowania konsumenta o istnieniu lub nieistnieniu prawa do odstąpienia od umowy ma być przestrzegany, nie²⁷⁸ poinformowanie konsumenta o nieistniejącym prawie do odstąpienia od umowy nie powoduje powstania takiego prawa do odstąpienia od umowy - zgodnie z symbolem deus ex machina, nieoczekiwanego i zaskakującego. W konsekwencji, jak twierdzi Gruber, *"brak pouczenia o nieistnieniu prawa do odstąpienia od umowy jest bez sankcji."*²⁷⁹

146 Zgodnie z art. 4 ust. 1 ustawy o ochronie konsumentów konsument może, bez podania przyczyny, odstąpić od umowy po upływie 14 dni od zawarcia umowy o świadczenie²⁸⁰ usług lub, w przypadku umowy sprzedaży towarów, po upływie 14 dni od dnia zawarcia umowy między przedsiębiorcą a konsumentem, jeżeli oświadczenie umowne

²⁷⁷ Definicja rynku finansowego powinna być interpretowana szeroko i opierać się nie tylko na rynkach regulowanych lub zorganizowanych, ale również na obrocie pozagiełdowym (OTC); zob. tytuł II, rozdział II.2.3.1b.

²⁷⁸ Artykuł 5 ust. 1 lit. c) pkt 1 FernFinG.

²⁷⁹ Gruber, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, Issue 2, 15.02.2005, str. 53 (sekcja III. Prawo konsumenta do odstąpienia od umowy), która bardziej szczegółowo zajmuje się tym tematem we wskazanym punkcie.

²⁸⁰ Niewykonanie umowy.

konsumenta nie zostało złożone w lokalu przedsiębiorcy. Jednakże to prawo odstąpienia od umowy nie będzie miało zastosowania do żetonów, które reprezentują oprogramowanie w rozumieniu towaru (treści cyfrowe lub żetony "użytkowe", "płatnicze", "walutowe" lub "towarowe", które nie są pieniądzem elektronicznym, a zatem nie są również depozytami, a ponadto nie są instrumentami finansowymi, ale są traktowane jako waluty wirtualne), ponieważ takie umowy podlegają prawu dotyczącemu handlu dalekiego i zagranicznego.²⁸¹ Jednakże FAGG przewiduje prawo do odstąpienia od umowy zawartej w ramach sprzedaży na odległość porównywalne z KSchG.

Można jednak zastosować wyjątek od prawa odstąpienia od umowy 147 zgodnie z art. 19 ust. 1 FAGG, przy czym lit. b i lit. l ng cit mają szczególne znaczenie w odniesieniu do wymienionych żetonów towarowych. Według FAGG konsument nie ma prawa do odstąpienia od umowy w przypadku nabywania treści cyfrowych w sprzedaży na odległość, które nie są przechowywane na fizycznym nośniku danych, jeżeli przedsiębiorca, za wyraźną zgodą konsumenta i ze świadomością konsekwencji w odniesieniu do prawa do odstąpienia od umowy, rozpoczął wykonywanie umowy przedwcześnie - przed upływem 14-dniowego okresu odstąpienia - przy czym potwierdzenie zawartej umowy musi być dostarczone na stałym nośniku danych.²⁸² Oprócz papieru, stały nośnik danych obejmuje również pamięci USB, karty pamięci, dyski twarde i wiadomości e-mail.²⁸³ Chociaż zasadniczo

²⁸¹ Artykuł 4 ust. 3 lit. d) KSchG w związku z art. 12 ust. 1 FAGG.

²⁸² Artykuł 19 ust. 1 lit. l) FAGG w związku z art. 6 ust. 2 lub art. 8 ust. 3 FAGG.

²⁸³ Artykuł 4 ust. 1 lit. e) FAGG lub art. 2 ust. 10 dyrektywy 2011/83; zob. również BuA 2015/37, s. 25; zob. również motyw 23 dyrektywy 2011/83 (VRRL), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/83/oj>.

możliwe jest powołanie się na ten wyjątek, wiąże się on ze znacznym nakładem administracyjnym i ujawnia rozbieżność w odniesieniu do nabywania żetonów w rozumieniu treści cyfrowych²⁸⁴ w sprzedaży na odległość oraz żetonów, które są przechowywane w Portfelu sprzętowym, ponieważ w tym przypadku Portfel sprzętowy jest dołączony do Portfela sprzętowego jako obiekt fizyczny. Należy zauważyć, że zgodnie z motywem 19 dyrektywy o prawach konsumentów 2011/83 treści cyfrowe zasadniczo stanowią towary w rozumieniu tej dyrektywy lub FAGG tylko wtedy, gdy są one przechowywane na fizycznym nośniku danych.

- 148 Powstaje zatem pytanie, czy wyjątek od prawa do odstąpienia od umowy na mocy art. 19 ust. 1 lit. b) FAGG jest w ogóle istotny dla żetonów, ponieważ zgodnie z tym przepisem konsument nie ma prawa do odstąpienia od umowy, jeżeli umowa jest zawarta w odniesieniu do towarów lub usług, których cena podlega wahaniom na rynku finansowym, przy czym przedsiębiorca nie może mieć na to żadnego wpływu i wahania te muszą być możliwe w okresie odstąpienia od umowy. Niemiecki Federalny Sąd Najwyższy poparł prawo do odstąpienia od umowy na mocy tego przepisu, powołując się na krajowe wdrożenie niemieckiej dyrektywy o prawach konsumentów 2011/83 (wdrożonej w FAGG dla Liechtensteinu).²⁸⁵ Chociaż olej opałowy jest również przedmiotem obrotu giełdowego - podobnie jak wiele innych surowców, produktów lub towarów - zakup oleju opałowego nie ma charakteru spekulacyjnego; nie ma tu elementu alejatywnego.²⁸⁶ W

²⁸⁴ Zgodnie z motywem 19 dyrektywy 2011/83 treści cyfrowe to programy komputerowe, aplikacje, gry itp.

²⁸⁵ BGH VIII ZR 249/14 z dnia 17 czerwca 2015 r.

²⁸⁶ BGH VIII ZR 249/14 z 17 czerwca 2015 r., s. 6 i 9.

rzeczywistości kolejność olejów opałowych nie podlega żadnym wahaniom, ponieważ cena towarów została ustalona z góry, a zatem była przewidywalna. W przypadku transakcji o stałej cenie, wyjątek od prawa odstąpienia od umowy na mocy art. 19 ust. 1 lit. b) FAGG musi zatem zostać zniesiony. Przypadkowe okoliczności, których nie można było przewidzieć, takie jak to, czy cena jest nadal korzystna w momencie dostawy, nie są szkodliwe. With²⁸⁷ regard to tokens that are unregulated under Liechtenstein law, which are exchanged or traded on a platform and which are subject to the FAGG, this means that it depends on the will of the parties whether a fixed price transaction was intended or whether the tokens are acquired for speculative purposes - sometimes at the price at the time of delivery.²⁸⁸

Stadler i Pfeil propagują spekulacyjny rdzeń transakcji B2C w odniesieniu do żetonów.²⁸⁹ Jednakże nie można tego poważnie śledzić w tym ogólniku, ponieważ monety lub żetony protokołowe w szczególności mają cel w protokole łańcucha blokowego oprócz spekulacji wartością (warunek wstępny dla funkcjonowania protokołu sieciowego, jak również dla budowania konsensusu, w którym powstaje wartość wewnętrzna). W związku z tym zawsze konieczne będzie rozróżnienie między użytkownikami, którzy nabywają token w celu

²⁸⁷ *Geiger w Keiler/Klauser* (Hrsg), austriackie i europejskie prawo konsumenckie, § 18 FAGG, Rz 5.

²⁸⁸ Niezależnie od tego, przy emisji własnego żetonu, który można nabyć za pomocą innych żetonów (np. nowy żeton, który ma zostać wydany, jest wydawany w zamian za określoną kwotę EUR lub CHF, płatną w ETH), zaleca się określenie ceny w pieniądzu fiat, aby przynajmniej w pewnym stopniu ograniczyć zmienność w przypadku roszczeń o umorzenie.

²⁸⁹ *Stadler/Pfeil*, waluty kryptograficzne jako towary lotne zgodnie z § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, maj 2018, S 101 (S 103).

uzyskania różnych usług w sieci zdecentralizowanej lub w celu umożliwienia wykonywania funkcji, a inwestorami, którzy chcą jedynie uczestniczyć w wykonywaniu tokena; nie można zakładać, że użytkownik protokołu w łańcuchu blokowym ma podstawowy interes w wykonywaniu tokena, ponieważ regularnie wchodzi w interakcję z tym protokołem, a użyteczność tokena chce z niego korzystać, a czasami również go konsumuje, dlatego też wszelkie spekulacje mają drugorzędne znaczenie.

- 150 Niezależnie od tego problemu powstaje jednak pytanie, czy żetony rzeczywiście stanowią towar w rozumieniu VRRL lub FAGG. Zgodnie z art. 2 nr 3 VRRL towary są w zasadzie tylko przedmiotami fizycznymi. Jednakże woda, energia elektryczna i gaz są również uważane za towary, pod warunkiem że są one sprzedawane w określonej ilości lub objętości. Żetony można określić ilościowo, a ponieważ są one przechowywane elektromagnetycznie, można również zastosować analogię do żetonów, że w VRRL traktuje się je jak energię elektryczną, a jeśli sprzedaje się je w określonej ilości, uznaje się je również za towary w rozumieniu VRRL lub FAGG. *Stadler/Pfeil opowiada się za tą analogią*²⁹⁰. Taka analogia stoi w wyraźnej sprzeczności z motywem 19 VRRL, ponieważ tokeny reprezentują dane lub oprogramowanie, a tym samym treści cyfrowe w rozumieniu dyrektywy, i dlatego należy odrzucić taką analogię: *“Podobnie jak w przypadku umów o dostawę wody, gazu lub energii elektrycznej, jeżeli nie są oferowane do sprzedaży w ograniczonej objętości lub w określonej ilości, lub o dostawę centralnego ogrzewania, umowy o treści cyfrowe, które nie są udostępniane na*

²⁹⁰ *Stadler/Pfeil*, waluty kryptograficzne jako towary lotne zgodnie z § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, maj 2018, S 101 (S 103).

nośniku fizycznym, nie powinny być uznawane za umowy sprzedaży lub umowy o świadczenie usług do celów niniejszej dyrektywy”.²⁹¹ W związku z tym wyjątek od prawa odstąpienia od umowy zgodnie z art. 19 ust. 1 lit. b) FAGG nie może mieć zastosowania do żetonów, które reprezentują jedynie oprogramowanie w rozumieniu towaru, tj. treści cyfrowe zgodnie z VRRL lub waluty wirtualne zgodnie z 5. dyrektywą GW.

Oprócz tych przepisów należy zasadniczo odwołać się do art. 45 IPRG 151 Liechtensteinu w odniesieniu do prawa właściwego w związku z umowami konsumenckimi z elementem transgranicznym. Jeżeli państwo, w którym konsument ma miejsce zwykłego pobytu, przewiduje bezwzględnie obowiązujące szczególne przepisy ochronne, przepisy te mają pierwszeństwo przed jakimkolwiek wyborem prawa, pod warunkiem, że stosunek handlowy został zainicjowany nie tylko przez konsumenta, ale że działalność gospodarcza przedsiębiorcy jest również skierowana na państwo pobytu konsumenta.

Należy jednak zauważyć, że w przypadku braku traktatu wykonawczego - z wyjątkiem Austrii i Szwajcarii - nabyty zagraniczny tytuł prawny nie jest de facto wykonalny w Liechtensteinie, ponieważ Liechtenstein nie podpisał ani nie ratyfikował konwencji brukselskiej i lugańskiej.²⁹² 152

²⁹¹ Motyw 19 VRRL oraz art. 6 ust. 2 i art. 17 ust. 1 VRRL.

²⁹² *Öhri*, Die Grundlagen der zivilrechtliche Verantwortung der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung, któremu powierzono administrację i zarządzanie AG, Anstalt oder Stiftung, LJZ 12.2007, p 100

- 153 Niezależnie od tego należy zauważyć, że nawet klauzule wyboru prawa mogą być nieważne z powodu wprowadzenia w błąd, jeżeli pominięto w nich wskazanie, że nadrzędne znaczenie mają bezwzględnie obowiązujące przepisy ochrony konsumentów w państwie, w którym konsument ma miejsce zwykłego pobytu; w związku z tym klauzule ogólnego wyboru prawa są nieważne w odniesieniu do konsumentów.²⁹³
- 154 Ogólnie rzecz biorąc, należy przestrzegać (biernej) swobody świadczenia usług obowiązującej w UE i EOG, zgodnie z którą na przykład (dwu- lub wielostronna) wymiana kryptograficzna w odniesieniu do żetonów, które nie są instrumentami finansowymi, pieniądzem elektronicznym ani depozytami, może swobodnie przyjmować klientów

(101); *Frick*, Anerkennung und Vollstreckung ausländischer Urteile in Liechtenstein - Ein Überblick, LJ, p 106 (110); *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, p 71 f (Rz 192).

²⁹³ Art. 3 Clause Directive 93/13/EEA, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/1993/13/oj>; przy czym pozostaje otwarte, jak daleko muszą się posunąć informacje o prawie bezwzględnie obowiązującym, ponieważ potencjalnie przekształca się to w opisowe porównanie odpowiednich systemów prawnych; por. OGH 2 OB 155/16g z 14.12.2017, ECLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214..000, w odniesieniu do ETS C-191/15 z 28.07.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612: "Artykuł 3 ust. 3 2) Artykuł 3 ust. 1 dyrektywy 93/13 należy interpretować w ten sposób, że pojęcie zawarte w standardowych warunkach przedsiębiorcy, które nie zostały wynegocjowane indywidualnie i które przewiduje, że prawem właściwym dla umowy zawartej z konsumentem drogą elektroniczną jest prawo państwa członkowskiego, w którym przedsiębiorca ma swoją siedzibę statutową, jest nieuczciwy w zakresie, w jakim wprowadza konsumenta w błąd, sprawiając wrażenie, że do umowy stosuje się wyłącznie prawo tego państwa członkowskiego, nie informując go, że korzysta on również z ochrony bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa, które byłyby właściwe w przypadku braku tej klauzuli; Do sądu krajowego należy ocena tego w świetle wszystkich istotnych okoliczności."

z jurysdykcji UE lub EOG, których rynki nie są bezpośrednio adresowane przez tę spółkę, pod warunkiem że zainicjują oni stosunki handlowe. W tym kontekście warto zauważyć, że o ile taka działalność może być regulowana w Liechtensteinie na niskim poziomie lub wcale, w zależności od konkretnej formy, jaką przybiera (przynajmniej w zależności od sytuacji prawnej przed TVTG i dopóki nie zostanie zawarta ugoda w sprawie Fiata), o tyle ta sama działalność może być ściśle regulowana w Niemczech, na przykład dlatego, że tak zwane jednostki rozliczeniowe również stanowią tam instrumenty finansowe i dlatego świadczona jest tam usługa inwestycyjna, a MTF musiałby zostać zatwierdzony.²⁹⁴ W związku z takimi usługami finansowymi istotne może być również odwrotne nagabywanie²⁹⁵ na mocy art. 42 MiFID II w związku z motywem 85 MiFID II.

7. Główne wyniki

Niniejszy rozdział podsumowujący podsumowuje główne ustalenia i 155
wyniki tej pracy w związku z żetonami, papierami wartościowymi i
zdematerializowanymi papierami wartościowymi.

Należy pamiętać, że łańcuch blokowy jest w zasadzie zdecentralizowa- 156
ną, publiczną i stałą bazą danych. Nie wszystkie łańcuchy blokowe
są takie same. W szczególności należy dokonać rozróżnienia między
różnymi zezwoleniami na dostęp do odczytu i zapisu. W odróżnieniu

²⁹⁴ Zob. tytuł II, rozdział II.2.4.

²⁹⁵ Na mocy tych przepisów firmy z państw trzecich mogą świadczyć usługi inwestycyjne z wyłącznej inicjatywy klientów z UE lub EOG, nie podlegając odpowiednim przepisom MiFID II.

od prywatnego (dozwolonego) łańcucha blokowego, każdy użytkownik ma uprawnienia do zapisu na publicznym (nieдозwolonym) łańcuchu blokowym. Natomiast atrybuty "otwarty" i "zamknięty" łańcuchów bloków zależą od konstrukcji praw do odczytu. Bitcoin i Ethereum są doskonałymi przykładami publicznych otwartych łańcuchów blokowych - każdy użytkownik ma dostęp do odczytu i zapisu. Łańcuch blokowy z dostępem do zapisu dla wszystkich, ale ograniczony dostęp do odczytu (publiczny zamknięty), z drugiej strony, jest idealny do przeprowadzenia anonimowych wyborów. Z drugiej strony, jeśli wymagana jest przejrzystość, ale nie każdy powinien mieć dostęp do zapisu, można użyć prywatnego, otwartego łańcucha blokowego. Z drugiej strony, ruch oficjalny mógłby zostać przeniesiony do prywatnego, zamkniętego łańcucha blokowego, który miałby ograniczony dostęp do odczytu i zapisu.

- 157 Potencjalnym przypadkiem zastosowania łańcucha bez zezwolenia lub bloku publicznego jest na przykład wdrożenie tak zwanego SSI (Self-Sovereign-Identity) jako uzupełnienia i ósmego poziomu Modelu Połączeń Między Systemami Otwartymi (OSI), który jest modelem referencyjnym dla protokołów sieciowych. Zwłaszcza w związku z możliwością przenoszenia zweryfikowanych danych, technologia łańcucha blokowego może odgrywać ważną rolę (identyfikacja, weryfikacja wieku itp.). Ma to być przedstawione np. jako warstwa na poziomie przeglądarki internetowej. Można by na przykład wyobrazić sobie, że dane osobowe byłyby wprowadzane do tego "metapoziomu", a następnie - w razie potrzeby - aktualizowane jednocześnie na wszystkich portalach społecznościowych. I odwrotnie, mówiąc prościej, treści mogłyby być również wprowadzane bez świadomości hostera strony internetowej (ponieważ treść jest zintegrowana o jedną warstwę wyżej;

np. reklama walut kryptograficznych na stronach internetowych, które zabroniły takiej reklamy w i od siebie).

Z technicznego punktu widzenia tokeny mogą być reprezentowane jako zbiór danych, który podlega dwuczynnikowemu uwierzytelnianiu i może być wykorzystywany do autoryzacji usług opartych na oprogramowaniu. Dostęp jest przyznawany tylko po pomyślnym uwierzytelnieniu. Czynniki uwierzytelniające mogą opierać się na elementach wiedzy, własności i natury. Co ciekawe, te same elementy znajdują się również w PSD II w związku z silnym uwierzytelnianiem klientów. 158

Aplikacje zdecentralizowane, tzw. Smart Contracts, w sensie stałych skryptów, są również regularnie używane na zdecentralizowanych protokołach, takich jak łańcuchy blokowe. Wracają one do modeli Agoric Computing z lat 80. i mogą również reprezentować umowy w sensie prawnym, jeśli uzna się, że same umowy mogą być zawierane w sposób dorozumiany lub ustny. 159

7.1 Mapowanie pełnego prawa własności w żetonie

Ze względu na brak elementu cielesności, żetony nie stanowią rzeczy w rozumieniu prawa własności Liechtensteinu. Jednak wraz z wejściem w życie TVTG w dniu 01.01.2020 r., przepisy prawa własności mają być stosowane analogicznie do żetonów. 160

Niezależnie od tego obowiązuje jednak zasada "Przewagi substancji nad formą" i zawsze należy brać pod uwagę prawo reprezentowane przez znak. Jeżeli np. powiernik przechowuje przedmiot w depozycie 161

dla osoby uprawnionej do dysponowania tokenem zgodnie z regulaminem depozytu, to taki token faktycznie stanowi prawo własności przedmiotu przechowywanego w depozycie.

- 162 Kwestia, czy istnieje depositum regulare, zgodnie z którym depozytariusz pozostaje właścicielem określonego przedmiotu, czy też powstaje depositum irregular, zgodnie z którym istnieje tylko ogólne roszczenie, zależy od intencji ekonomicznych stron. Zgodnie z postanowieniami umowy o przechowaniu, opiekun musi zwrócić te same przedmioty, które zostały umieszczone w bezpiecznym areszcie. Jak wspomniano powyżej, depositum regulare może istnieć nawet wtedy, gdy powiernik jest zobowiązany do zwrotu jedynie przedmiotów tego samego rodzaju i jakości. Zależy to od umowy dotyczącej własności towaru. Jeśli powiernik ma stać się właścicielem, istnieje nieregularne regulowanie wysokości depozytu. Jeśli jednak powiernik ma pozostać właścicielem, istnieje regulowana kaucja. Może to odegrać ważną rolę, tak że w przypadku symbolizacji własności nieruchomości, żeton nie jest kwalifikowany jako instrument finansowy z punktu widzenia nadzoru ze względu na brak standaryzacji.
- 163 Standaryzację można jednak osiągnąć za pomocą umowy w sprawie przechowywania, która w ostatecznym rozrachunku jest nieszkodliwa. Może istnieć system regulujący depozyty, ale strony lub, w szczególności, deponent mogą przyjąć zamiast danego przedmiotu przedmiot porównywalny pod względem rodzaju, liczby i jakości.

7.2 Prawa do wartości według TVTG i prawa do wartości według PGR w brzmieniu zmienionym przez BuA 2019/93 (LGBl 2019.304)

BuA 2019/93 wprowadza z jednej strony prawa wartości według TVTG, a z drugiej strony prawa wartości według PGR. Istnieją istotne różnice pomiędzy prawami do zapisu w księgach rachunkowych na podstawie tych przepisów, poza oświadczeniem w formie żetonu lub zarządem w rejestrze praw do zapisu w księgach rachunkowych. W przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych w rozumieniu PGR w wersji znowelizowanej ustawy o zdematerializowanych papierach wartościowych z roku 2019/93, przepisy ustawy o prawie własności mają być stosowane w sposób funkcjonalnie równoważny, gdyż te zdematerializowane papiery wartościowe mają spełniać te same funkcje, co papiery wartościowe. Ponadto w PGR nadal przeważa zasada przyczynowości. W przeciwieństwie do tego, postanowienia TVTG mają być stosowane do zdematerializowanych papierów wartościowych w ramach TVTG tylko w sposób odpowiedni pod względem funkcjonalnym, tj. przez analogię. Ponadto, w odniesieniu do przepisów dotyczących nadawania TVTG przeważa zasada abstrakcji. 164

W związku z tym, w przypadku przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych w formie żetonów w ramach TVTG, transakcja zbycia pozostaje również abstrakcyjna, w przypadku zaprzestania transakcji zobowiązania. W tym przypadku transakcja musiałaby zostać odwrócona zgodnie z prawem o wzbogacaniu. Jeżeli jednak przyczyna transakcji z udziałem niecertyfikowanych papierów wartościowych zgodnie z PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93 przestaje mieć zastosowanie, transakcja zaangażowania również przestaje mieć zastosowanie i takie niecertyfikowane papiery wartościowe mogą być w przyszłości indeksowane. 165

166 Wynika to z faktu, że prawo do bezpieczeństwa przy wejściu do książki zgodnie z PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw w 2019/93 r. ma wszystkie funkcje bezpieczeństwa, w tym funkcję transportową, funkcję legitymizacji i wyzwalania, funkcję ochrony ruchu drogowego i ograniczania sprzeciwów. Przepis ten ma celowo wykraczać poza szwajcarską podstawę przyjęcia w art. 973c szwajcarskiego kodeksu obowiązków, który odmawia stosowania przepisów prawa własności (funkcja transportowa i nabycie w dobrej wierze) w odniesieniu do zdematerializowanych papierów wartościowych.

167 W § 81a ostatniej części PGR zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93 dokonano daleko idącej zmiany w dogmatyce prawa cywilnego i wszystkie prawa mogą być reprezentowane w formie zdematerializowanych papierów wartościowych, co oznacza, że mogą one następnie podlegać reżimowi prawa własności. Jedna z najistotniejszych (doktrynalnych pod względem prawnym) zmian wywołanych przez proces legislacyjny dotyczący ustawy o łańcuchu blokowym ma być zatem zlokalizowana poza nim. Należy jednak wziąć pod uwagę, że rejestr praw do zapisu księgowego musi być również zorganizowany w taki sposób, aby wykluczyć nieuzasadnioną ingerencję dłużnika w prawa wierzyciela. Do tego celu nadaje się również technologia łańcuchów blokowych lub systemy VT zdefiniowane w TVTG. Prowadzenie rejestru praw wstępu do księzek w łańcuchu blokowym nie musi oznaczać, że prawa wstępu do księzek muszą być również prowadzone w formie żetonów i w związku z tym podlegałyby one ponownie TVTG.

7.3 Tokenizacja w strukturach inwestycji zbiorowych i skrajzeniach segmentowych

Jednym z najważniejszych kryteriów działania funduszy jest inwestowanie zgodnie z określoną strategią inwestycyjną. Oznacza to dyskrekcję w alokacji aktywów. W przypadku zastosowania dyskrejonalnego zarządzania portfelem indywidualnym w odniesieniu do zbioru, znajduje to odzwierciedlenie w regulacji funduszu. 168

Spółki holdingowe lub podmioty specjalnego przeznaczenia, które angażują się w fundraising, na przykład poprzez emisję żetonu zabezpieczającego, nie są funduszami, o ile realizują strategię biznesową. Oznacza to, że w momencie subskrypcji (symbolizowanej) instrumentów finansowych cel inwestycyjny musi być już ustalony i nie ma swobody w inwestowaniu. Z drugiej strony, jeżeli inwestycje zbiorowe są dokonywane z pewnym stopniem dyskrekcji, istnieje określona strategia inwestycyjna, a co za tym idzie - fundusz. Przykład spaceru po linii można zobaczyć w inwestycji według stałego algorytmu. Nawet przy takim modelu biznesowym opartym na pracy doradczej, nie ma swobody w inwestowaniu zgromadzonego kapitału, dlatego też istnienie funduszu jest negowane. 169

Reprezentacja depozytu instrumentów finansowych może również prowadzić do powstania systemu zbiorowego inwestowania, pod warunkiem że w żetonie reprezentowany jest nie tylko depozyt lub kwit depozytowy dotyczący instrumentów finansowych, ale - co byłoby technicznie możliwe - portfel finansowy zarządzany aktywnie lub biernie jest reprezentowany w żetonie. Jeżeli taki żeton jest następnie denominowany i wydawany inwestorom, fundusz jest skutecznie ustanowiany. 170

Należy zauważyć, że UCITS mogą inwestować wyłącznie w płynne aktywa finansowe, dlatego też fundusz kryptograficzny, który inwestuje 171

w żetony, w rozumieniu treści cyfrowych, może być zbudowany wyłącznie w formie AFI. Możliwe jest jednak również wyemitowanie akcji funduszu w formie żetonów. Istotne jest, aby FMA w Liechtensteinie, na pisemny wniosek, dostarczała wiążących informacji o istnieniu funduszu i była związana swoją opinią.

- 172 W odniesieniu do AFI warto zauważyć, że ich dystrybucja na jednolitym rynku europejskim jest zharmonizowana tylko w odniesieniu do inwestorów branżowych. W Liechtensteinie udziały w AFI mogą być również dystrybuowane wśród inwestorów detalicznych, ale taki AFI nie jest objęty paszportem.
- 173 Forma podzielonej na segmenty osoby prawnej lub PCC przewidziana w prawie Liechtensteinu może mieć również znaczenie w związku z funduszami. Na przykład spółka może zostać podzielona na segmenty, w ramach których każdy segment może wyemitować własne akcje lub nawet obligacje segmentu. To, czy jednostka podzielona na segmenty posiada fundusz, czy też nie, zależy w dużym stopniu od tego, czy realizowana jest określona strategia inwestycyjna, czy też tylko strategia biznesowa.

7.4 Transakcje konsumenckie iZm Token

- 174 Zasadniczo FernFinG przewiduje prawo do odstąpienia od umowy, chociaż konsument nie ma prawa do odstąpienia od umowy w przypadku transakcji sprzedaży na odległość dotyczących usług finansowych, jeżeli usługi finansowe objęte umową podlegają wahaniom na rynku finansowym, na które przedsiębiorca nie ma wpływu i które mieszczą się w okresie odstąpienia. FernFinG wymaga również, aby

konsumenci byli informowani, czy mają prawo do odstąpienia od umowy, czy też nie; nie ma jednak sankcji, jeżeli nie zostaną poinformowani o braku prawa do odstąpienia od umowy, ponieważ nie daje to prawa do odstąpienia od umowy.

Jednakże większe znaczenie ma prawo konsumenckie dotyczące żetonów, które reprezentują oprogramowanie w znaczeniu treści cyfrowych, a tym samym towarów. W Liechtensteinie takie żetony są rejestrowane wyłącznie jako waluty wirtualne na mocy prawa nadzoru, które nie wymagają specjalnego zezwolenia na mocy prawa rynku finansowego na emisję lub dystrybucję, ponieważ są one w dużej mierze traktowane jako towary.²⁹⁶ Transakcje dotyczące takich tokenów będą regularnie zawierane w drodze sprzedaży na odległość, dlatego też FAGG, a w szczególności jego przepisy dotyczące prawa do odstąpienia od umowy są ważniejsze niż KSchG. 175

Może jednak mieć zastosowanie wyjątek od prawa odstąpienia od umowy na mocy FAGG. W tym względzie kwestionuje się w szczególności wyjątki określone w art. 19 ust. 1 lit. b) i lit. l) ustawy o finansach publicznych. Konsument nie ma prawa do odstąpienia od umowy zgodnie z tym ostatnim przepisem FAGG dotyczącym nabywania treści cyfrowych w sprzedaży na odległość, które nie są przechowywane na fizycznym nośniku danych i w przypadku gdy przedsiębiorca, za wyraźną zgodą konsumenta, rozpoczął przedwcześnie wykonywanie umowy, przed upływem okresu odstąpienia, 176

²⁹⁶ W zależności od modelu działalności gospodarczej można wskazać jedynie obowiązek rejestracji jako bureau de change (przed wejściem w życie TVTG) lub rejestracji jako dostawcy usług w zakresie wymiany informacji telewizyjnych, zob. również tytuł II, rozdział II.2.9 i II.3.

po otrzymaniu informacji o prawie odstąpienia od umowy. Potwierdzenie zawartej umowy musi być dostarczone na stałym nośniku danych. Oprócz papieru, stałe nośniki danych obejmują również pamięci USB, karty pamięci, a nawet wiadomości e-mail. Jednak uzasadnieniu tego wyjątku towarzyszy również znaczny wysiłek administracyjny. Należy zauważyć, że tokeny znajdujące się w portfelu sprzętowym nie powinny być uznawane za treści cyfrowe, lecz za towary w rozumieniu FAGG lub VRRL.

- 177 Ponadto jedynym właściwym wyjątkiem byłby art. 19 ust. 1 lit. b) FAGG. Zgodnie z tym konsument nie ma prawa do odstąpienia od umowy, jeżeli umowa została zawarta w odniesieniu do towarów lub usług, których cena podlega wahaniom na rynku finansowym. W każdym razie należy temu zaprzeczyć w przypadku transakcji o stałej cenie. Jeśli cena towaru została wcześniej uzgodniona, to była ona również przewidywalna. Nie ma tu znaczenia, czy cena jest nadal korzystna w momencie dostawy. Dlatego też od woli stron zależy, czy transakcja po stałej cenie była zamierzona w odniesieniu do żetonów, czy też zostały one nabyte w celach spekulacyjnych.
- 178 Nie można jednak zakładać, że transakcje konsumenckie z użyciem żetonów mają charakter spekulacyjny, ponieważ żetony często pełnią nieodłączną funkcję w łańcuchu blokowym i są niezbędne do realizacji pewnych transakcji lub funkcjonowania łańcucha blokowego, a także są potrzebne do budowania konsensusu. Należy to również wziąć pod uwagę przy zakupie żetonów, ponieważ użytkownik, który kupuje żeton w celu świadczenia usług w związku z łańcuchem blokowym i który czasami również korzysta z żetonów, nie ma podstawowego interesu w wydajności. Nawet jeśli taki spekulacyjny charakter można założyć w odniesieniu do konkretnej transakcji związanej z żetonami,

żetony nie stanowią towaru w rozumieniu VRRL lub FAGG, dlatego też ten wyjątek od prawa odstąpienia od umowy nie może być stosowany od samego początku. Należy zatem odrzucić analogię do energii elektrycznej, wody i gazu, które są traktowane jako towary, pod warunkiem że są one sprzedawane w ograniczonej objętości lub w określonej ilości, ponieważ byłoby to bezpośrednio sprzeczne z motywem 19 VRRL: *"Podobnie jak w przypadku umów o dostawę wody, gazu lub energii elektrycznej, gdy nie są one oferowane do sprzedaży w ograniczonej objętości lub w określonej ilości, lub o dostawę centralnego ogrzewania, umowy dotyczące treści cyfrowych, które nie są udostępniane na nośniku fizycznym, nie powinny być uznawane za umowy sprzedaży lub umowy o świadczenie usług do celów niniejszej dyrektywy"*. Treści cyfrowe, takie jak programy komputerowe, gry, filmy, muzyka itp., byłyby również wymierne i, zgodnie z opinią prawodawcy unijnego, nie powinny być traktowane jako towary; wyjątek od prawa odstąpienia od umowy w odniesieniu do treści cyfrowych stanowi niezależny wyjątek, który nie komunikuje się z wyjątkiem określonym w art. 19 ust. 1 lit. b FAGG. Wyjątek ten nie ma zatem zastosowania do żetonów jako treści cyfrowych zgodnie z VRRL, które mogą również reprezentować waluty wirtualne zgodnie z piątą dyrektywą GW.

Ponadto, co do zasady, należy zauważyć, że tytuły zagraniczne, z 179
wyjątkiem tytułów pochodzących z Austrii lub Szwajcarii, nie są wykonalne w Liechtensteinie, ponieważ Liechtenstein nie podpisał i nie ratyfikował konwencji brukselskiej i lugańskiej. W przypadku sporów sądowych w Liechtensteinie prowadzonych przez osoby niemające miejsca zamieszkania w Liechtensteinie, wymagane jest złożenie kaucji zgodnie z §§ 56 ff ZPO (Kodeks postępowania cywilnego) jako zabezpieczenia kosztów postępowania.

180 Ponadto należy również ogólnie zauważyć, że nawet klauzula o wyborze prawa może być nieważna, ponieważ wprowadza w błąd, chyba że istnieje wskazanie, że nadrzędne znaczenie mają obowiązkowe przepisy dotyczące ochrony konsumenta w kraju zamieszkania konsumenta (ETS C-191/15, VKI/Amazon EU Sàrl: "Artykuł 3 ust. 3"). 2) *Artykuł 3 ust. 1 dyrektywy 93/13 należy interpretować w ten sposób, że pojęcie zawarte w standardowych warunkach przedsiębiorcy, które nie zostały wynegocjowane indywidualnie i które przewiduje, że prawem właściwym dla umowy zawartej z konsumentem drogą elektroniczną jest prawo państwa członkowskiego, w którym przedsiębiorca ma miejsce zamieszkania, jest nieuczciwym w zakresie, w jakim wprowadza konsumenta w błąd, sprawiając wrażenie, że do umowy stosuje się wyłącznie prawo tego państwa członkowskiego, nie informując go, że korzysta on również z ochrony bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa, które byłyby właściwe w przypadku braku tej klauzuli; Do sądu krajowego należy ocena tego w świetle wszystkich istotnych okoliczności.*"

181 Wreszcie należy zauważyć, że usługa związana z tokenami w rozumieniu treści cyfrowych może być regulowana na niskim poziomie, w zależności od konkretnej formy, jaką przybiera, ale ta sama działalność może być ściśle regulowana w innych jurysdykcjach, takich jak na przykład Niemcy, ponieważ tzw. jednostki rozliczeniowe (takie jak tokeny) również stanowią tam instrumenty finansowe i w związku z tym MTF musiałyby być zatwierdzone do obrotu tokenami zgodnie z prawem niemieckim.

II. Oferty tokenowe i zdecentralizowane centra handlowe

1. Wprowadzenie i przedmiot dochodzenia

Podczas gdy prace w ramach tytułu I - Żetony jako prawa do wartości - dotyczą przede wszystkim cywilnego charakteru żetonów i ich przekazywania w Liechtensteinie, niniejszy dokument koncentruje się na aspektach nadzoru, zwłaszcza w związku z ofertami dotyczącymi żetonów, ze szczególnym uwzględnieniem europejskich aktów prawnych. Termin Oferta Żetonowa jest w tym artykule celowo wybrany, gdyż jest to termin o najwyższym stopniu abstrakcji w odniesieniu do prawa publicznego, a kreatywność w odniesieniu do kreacji słownych na wydanie żetonów wydaje się być prawie niewyczerpana. W przypadku osób mających dostęp do informacji poufnych w branży łańcuchów blokowych,²⁹⁷ te niezdefiniowane prawnie terminy ICO (Initial Coin Offering following the IPO - "Initial Public Offering"; IPO), poprzez ich odmiany, takie jak DAICO (zdecentralizowana autonomiczna pierwsza oferta monet), IPCO (pierwsza publiczna oferta monet), IEO (pierwsza oferta wymiany), IDO (pierwsza oferta DEX) lub ITO (pierwsza oferta tokenów), bardziej techniczny termin TGE (Token Generating Event) aż do ocen, które przewidują ocenę prawną w odniesieniu do klasyfikacji, takich jak ETO (Equity Token Offering), ACO (Accredited Coin Offering) lub STO (Security Token Offering).

Terminy te są bardzo niejednorodne i w każdym indywidualnym przypadku należy ocenić, czy modele biznesowe oparte na łańcuchach

²⁹⁷ Termin "łańcuch blokowy" jest używany w tym artykule jako pars pro toto dla Distributed Ledger Technology.

blokowych oraz projekt lub struktura żetonów wymagają zatwierdzenia zgodnie z prawem rynku finansowego. Powyższe warunki nie muszą mieć nawet wspólnego z publiczną lub prywatną ofertą żetonów. Może to również oznaczać tylko techniczne generowanie żetonów²⁹⁸, czy też generowanie żetonów w trakcie tzw. górnictwa, co jest powszechne²⁹⁹ w mechanizmach dowodzenia pracy. Protokół Bitcoin, na przykład, opiera się na wyżej wymienionym mechanizmie proof-of-work i przewiduje, że każdy blok generuje 50 nowych Bitcoins, przy

²⁹⁸ Por. rządowy raport konsultacyjny w sprawie stworzenia ustawy o systemach transakcyjnych opartych na wiarygodnych technologiach (VT) (prawo Blockchain; prawo VT; VTG) oraz zmiany innych ustaw, które zostały uchwalone przez rząd 28.08.2018 r. i po raz pierwszy wprowadzają ściśle rozróżnienie pomiędzy producentem żetonów a ich emitentem. Zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. 1 TVTG w brzmieniu zmienionym przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/54, emitentem żetonów jest osoba, która oferuje żetony we własnym imieniu i na własny rachunek lub na rachunek osoby trzeciej, lub która wydaje żetony w imieniu osoby trzeciej - w imieniu mocodawcy, który zawiera umowę o udzielenie pełnomocnictwa (tj. dwustronną czynność prawną zlecenia w stosunku wewnętrznym i pełnomocnictwo ze skutkiem w stosunku zewnętrznym) - na rachunek osoby trzeciej. Taka bezpośrednia lub otwarta reprezentacja ze skutkiem prawnym ustalonych aktów pełnomocnika dla strony reprezentowanej zasadniczo odpowiadałaby transakcji plasowania w odniesieniu do instrumentów finansowych - zob. BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, ostatnio zmieniona 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html

²⁹⁹ Również PoW; jest to uproszczony opis dostarczania mocy obliczeniowej do rozwiązywania niektórych obliczeń kryptograficznych, w którym bloki są tworzone i dostarczane do łańcucha bloków, gdy zadania są rozwiązywane. Te nowe bloki są wykorzystywane do potwierdzania transakcji i wydawania nowych żetonów. Istnieją również inne mechanizmy, takie jak dowód udziału (PoS) i formy hybrydowe; sa *Buterin*, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, wezwany 15.09.2019, 16:31.

czym ta liczba nowo utworzonych Bitcoins jest zmniejszana o połowę co 210.000 bloków i najmniejsza podjednostka, 1 Satoshi³⁰⁰, jest niepodzielna.³⁰¹ Zilustrowane za pomocą sekwencji geometrycznej, wygląda to następująco:

$$\frac{\sum_{i=0}^{32} 210\,000 \left\lfloor \frac{5\,000\,000\,000}{2^i} \right\rfloor}{100\,000\,000} = \frac{209\,999\,999\,769}{10\,000} = 2.09999999769 \times 10^7$$

³⁰⁰ 0.00000001 BTC, nazwa pochodzi od złowieckiego wynalazcy protokołu Bitcoin, *Satoshi* Nakamoto Por. Bitcoin Whitepaper, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, dostęp: 15.09.2019, 16:31.

³⁰¹ <https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp> wezwany w dniu 15.09.2019, 16:31.

Wynikiem tego jest limit zaokrąglonych 21 milionów Bitcoinów (dokładnie 20'999'999.9769 BTC³⁰²), przy czym 50 Bitcoinów z bloku Genesis nie nadaje się do przeniesienia,³⁰³ a inne nieprawidłowości również doprowadziły do niezbywalności Bitcoinów.³⁰⁴

- 185 W tym względzie jednak (techniczna) produkcja i wprowadzanie do obrotu takich żetonów niekoniecznie służy celowi kapitalizacji na rynku finansowym lub finansowaniu przedsiębiorstw, ale wydawane żetony mogą mieć również po prostu cel nieodłącznie związany z modelem biznesowym opartym na łańcuchu blokowym - użyteczność - który zgodnie z prawem Liechtensteinu nie będzie miał regularnie zbyt wielkich konsekwencji regulacyjnych. Należy zatem wziąć pod uwagę, czy żetony są oferowane w trakcie pozyskiwania środków finansowych (tzn. oferta na żetony), czy też rzeczywiście reprezentują treści cyfrowe w rozumieniu danych lub oprogramowania jako towar i są sprzedawane z zamiarem handlowym (tzn. sprzedaż żetonów).
- 186 W związku z tym próba zdefiniowania prawa w projekcie sprawozdania Europejskiego Dostawcy Usług Finansowania Ludności (European Crowdfunding Service Provider Regulation - ECSP) również

³⁰² Wynika to z dużego rozdrobnienia w podziale i ograniczenia liczby bitów Bitcoina do 8. cyfry po przecinku.

³⁰³ https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block wezwany w dniu 15.09.2019, 16:31; jest to również powód, dla którego ETH może zostać praktycznie zniszczona poprzez przeniesienie na adres 0x0 (tzw. "spalenie"), ponieważ nikt nie ma prywatnego klucza tego adresu.

³⁰⁴ <https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:31; https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply, aufgerufen am 15.09.2019, 16:31.

wydaje się być błędna, ponieważ opiera się wyłącznie na walutach wirtualnych, a w dawnej dykcji TVTG, zmienionej ustawą federalną w sprawie finansowania terroryzmu w latach 2019/54,³⁰⁵³⁰⁶ na żetonach płatniczych. The ECSP dosłownie stwierdza: *“Initial Coin Offering or ICO” means raising funds from the public in a dematerialised way using coins or tokens that are put for sale for a limited time by a business or an individual in exchange for fiat or virtual currencies.*³⁰⁷

Sformułowanie to nie uwzględnia jednak różnorodnych wariantów projektowych żetonów, które w zasadzie mogą reprezentować wszystkie prawa. Słusznie, ICO zostały skreślone w sprawozdaniu końcowym. Chociaż uważa się, że ICO nadal zawierają element finansowania, który może być szczególnie interesujący dla MŚP, uznaje się również, że oprócz klasyfikacji na podstawie prawa rynku kapitałowego, technologia może na przykład przyspieszyć transfer technologii. W odpowiednim czasie uznano, że włączenie ICO do ECSP nie rozwiąże związanych z tym niepewności prawnych i stwierdzono 187

³⁰⁵ Sprawozdanie i wniosek 2019/54 rządu do Parlamentu Księstwa Liechtensteinu w sprawie utworzenia ustawy o tokenach i dostawcach usług VT (ustawa o tokenach i dostawcach usług VT; TVTG) oraz zmiany innych ustaw; art. 2 ust. 1 lit. d TVTG-BuA ("TVTG").

³⁰⁶ W BuA 2019/93, s. 23, żeton płatniczy został ponownie usunięty.

³⁰⁷ Projekt sprawozdania w sprawie wniosku dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania terroryzmu (ECSP) dla przedsiębiorstw (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), 10.08.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdfhttps://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf, S 28.

tam również, że Komisja Europejska może w przyszłości zaproponować kompleksowe przepisy ramowe UE w oparciu o dokładną ocenę skutków.³⁰⁸

- 188 Konkretnie pytanie badawcze tego dokumentu brzmi zatem następująco: *Kiedy jest dostępna oferta symboliczna i jak są traktowane oferty symboliczne w prawie nadzoru w Liechtensteinie?* Konkretnie pytanie cząstkowe brzmi: *Czy żetony mogą również reprezentować depozyty, pieniądź elektroniczny lub instrumenty finansowe? W jaki sposób te trzy regulacje odnoszą się do siebie i czym różnią się od walut wirtualnych?* W tym kontekście należy również wziąć pod uwagę ramy prawne wynikające z prawa Unii. W szczególności prace będą koncentrować się na ofercie symbol-

³⁰⁸ Sprawozdanie w sprawie wniosku dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania terroryzmu (ECSP) dla przedsiębiorstw (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), A8-0364/2018, 09.11.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.htmlhttps://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html, S 8 und 9 (Rz 11a i 15a).

icznej za pośrednictwem tzw. zdecentralizowanych centrów handlowych lub zdecentralizowanych rynków. EtherDelta³⁰⁹, IDEX³¹⁰, Token Store³¹¹ czy Stellar Decentralized Exchange (DEX)³¹² są przykładami zdecentralizowanych miejsc handlowych, na których można handlować całkowicie zdecentralizowanymi, tj. peer-to-peer (p2p), kryptowalutami czy tokenami, czasami również tokenami reprezentującymi instrumenty finansowe. Łączenie³¹³ udziałów może odbywać się za pomocą odpowiedniego protokołu sieciowego - samego

³⁰⁹ <https://etherdelta.com/> wywołany 15.09.2019, 16:21; giełda bez silnika dopasowującego (bulletin board), na której użytkownicy muszą tworzyć zlecenia.

³¹⁰ <https://idex.market/> wezwany 15.09.2019, 16:21. IDEX utrzymuje księgę zamówień poza łańcuchem (centralnym), jak również 0x - <https://0x.org/>, wezwany 15.09.2019, 16:22. Natomiast AirSwap ma zdecentralizowaną księgę zamówień, <https://www.airswap.io/>, wezwany 15.09.2019, 16:22. Inne tak zwane "krypto wymiany" nie mają w ogóle księgi zamówień w konwencjonalnym sensie, np. Uniswap, <https://uniswap.io/>, wezwany 15.09.2019, 16:23, Bancor, <https://www.bancor.network/> wezwany 15.09.2019, 16:23, Kyber, <https://kyber.network/>, wezwany 15.09.2019, 16:23, lub DutchX, <https://dutchx-rinkeby.d.exchange/>, wezwany 15.09.2019, 16:24, (wymiana w oparciu o aukcję holenderską - aukcję odwrotną lub aukcję ze spadającymi cenami).

³¹¹ <https://token.store/> dostęp: 15 września 2019, 16:24.

³¹² <https://stellarterm.com/> wezwany 15.09.2019, 16:21; Stellar DEX przechowuje księgę zamówień w łańcuchu, przetwarza transakcje w łańcuchu i ma matchmaking zintegrowany z protokołem Stellar.

³¹³ W odróżnieniu od Giełd, na których tworzony jest portfel zleceń, kojarzenia i rozliczania lub prowadzone są poza łańcuchem, np. OpenFinance Network ATS, <https://www.openfinance.io/>, dostęp 15.09.2019, 16:24. Oprócz Giełd Instrumentów Finansowych, istnieją również centralni pośrednicy dla żetonów, które nie są instrumentami finansowymi, pieniądzem elektronicznym ani depozytami - np. Binance (<https://www.binance.com/>, dostęp 15.09.2019, 16:25), Kraken (<https://www.kraken.com/>, wezwany 15.09.2019, 16:25), Bittrex

łańcucha blokowego - i takie zdecentralizowane miejsce handlu różni się od zorganizowanego rynku kapitałowego tym, że nie jest obsługiwane przez centralnego pośrednika, lecz przez sumę użytkowników sieci - czyli przez sieć jako zdecentralizowaną, autonomiczną organizację. W tym kontekście należy również zbadać poniższe pytanie cząstkowe: *Czy regulacje dotyczące rynku finansowego mają zastosowanie do zdecentralizowanych centrów handlowych - a jeśli tak, to w jakiej formie lub w jakim zakresie i czym różnią się one od regulacji dotyczących zorganizowanych centrów handlowych?*

1.1 Ocena prawa rynków finansowych w zakresie modeli biznesowych opartych na technologii DLT

189 Zgodnie z art. 4 Umowy o współpracy i wzajemnej pomocy w sprawach celnych, Urząd ds. Rynku Finansowego w Liechtensteinie realizuje cele polegające na *zapewnieniu stabilności rynku finansowego w Liechtensteinie, ochronie klientów, zapobieganiu nadużyciom oraz wdrażaniu i stosowaniu się do uznanych standardów międzynarodowych*. Tak więc prawo rynku finansowego dąży do *"regulacji, która jest neutralna technologicznie, oparta na ryzyku i niedyskryminująca dla istniejących uczestników rynku"*³¹⁴. Modele biznesowe oparte na technologii DLT lub łańcuchach

(<https://international.bittrex.com>, wezwany 15.09.2019, 16:25), Coinbase(<https://www.coinbase.com/> wezwany 15.09.2019, 16:25), Poloniex (<https://poloniex.com/>, wezwany 15.09.2019, 16:26), itd., które wszystkie utrzymują swój portfel zamówień poza łańcuchem, a także przechowują żetony centralnie w portfelu zbiorczym, aby zminimalizować koszty transakcji w łańcuchu blokowym.

³¹⁴ Por. zadania FMA w Liechtensteinie - <https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, wezwany 15.09.2019, 16:21; FMA w Liechtensteinie, Innowacja jako wyzwanie - i jako szansa, 20.07.2017, <https://www.fma->

blokowych mogą również wchodzić w zakres regulacji rynku finansowego, przy czym stosowane jest podejście funkcjonalne, co oznacza, że każdy model lub struktura żetonów jest analizowany indywidualnie dla każdego przypadku (np. generowanie żetonów w kontekście oferty żetonów).

Rzeczywista ekonomiczna konstrukcja żetonu i wynikająca z niej 190 kwalifikacja prawna stanowią zatem podporę z punktu widzenia nadzoru. Należy zawsze rozróżniać pomiędzy modelem biznesowym a wzornictwem żetonów. A token does not have to be a financial instrument, but the business model may nevertheless be subject to a special legal approval, which is subject to supervision by the FMA (Liechtenstein Financial Market Authority) pursuant to the FMAG. Z drugiej strony, możliwe jest również, że model biznesowy nie jest regulowany przez prawo rynku finansowego, ale żetonem jest instrument finansowy, który w związku z tym podlega pewnym ograniczeniom, na przykład w zakresie dystrybucji, lub wymaga prospektu emisyjnego.

Podejście neutralne pod względem technologicznym jest nie tylko 191 decydujące dla oceny FMA, ale aspekt ten został również uwzględniony w TVTG. W związku z tym ogólny termin prawny "godne zaufania technologie" lub "godne zaufania systemy technologiczne" zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. a) i b) TVTG zasadniczo obejmuje również techniczne warianty realizacji "Distributed Ledger Technology". Należy to rozumieć w kontekście tego, że obecnie zakładana lub zakładana wiarygodność łańcucha blokowego nie musi być już w

li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career

przyszłości podana (np. można sobie wyobrazić, że postęp technologiczny w technologii kwantowej może doprowadzić do znacznego wzrostu mocy obliczeniowej).³¹⁵ Zaufanie pokładane w klasycznym rynku finansowym w centralnym, wykwalifikowanym i wiarygodnym pośredniku finansowym lub w odpowiedniej instytucji finansowej staje się przestarzałe w przypadku tego rodzaju zdecentralizowanych technologii, ponieważ zaufanie to jest zastępowane przez sumę użytkowników sieci, którzy z kolei potwierdzają poprawność odpowiednich transakcji, a tym samym możliwość kompromisu lub korupcji jest znikoma po osiągnięciu pewnej wielkości sieci.³¹⁶ Zaufanie nie jest jednak przyznawane wyłącznie przez technologię, ale wynika z funkcji kryptograficznych w połączeniu z decentralizacją, która jest nieodłączną właściwością technologii, ale ostatecznie wynika z indywidualnych użytkowników sieci; istnieją pewne łańcuchy blokowe, które mają tak niską liczbę uczestników, a zatem tak niską wartość haszyszu, że mogą być one zagrożone przez moc obliczeniową poszczególnych farm serwerów, które można w krótkim czasie wynająć. Przedmiotem zaufania jest zatem w rzeczywistości suma użytkowników sieci - tj. kolektywu - a nie technologia jako taka, która pod tym względem stanowi jedynie środek do celu, przedmiot, na który zaufanie jest rzutowane. W tym względzie można kwestionować

³¹⁵ Por. BuA 2019/54, s. 44 i 56, zob. także prospekt emisyjny funduszu Postera, s. 101.

³¹⁶ Por. <https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, wezwany 15.09.2019, 16:40, z powodu różnych słabości, takich jak Majority czy Ataki Sybilli.

nazewnictwo TVTG, ponieważ technologia ta nie jest ani godna zaufania, ani nie jest niewiarygodna i nie należy stwarzać wrażenia, że istniejące systemy technologiczne nie są godne zaufania.³¹⁷

1.2 Oficjalna praktyka Urzędu ds. Rynku Finansowego w Liechtensteinie

FMA w Liechtensteinie zwraca uwagę na potencjalną możliwość zastosowania regulacji rynków finansowych do modeli biznesowych opartych na łańcuchach blokowych lub żetonach. W zależności od ich konkretnej formy, żetony mogą zatem reprezentować prawa członkowskie lub prawa do długu oraz, ze względu na ich inwestycyjny charakter, mogą stanowić instrumenty finansowe, jeżeli spełnione są dalsze kryteria. Co do zasady, usługi związane z instrumentami finansowymi wymagają specjalnej zgody prawnej FMA zgodnie z prawem rynku finansowego, a prospekt emisyjny papierów wartościowych może być również wymagany przy emisji żetonów reprezentujących instrumenty finansowe.³¹⁸ 192

FMA skomentował również wirtualne waluty, takie jak Bitcoin. W związku z tym waluty wirtualne stanowią cyfrowe przedstawienie wartości, które mają pewne podobieństwa do prawnego środka płatniczego. W związku z³¹⁹ tym waluty kryptograficzne, takie jak BTC lub ETH, mają funkcję reprezentującą środki płatnicze (art. 2 ust. 1 lit. 1 193

³¹⁷ Por. terminologia TVTG BuA 2019/54, s. 56 f.

³¹⁸ FMA Fact Sheet "Initial Coin Offering" z 10.09.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-ico.pdf>, ostatnio zaktualizowany 01.10.2018.

³¹⁹ FMA fact sheet on virtual currencies, ostatnio zaktualizowany 16 lutego 2018 r., <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-virtuelle-waehrungen.pdf>

DDA przypisuje również funkcję retencji wartości do walut wirtualnych w związku z działalnością kantoru wymiany walut, który wymienia prawny środek płatniczy na waluty wirtualne). Ma³²⁰ to zasadnicze znaczenie dla rozróżnienia pomiędzy żetonami a pieniądzem elektronicznym, ponieważ pieniądz elektroniczny nie jest przeznaczony do celów oszczędnościowych lub inwestycyjnych.³²¹

- 194 W swojej obecnej oficjalnej praktyce Urząd ds. Rynku Finansowego w Liechtensteinie stosuje podejście neutralne technologicznie, jak już wyjaśniono. Oznacza to, że zgodnie z prawem ocenia on konkretne modele biznesowe lub gospodarcze na podstawie podejścia funkcjonalnego.³²²
- 195 W odniesieniu do klasyfikacji prawnej żetonów, Urząd ds. Rynku Finansowego w dużej mierze stosuje się do standardowej nomenklatury międzynarodowej i dokonuje odpowiedniego rozróżnienia pomiędzy żetonami użytkowymi lub towarowymi, żetonami zabezpieczającymi lub kapitałowymi a żetonami płatniczymi lub monetami walutowymi.

³²⁰ Por. BuA 2016/159, s. 31, zgodnie z którą World of Warcraft Gold nie powinien być walutą wirtualną (w rozumieniu SPG) ze względu na brak możliwości wymiany na fiat money. Krytyczne w tym względzie są *Nägele/Bergt*, Cryptocurrencies and Blockchain Technology in Liechtenstein supervisory law, Regulatory Grey Zone?, s. 63 (s. 65 f). EBC również odniósł się do tej kwestii i stwierdził, co następuje: *"However, there seems to be a black market for buying and selling WoW Gold outside the virtual currency scheme"*, EBC, Virtual Currency Schemes, October 2012, s. 13, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

³²¹ Zob. rozdziały II.2.2.2, II.2.7 i II.2.9 szczególności również w odniesieniu do sprawy EFTA E-9/17 (Falkenhahn AG i FMA Liechtenstein).

³²² Por. FMA, Innovation as a challenge - and as an opportunity, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, wezwany 15.09.2019, 16:42.

Należy jednak zauważyć, że ta ekonomicznie uwarunkowana nazwa może być stosowana jedynie jako niewiążący wskaźnik dla klasyfikacji prawnej. Wspomniane powyżej terminy techniczne nie są zakorzenione w przepisach prawa i są niekiedy definiowane przez właściwe organy w inny sposób w zakresie prawa nadzoru niż na przykład prawo podatkowe.³²³ Z prawnego punktu widzenia należy zauważyć, że zarówno ewentualny token, który może zostać wydany, jak i model ekonomiczny przedsiębiorstwa musi być oceniany oddzielnie. Żetony zabezpieczające reprezentują głównie instrumenty finansowe, podczas gdy monety walutowe pełnią funkcję przedstawiciela gotówki i tym samym służą jako środek wymiany, ale niekoniecznie stanowią instrument płatniczy w kontekście prawa rynku finansowego.

W odniesieniu do żetonów użytkowych, które nie są zalegalizowane w tej formie, podobnie jak inne definicje, podejście oparte na definicji negatywnej jest generalnie stosowane w praktyce z punktu widzenia nadzoru. W związku z tym żetony użytkowe, które nie są ani instrumentami finansowymi ("żetony zabezpieczające"), ani pieniądzem elektronicznym (w szczególności tzw. "stabilcoins", które są deponowane w walutach fiat i spełniają również inne wymogi pieniądza elektronicznego) i nie reprezentują depozytów, nazywane są żetonami 196

³²³ Por. *Bont*, "Cryptocurrencies - and what do the regulators do", FMA Information Sheet, 26.10.2017, s. 7 oraz FINMA Guidelines for Subordination Requests regarding Initial Coin Offerings (ICOs) of 16.02.2018, <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, s. 2 f.

użytkowymi³²⁴. Co więcej, utożsamianie żetonów użytkowych z towarami nie jest prawdopodobnie jednoznaczne, ponieważ waluty wirtualne i żetony będą podlegały większym wymogom regulacyjnym niż towary, zwłaszcza po wejściu w życie TVTG. Niemniej jednak takie żetony użytkowe lub towarowe, które są w dużej mierze nieuregulowane w prawie Liechtensteinu, mogą być klasycznie uznane za treści cyfrowe w rozumieniu FAGG³²⁵ lub za wirtualne waluty w rozumieniu piątej dyrektywy GW.

- 197 Żetony takie regularnie umożliwiają dostęp do niektórych platform lub, w funkcji zbliżonej do kuponu, umożliwiają zniżkowy zakup towarów i/lub usług lub zawierają podobne prawa lub funkcje. Do żetonów należą jednak również żetony czysto protokolarne, które umożliwiają funkcjonowanie łańcucha blokowego, a także budowanie na nim konsensusu, czyli tzw. żetony majątkowe lub zabezpieczone aktywami, które reprezentują np. roszczenie o zwrot przedmiotu, a tym samym stanowią tradycyjny dokument prawa cywilnego lub zabezpieczenie towaru (lub, w przypadku braku charakteru dokumentu, prawo własności). Z regulacyjnego punktu widzenia wszystkie te żetony są tzw. żetonami towarowymi, nawet jeśli reprezentują różne prawa, a nie same w sobie są towarem. Jest to jeden z powodów, dla których sensowna jest analiza żetonów w poszczególnych przypadkach, mimo że wyżej wymienione terminy stały się w tej branży ugruntowane i zazwyczaj zawierają odpowiedni rdzeń.

³²⁴ *Bergt/Esneault/Feldkircher/Nägele*, National legal & regulatory framework in selected European countries, Country Analysis Liechtenstein in The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework, Juni 2019, S 117 (S 122).

³²⁵ Patrz tytuł I. Rozdział I.6.

2. Analiza prawa rynku finansowego w zakresie żetonów

Poniżej zostaną rozważone szczególnie istotne aspekty nadzoru w związku z ofertami typu token, z tematycznym naciskiem na zdecentralizowane systemy handlowe, instrumenty finansowe, działalność w zakresie depozytów i pieniądza elektronicznego. Na koniec należy zauważyć, że ze względu na szybko zmieniający się charakter tego obszaru tematycznego i celowo otwarty charakter pytania, ostateczne rozpatrzenie sprawy, jeśli w ogóle byłoby możliwe, wykraczałoby daleko poza zakres tej pracy. Celem jest zatem stworzenie naukowo przetworzonego, ale jednocześnie praktycznie istotnego pola widzenia w zakresie ofert tokenowych i zdecentralizowanych centrów handlowych oraz rozróżnienie między wirtualnymi walutami a transakcjami depozytowymi, koncepcją pieniądza elektronicznego i instrumentami finansowymi. Systematyczne podejście do dyskusji akademickiej w niniejszym opracowaniu jest zasadniczo zgodne z kaskadą licencji nadzorczych, która jest uważana za dogmatycznie sensowną i która jest również stosowana przez FMA w Liechtensteinie pod względem organizacyjnym, co widać po spojrzeniu na obszary podlegające nadzorowi FMA w Liechtensteinie (bankowość; papiery wartościowe i rynki;³²⁶

198

³²⁶ Obszar ubezpieczeń nie będzie dalej omawiany w niniejszym dokumencie, ponieważ wykraczałby poza zakres niniejszego opracowania. W związku z tym należy jedynie wskazać, że produkty ubezpieczeniowe mogą być również reprezentowane w formie żetonów, a zastosowania blokowe oparte na łańcuchach mogą być również interesujące dla działalności ubezpieczeniowej. W tym względzie należy jedynie wskazać, że Solvency II, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/138/oj> lub ustawa Liechtensteinu o nadzorze ubezpieczeniowym i IDD, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2016/97/oj>, jak również

ubezpieczenia i fundusze emerytalne oraz zapobieganie praniu pieniędzy i inni pośrednicy finansowi), jak również na przepisy, które mają zostać wdrożone przez FMA w Liechtensteinie w tym kontekście.

2.1 Charakterystyka i zakres stosowania BankG

199 Ponieważ zezwolenia w prawie bankowym mają strukturę kaskadową, jak opisano powyżej, należy zauważyć, że zezwolenie jako bank lub instytucja kredytowa ma najwyższy priorytet. W związku z tym licencja bankowa zasadniczo zwalnia bank z obowiązku uzyskania licencji przedsiębiorstwa inwestycyjnego, instytucji pieniądza elektronicznego, instytucji płatniczej lub innego pośrednika finansowego. Oczywiście (makroostrożnościowe) regulacje, które przewidują rozdział obowiązków, muszą być przestrzegane, a bank nie może łączyć wszystkich działań finansowych w jedną osobę (słowo kluczowe: środki przeciwko "zbyt powiązanim, by upaść" i "zbyt dużym, by upaść").

wcześniejsze wdrożenie w Liechtensteinie (w przypadku braku decyzji Wspólnego Komitetu EOG o włączeniu ich do dorobku prawnego EOG) do ustawy o umowach ubezpieczeniowych mogą być potencjalnie istotne dla takich modeli biznesowych.

Prawo bankowe ma zastosowanie do banków i firm inwestycyjnych³²⁷, rynków regulowanych, podmiotów prowadzących działalność wielostronną lub

200

³²⁷ Kapitał minimalny zgodnie z art. 24 ust. 1 Prawa bankowego 10 mln CHF dla banków i 730 000,00 CHF dla (dużych) firm inwestycyjnych lub równowartość w euro lub dolarach amerykańskich (125 000,00 CHF dla firm inwestycyjnych posiadających uprawnienia administracyjne zgodnie z art. 30v ust. 1 lit. a Prawa bankowego) Roczna opłata nadzorcza dla banków wynosi minimum 100 000,00 CHF i maksimum 250 000,00 CHF lub 1 000 000,000,00 CHF dla grup bankowych podlegających nadzorowi skonsolidowanemu (załącznik 1 część I sekcja A FMAA). W przypadku firm inwestycyjnych opłata nadzorcza wynosi co najmniej 50.000,00 CHF pa lub 15.000 CHF w przypadku firm inwestycyjnych posiadających uprawnienia administracyjne. Maksymalna opłata nadzorcza dla firm inwestycyjnych wynosi 120.000 CHF rocznie (100.000,00 CHF dla firm inwestycyjnych posiadających uprawnienia administracyjne) oraz 500.000,00 CHF dla grup firm inwestycyjnych (250.000,00 CHF dla grup firm inwestycyjnych posiadających uprawnienia administracyjne) - por. załącznik 2 część I sekcja B do FMAA. Natomiast opłata podstawowa dla spółek zarządzających aktywami wynosi 5 000,00 CHF rocznie i maksymalnie 100 000,00 CHF (załącznik 2 część II sekcja A FMA). Należy zauważyć, że banki muszą spełniać następujące wymogi dotyczące adekwatności kapitałowej (współczynniki adekwatności kapitałowej i struktura kapitału obowiązkowego): Kapitał podstawowy (podstawowy kapitał własny Tier I (CET1); 4.5 %), instrumenty kapitałowe zgodnie z art. 28 CRR i ewentualnie art. 29 CRR (np. akcje); dodatkowy kapitał podstawowy (dodatkowy kapitał podstawowy Tier 1 (AT1); 1,5 %), instrumenty kapitałowe zgodnie z art. 51 lub art. 61 CRR (np. szczególnie obligacje podporządkowane / warunkowe obligacje zamienne - "CoCos"); kapitał zapasowy (Tier 2 (T2); 1,5%), instrumenty kapitałowe i pożyczki podporządkowane zgodnie z art. 63 ff lub art. 71 CRR (np. obligacje podporządkowane / "CoCos"); bufor utrzymania kapitału zgodnie z art. 129 CRD IV i 4a Prawa bankowego (2,5% w formie twardego kapitału podstawowego); Ewentualny dodatkowy wymóg kapitałowy z filaru 2 zgodnie z art. 104 CRD IV (poprzedni odpowiada filarowi 1) w celu pokrycia innych rodzajów ryzyka nieobjętych filarem 1, np. ze względu na model biznesowy

zorganizowane systemy obrotu³²⁸, przedsiębiorstwa inwestycyjne posiadające uprawnienia administracyjne, przedsiębiorstwa³²⁹ lokalne, przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, zakłady ubezpieczeń oraz wszystkie osoby posiadające towarowe instrumenty pochodne

wysokiego ryzyka; specyficzny dla instytucji bufor antycykliczny (CCB) zgodnie z art. 130 CRD IV / art. 4a ff Banking Act (obecnie 0 % dla Liechtensteinu); bufor ryzyka systemowego zgodnie z art. 133 CRD IV / art. 7i rozporządzenia bankowego (2,5 % aktywów ważonych ryzykiem); możliwe są dodatkowe bufony dla instytucji globalnych lub innych instytucji o znaczeniu systemowym (bufor G-SRI/O-SRI ustalany jest przez FMA dla instytucji o znaczeniu systemowym; do 2 % aktywów ważonych ryzykiem. Oprócz wymogów dotyczących wypłacalności, należy również przestrzegać wymogów dotyczących płynności.

³²⁸ Opłata za udzielenie licencji na MTF lub OTF w FMA wynosi 30.000,00 CHF (załącznik 1 sekcja A nr 1 lit. o i p do ustawy o FMA). W związku z tym należy uzyskać dwie licencje na prowadzenie systemu obrotu - najpierw licencję dla firmy inwestycyjnej, a następnie licencję dla MTF i/lub OTF, którą ta firma inwestycyjna prowadzi. Firma inwestycyjna może prowadzić zarówno MTF-y, jak i OTF-y, o ile są one odwzorowane na oddzielnych systemach. Roczne opłaty nadzorcze dla MTF i/lub OTF wynoszą minimum 50 000,00 CHF i maksimum 120 000,00 CHF lub 500 000,00 CHF, jeżeli istnieją zagraniczne przedstawicielstwa lub oddziały podlegające nadzorowi skonsolidowanemu (załącznik 2, tytuł I, sekcja H umowy FMAA).

³²⁹ Minimalny kapitał 125.000,00 CHF zgodnie z art. 30v ust. 1 lit. a BankG (średnia firma inwestycyjna). Mała firma inwestycyjna jest regulowana na poziomie krajowym w AMA (spółka zarządzająca aktywami) i posiada minimalny kapitał w wysokości 100 000,00 CHF lub równowartość w euro lub USD zgodnie z art. 8 ust. 2 lit. a) AMA. Porównaj trójstronny podział firm inwestycyjnych w art. 28 ust. 2 w związku z art. 29 ust. 1 i 3 CRD IV. Opłata licencyjna w FMA wynosi 100.000,00 CHF dla banków, 30.000,00 CHF dla firm inwestycyjnych i spółek inwestycyjnych posiadających uprawnienia administracyjne oraz 10.000,00 CHF dla spółek zarządzających aktywami (załącznik 1, sekcja A, nr 1 lit. a i b oraz sekcja B, nr 1 FMA). Opłaty są również pobierane za cofnięcie licencji i wygaśnięcie licencji.

będące przedmiotem obrotu w systemach obrotu lub równoważne e-
konomicznie kontrakty pozagiełdowe.³³⁰³³¹

Z jednej strony, transakcje bankowe są klasycznymi podstawowymi 201
zadaniami banków, takimi jak przyjmowanie depozytów lub innych
środków podlegających zwrotowi (działalność zobowiązaniowa)³³²,
udzielanie środków finansowych nieokreślonej grupie kredytobiorców
lub transakcje kredytowe (działalność pożyczkowa).³³³ Jednakże,
oprócz świadczenia usług inwestycyjnych i pomocniczych,³³⁴³³⁵ emisja
pieniądza elektronicznego i świadczenie usług płatniczych³³⁶ stanowią
również transakcje bankowe.

³³⁰ "Over the counter"; off-exchange trading.

³³¹ Art. 2 ustawy Prawo bankowe.

³³² Artykuł 3 ust. 3 lit. a) Prawa bankowego błędnie odnosi się tutaj do przyjmowania depozytów i (zamiast "lub") innych środków podlegających zwrotowi. Opiera się to na załączniku I nr 1 do dyrektywy 2013/36/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz nadzoru nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi (CRD IV), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2013/36/oj>; termin "działalność pożyczkowa" jest stosowany, ponieważ ma wpływ na stronę aktywów bilansu.

³³³ Art. 3 ust. 3 lit. b) Prawa bankowego, załącznik I nr 2 do CRD IV; działalność depozytowa wpływa na stronę pasywów bilansu, działalność kredytowa na stronę aktywów.

³³⁴ Art. 3 ust. 3 lit. d w związku z załącznikiem 2 sekcje A i B do Prawa bankowego; załącznikiem I nr 7-9, nr 11-12 CRD IV oraz załącznikiem I sekcje A i B do Dyrektywy 2014/65/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>.

³³⁵ Artykuł 3 ust. 3 lit. f) Prawa bankowego; art. 3 ust. 1 lit. c) pkt 2 Traktatu WE; pkt 15 załącznika I do CRD IV.

³³⁶ Art. 3 ust. 3 ZDG; załącznik I nr 4 do CRD IV.

Działalność w zakresie udzielania kredytów i przyjmowania depozytów to rzeczywista działalność zarezerwowana dla banków i instytucji kredytowych CRR. Zgodnie z art. 2 ust. 1 DWK, zakres stosowania dyrektywy rozciąga się na tzw. instytucje. Instytucja jest instytucją kredytową lub firmą inwestycyjną w ramach CRR.³³⁷ Artykuł 4 ust. 1 wiersz 1 CRR definiuje instytucje kredytowe jako przedsiębiorstwa, których działalność polega na przyjmowaniu depozytów lub innych funduszy podlegających zwrotowi³³⁸ od ludności i udzielaniu kredytów na własny rachunek (również instytucje kredytowe CRR³³⁹). Z drugiej strony, firmy inwestycyjne CRR definiują się jako osoby prawne, które zawodowo świadczą usługi inwestycyjne na rzecz osób trzecich i/lub prowadzą działalność inwestycyjną.³⁴⁰ Wyjątkami od tej

³³⁷ Art. 3 ust. 1 nr 3 CRD IV w związku z art. 4 ust. 1 nr 3 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady UE 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (CRR), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/575/oj>.

³³⁸ W związku z tym CRR prawidłowo zakłada, ale w przeciwieństwie do CRD IV, że depozyty lub (nie oraz) inne fundusze podlegające zwrotowi będą przyjmowane w ramach działalności związanej z przyjmowaniem depozytów.

³³⁹ Należy zauważyć, że EBC jest odpowiedzialny za udzielanie zezwoleń instytucjom kredytowym zgodnie z art. 4 w związku z art. 14 rozporządzenia w sprawie jednolitego mechanizmu nadzorczego (SSM), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1024/oj>. Jednakże, na podstawie art. 2 nr 1 rozporządzenia SSM, ma to zastosowanie wyłącznie do strefy euro, chyba że zostanie podjęta decyzja o ścisłej współpracy między EBC a właściwym organem krajowym. Od 15.9.2019 r. nie ma takich decyzji, a zatem FMA jest nadal organem właściwym do wydawania licencji bankom w Liechtensteinie.

³⁴⁰ Artykuł 4 ust. 1 nr 2 CRR w związku z art. 4 ust. 1 nr 1 dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID I), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>, lub art. 4 ust. 1 nr 1 MiFID II.

definicji są instytucje kredytowe, przedsiębiorstwa lokalne³⁴¹ i firmy inwestycyjne na mocy art. 29 ust. 1 dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych³⁴² lub art. 29 ust. 3 dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych³⁴³.

2.2 Oferty wiązane i transakcje bankowe

Poniżej przedstawione zostaną oferty wiązane, które będą analizowane z punktu widzenia transakcji bankowych. Jak wspomniano powyżej, obejmują one z³⁴⁴ jednej strony transakcje dotyczące aktywów i pasywów zarezerwowanych dla banków, a z drugiej strony inne usługi, takie jak usługi inwestycyjne i pomocnicze, emisja pieniądza

203

³⁴¹ Spółki działające na rynkach instrumentów pochodnych oraz na rynkach pieniężnych na własny rachunek wyłącznie w celu zabezpieczenia pozycji na rynkach instrumentów pochodnych; art. 1 ust. 4 KRR i art. 30u ustawy Prawo bankowe.

³⁴² Firmy inwestycyjne posiadające uprawnienia administracyjne zgodnie z art. 30v BankG, które są uprawnione do zarządzania funduszami lub papierami wartościowymi dla klientów (średnie firmy inwestycyjne).

³⁴³ Firmy inwestycyjne, które nie mają zezwolenia na przechowywanie funduszy lub papierów wartościowych klientów, ani na zawieranie transakcji na własny rachunek lub zaciąganie zobowiązań ubezpieczeniowych, ale mogą świadczyć wyłącznie usługi inwestycyjne wymienione w załączniku I sekcja A nr 1, 2, 4 i 5 do MiFID II (załącznik 2 sekcja A ust. 1 nr 1, 2, 4 i 5 ustawy o bankowości) (małe firmy inwestycyjne; w przypadku Liechtensteinu - spółki zarządzania aktywami).

³⁴⁴ Artykuł 1a ust. 1 rozporządzenia bankowego. Transakcje bankowe to transakcje wymienione w art. 1a ust. 1 lit. a do c Rozporządzenia Bankowego. Są to przyjmowanie depozytów lub innych środków podlegających zwrotowi, komercyjne udostępnianie środków finansowych kredytobiorcom oraz świadczenie czystych usług w zakresie transakcji płatniczych. Czyste usługi transakcji płatniczych nie są prawnie zdefiniowane i pozostaje niejasne, w jaki sposób usługi te odnoszą się do usług płatniczych w ramach ZDG.

elektronicznego itp.³⁴⁵ Poniżej zostaną przeanalizowane w szczególności działania zarezerwowane dla banków.

2.2.1 Działalność bankowa (działalność depozytowa)

204

Art. 3 ust. 3 Prawa bankowego definiuje czynności związane z przyjmowaniem depozytów jako czynności bankowe, które są określone przez przyjmowanie depozytów lub innych środków zwrotnych³⁴⁶ (działalność depozytowa, ponieważ czynności te są po stronie pasywów bilansu banku), tj. przyjmowanie od ludności środków zewnętrznych lub zwrotnych. Termin "środki" obejmuje pieniądze księgowe lub depozyty bankowe i banknoty, a także monety (wtórne),

³⁴⁵ Por. art. 3 ust. 3 BankG.

³⁴⁶ Sformułowanie art. 3 ust. 3 lit. a) ustawy o bankowości błędnie odnosi się tutaj do "przyjmowania depozytów i innych środków podlegających zwrotowi", a nie do związku "lub". Ponadto, w art. 3 ust. 3 lit. a) i b) Prawo bankowe definiuje zarówno działalność depozytową, jak i działalność pożyczkową, każdą z nich samodzielnie, jako działalność bankową. Natomiast art. 4 ust. 1 nr 1 CRR definiuje instytucję kredytową (instytucja kredytowa CRR) jako *przedsiębiorstwo, którego działalność polega na przyjmowaniu od ludności depozytów lub innych środków podlegających zwrotowi oraz udzielaniu pożyczek na własny rachunek*. Instytucja kredytowa CRR podlegająca obowiązkowi zgłoszenia w ramach CRR prowadzi zatem zawsze działalność w zakresie udzielania i zaciągania pożyczek. Z drugiej strony instytucja bankowa w rozumieniu Prawa bankowego istnieje już w momencie przeprowadzania jednej z tych transakcji, przy czym Prawo bankowe koncentruje się na udzielaniu pożyczek (zagranicznych) środków finansowych w odniesieniu do działalności kredytowej, tj. wymaga transakcji depozytowej w odniesieniu do działalności kredytowej, podczas gdy CRR odnosi się jedynie do udzielania pożyczek na własny rachunek. Więcej informacji na temat pożyczek pieniężnych i kredytowych *Laurer/Kammel* patrz *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (Hrsg), § 1 BWG, nr 9.

tj. prawne środki płatnicze.³⁴⁷ Zgodnie z ustawą Liechtensteinu o wprowadzeniu franka szwajcarskiego prawny środek płatniczy opiera się³⁴⁸ na franku szwajcarskim jako wyłącznej walucie prawnej, a tym samym na prawnym środku płatniczym (art. 1 część cyt.).³⁴⁹

Transakcje depozytowe są zdefiniowane w tym zakresie jako przyjęcie 205 zagranicznego prawnego środka płatniczego z obowiązkiem spłaty. Należy zauważyć, że społeczeństwo jest zobowiązane do składania depozytów zwrotnych.³⁵⁰ Jak wyjaśniono powyżej, waluty kryptograficzne nie stanowią prawnie uznanego środka płatniczego (ani w Liechtensteinie, ani w innych systemach prawnych). W zależności od reprezentowanego prawa są one raczej uważane za środki płatnicze, które mogą być przyjęte zamiast płatności; w przeciwieństwie jednak do prawnego środka płatniczego nie ma takiego obowiązku i z tego powodu przyjmowanie żetonów nie może stanowić transakcji depozytowej.

206

³⁴⁷ *Laureat* w konkursie *Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, wydanie 3, § 1 BWG, Rz 4.

³⁴⁸ LGBl nr 1924.008, wydany w dniu 20.06.1924.

³⁴⁹ W tym kontekście warto zwrócić uwagę na zapis w art. 2 ustawy o wprowadzeniu waluty franka szwajcarskiego, zgodnie z którym do zapłaty należy obowiązkowo przyjąć prawny środek płatniczy o wartości nominalnej większej niż 2,00 CHF.

³⁵⁰ Motyw 14 CRD IV lub motyw 6 CRD III Terminologia transakcji bankowych odnosi się do punktu widzenia banku. W przypadku transakcji depozytowej lub debetowej (zaciągnięcia pożyczki) bank jest, jak sama nazwa wskazuje, dłużnikiem, natomiast w przypadku transakcji kredytowej (udzielenia pożyczki) bank jest wierzycielem.

Oferowanie lub dokonywanie transakcji przyjmowania depozytów w rozumieniu art. 3 ust. 3 lit. a) Prawa bankowego pociąga za sobą powstanie dłużnika w ramach stosunku umownego związanego z zarządzaniem środkami pieniężnymi lub przyjmowaniem depozytów lub innych środków podlegających zwrotowi. Cywilnoprawne podstawy umowne takich transakcji depozytowych mogą być niejednorodne (np. nieregularne depozyty³⁵¹, ale w każdym przypadku muszą zawierać zobowiązanie do spłaty. Jednakże, transakcja depozytowa nie jest ustalana, jeśli środki są przyjmowane dla kogoś innego i tylko przekazywane dalej. Należy zauważyć, że zamierzony odbiorca musi również zostać ujawniony, w przeciwnym razie pierwotny odbiór środków stanowi już transakcję depozytową.³⁵²

207 Wyjątki dotyczące działalności depozytowej w art. 1a ust. 2 rozporządzenia bankowego są niezbędne. W związku z tym wszelkie transfery środków finansowych, które mają na celu wypełnienie wzajemnych zobowiązań w ramach umów o przeniesienie własności lub umów o świadczenie usług lub które³⁵³ zostały przekazane jako zabezpieczenie,

³⁵¹ To, co zostało przejęte do depozytu, nie musi być zwrócone jako takie (dług indywidualny lub specjalny), lecz jedynie równoważne pod względem rodzaju i jakości (dług ogólny).

³⁵² *Laureat* w konkursie *Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, wydanie 3, § 1 BWG, Rz 5 f.

³⁵³ W odniesieniu do żetonów, wyjątek od działalności depozytowej pomimo przekazywania środków w związku z obrotem żetonami nieregulowanymi, na przykład na giełdzie kryptońskiej, byłby istotny i możliwy do wyobrażenia, gdyby środki były przekazywane w żetonach jako zabezpieczenie pożyczki. Nie należy tego mylić z handlem z depozytem zabezpieczającym, w którym środki pieniężne są zapisywane na dobro rachunku (transakcja kredytowa zgodnie z art. 4 ust. 1 wiersz 1 CRR), a następnie zawiera się kontrakty na

są wyłączone z definicji depozytów. Wyjątek ten ma duże znaczenie w codziennych czynnościach prawnych, nawet jeśli tylko bardzo niewiele osób aktywnie z niego korzysta, ponieważ wyjątek ten opiera się na obowiązku spłaty lub jego braku i jako taki opisuje synallagmatyczną wymianę usług w rozumieniu zasad *do ut des respesktive quid pro quo*. Jeżeli środki są przekazywane na zakup towarów lub usług lub jako zabezpieczenie, nie stanowi to transakcji depozytowej. Może to mieć miejsce tylko wtedy, gdy istnieje obowiązek zwrotu przekazanych środków.³⁵⁴

W ofertach tokenowych, w których tokeny w rozumieniu oprogramowania są wydawane ³⁵⁵jako towar o wartości nierozłącznie związanej z 208

różnice kursowe (CFD) poprzez otwieranie krótkich i/lub długich pozycji (jednoczesne otwieranie krótkich i długich pozycji jest również określane jako "straddling"). Uznawanie tokenów w rozumieniu walut wirtualnych nie stanowi transakcji kredytowej w rozumieniu CRR ze względu na brak środków. Praktyczny przykład, patrz również tzw. "margin trading" lub "leveraged trading" firmy Bittrex International GmbH, <https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, wywołany 29.10.2019, 22:52. Jeśli żetony są w ten sposób zasilane depozytem zabezpieczającym w pieniądzu fiat, nie jest to ani depozyt, ani transakcja kredytowa. Jednakże kredytowanie może być dokonywane wyłącznie na podstawie już istniejących żetonów, a nie zamiast generowania i wydawania żetonów, na przykład w celu uniknięcia systemu pieniądza elektronicznego. Dzieje się tak dlatego, że żetony zaliczone w ten sposób nie mogą być po prostu wycofane z obiegu w momencie ich zwrotu (co miałoby miejsce, gdyby roszczenie zostało spłacone - "buyback and burn").

³⁵⁴ Art. 1a ust. 2 lit. a BankV; por. UVS Wiedeń z dnia 05.05.2004 r. w dniach 06/42/9144/2003.

³⁵⁵ Żetony, które nie są instrumentami finansowymi, pieniądzem elektronicznym ani depozytami, tj. wirtualnymi walutami lub innymi treściami cyfrowymi.

prawnym środkiem płatniczym, nie ma w tym zakresie działalności depozytowej, ponieważ środki służą do otrzymania konkretnej zapłaty i nie ma obowiązku ich zwrotu. Powstaje pytanie, czy tak jest również w przypadku, gdy w ofercie tokenowej znajduje się tzw. soft cap ("podłoga" jako przeciwstawna pozycja do "hard cap"³⁵⁶). Jeśli taki miękki limit - pewna wartość progowa w określonym czasie delta - nie zostanie osiągnięty w rundzie finansowania, wykonawcy takich Ofert Tocznych czasami przewidują odwrócenie tych środków, ponieważ model biznesowy nie może zostać zrealizowany ze względu na brak wystarczającego finansowania. Jednak nawet to nie stanowi działalności polegającej na przyjmowaniu depozytów, ponieważ nie istnieje bezwarunkowy obowiązek spłaty,³⁵⁷ a jedynie oczekujące, nieskuteczne (zawieszające) warunkowe zobowiązanie do spłaty. Podstawą umowy jest zakup żetonów, które reprezentują określone prawa, w zamian za prawny środek płatniczy. Tylko wtedy, gdy nie występują pewne warunki, powstaje roszczenie o przeprowadzenie transakcji odwrotnej. Nie jest to jednak zobowiązanie do spłaty, które BankG lub BankV miały na myśli, lecz wzajemne roszczenie o odwrócenie się stron zaangażowanych w ich wzajemne usługi.

209 Innym ważnym wyjątkiem w działalności depozytowej są płatności gotówkowe przy emisji obligacji³⁵⁸ lub innych znormalizowanych

³⁵⁶ Wartość progowa, przy której runda finansowania (Oferta Tokenowa) zostaje zakończona, ponieważ cel finansowania został osiągnięty.

³⁵⁷ W sprawie charakterystyki bezwarunkowego charakteru wniosku o zwrot, zob. BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, 11.03.2014, P 5.

³⁵⁸ Również w tym przypadku możliwe są transakcje depozytowe, pod warunkiem że swoboda decyzyjna emitenta w odniesieniu do wykorzystania

dłużnych papierów wartościowych lub nieudokumentowanych praw o tej samej funkcji (zdematerializowanych papierów wartościowych lub zdematerializowanych papierów wartościowych/praw do aktywów), pod warunkiem że środki (zwrotne) zostaną otrzymane po zatwierdzeniu prospektu emisyjnego zgodnie z rozporządzeniem w sprawie prospektu emisyjnego lub porozumieniem EOG SESTA lub jeśli nie ma obowiązku publikacji prospektu emisyjnego. Ma to zasadnicze znaczenie, ponieważ w przeciwnym razie każda emisja obligacji stanowiłaby transakcję bankową, zwłaszcza że obligacje te charakteryzują się tym, że prawo do spłaty wraz z odsetkami jest sekurytyzowane (fikcja prawna, że obligacje nie stanowią transakcji depozytowej; podobna do fikcji, że transakcja z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego nie stanowi depozytu). Interesujące jest to, że depozyt może być również skonstruowany podobnie do takiej obligacji (lub pożyczki z powodu braku standaryzacji w prawie rynku kapitałowego), chociaż instrumenty finansowe takie jak instrumenty kapitałowe lub rynku pieniężnego mogą nie funkcjonować jako instrumenty płatnicze. W odniesieniu do ofert tokenowych, wyjątek ten może być znaczący, jeśli wyemitowane tokeny reprezentują obligacje, czyli instrumenty finansowe. W odniesieniu do obligacji istotne jest również to, że przedsiębiorstwa inwestycyjne nie mogą ich emitować w celu finansowania własnych kosztów operacyjnych.³⁵⁹

środków jest ograniczona, a roszczenie o zwrot istnieje w zależności od powodzenia wykorzystania środków finansowych z emisji obligacji. Patrz *Laurer* w *Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, wydanie 3, § 1 BWG, nota wyjaśniająca 5 mwN.

³⁵⁹ Artykuł 1a ust. 3 rozporządzenia bankowego.

- 210 Inne wyjątki od działalności depozytowej to depozyty klientów w firmach inwestycyjnych, które nie przynoszą odsetek i mogą być wykorzystywane wyłącznie w związku z usługami inwestycyjnymi. To³⁶⁰ samo dotyczy funduszy, które są przekazywane do zakładów ubezpieczeń lub funduszy emerytalnych w związku z ubezpieczeniami na życie lub stosunkami emerytalnymi.³⁶¹ Instytucje płatnicze, które świadczą usługi płatnicze i czasami zakładają w tym celu rachunki płatnicze w celu wykonania transakcji płatniczych, również należą do tej kategorii, chociaż nie jest to wyraźnie wspomniane. Środki na rachunkach płatniczych mogą być wykorzystywane wyłącznie na usługi płatnicze, dlatego też nie mogą być przyznawane żadne odsetki.³⁶²
- 211 Z definicji depozytów wyłączone są również depozyty międzybankowe, depozyty złożone przez deponentów w stowarzyszeniach i fundacjach o celach hipotetycznych poza sektorem finansowym oraz depozyty złożone przez akcjonariuszy i wspólników posiadających kwalifikowane udziały w dłużniku.³⁶³ Wreszcie, wyjątek jest dokonany bezpośrednio w art. 3 ust. 3 lit. a BankG, zgodnie z którym kwota zaakceptowana nie stanowi transakcji depozytowej, jeżeli jest ona

³⁶⁰ Art. 1a ust. 2 lit. c BankV.

³⁶¹ Art. 1a ust. 2 lit. d Rozporządzenia bankowego.

³⁶² Art. 4 ust. 1 Z 51 w związku z Z 54 ZDG; por. art. 4 ust. 1 Z 41 w związku z art. 2 ust. 2 ZDG.

³⁶³ Art. 1a ust. 2 lit. e BankV; w przypadku depozytów firmowych istnieje nawet prawny zakaz zwrotu depozytów, który wyklucza istnienie działalności depozytowej.

przyjęta w ramach transakcji pieniądza elektronicznego i jest bezpośrednio wymieniana na pieniądz elektroniczny (fikcja prawna, że nie ma depozytu).³⁶⁴

2.2.2 Definicja działalności związanej z depozytami i pieniądzem elektronicznym oraz instrumentami finansowymi

W odniesieniu do żetonów, żetony ³⁶⁵nabyte za pomocą pieniądza elektronicznego mogą z kolei stanowić pieniądz elektroniczny, jeżeli występują pozostałe elementy stanu faktycznego, ale przyjęcie pieniądza elektronicznego nie stanowi transakcji depozytowej w rozumieniu Prawa bankowego, ponieważ pieniądz elektroniczny jest zdefiniowany jako kwota pieniężna w rozumieniu EGG i ZDG³⁶⁶, ale nie jest uważany za depozyt lub inne środki podlegające zwrotowi w rozumieniu Prawa bankowego. Ze względu na rozbieżność terminów "kwoty pieniężne" i "środki pieniężne" nie ma luki regulacyjnej, która byłaby sprzeczna z planem, a transakcji depozytowej nie można obejść, nawet jeśli na przykład żeton reprezentujący pieniądz elektroniczny jest emitowany w zamian za kwoty pieniężne, a pieniądz elektroniczny w ten sposób jest później akceptowany lub przyjmowany do depozytu (przez odrębną jednostkę na mocy prawa spółek) w ramach obowiązku spłaty,

212

³⁶⁴ Zgodnie z art. 3 ust. 3 lit. f) Prawa bankowego w związku z art. 3 ust. 1 lit. b) Traktatu WE, emisja pieniądza elektronicznego jest transakcją bankową zarezerwowaną dla banków i instytucji pieniądza elektronicznego. Art. 3 ust. 3 lit. f) ustawy o bankowości błędnie odnosi się do "art. 3 lit. b) ustawy o pieniądzach elektronicznych" (sprostowanie art. 3 ust. 1 lit. b) EKG), co prawdopodobnie wynika z błędu redakcyjnego.

³⁶⁵ Zob. rozdział II.2.7.

³⁶⁶ Por. art. 3 ust. 1 lit. b) EGG w związku z art. 4 ust. 1 Z 54 ZDG i art. 4 ust. 1 Z 18 ZDG.

ponieważ pieniądź elektroniczny zawsze stanowi roszczenie pieniężne wobec emitenta.³⁶⁷ Ponadto środki otrzymane bezpośrednio lub pośrednio od klienta przez instytucję pieniądza elektronicznego muszą być odpowiednio zabezpieczone.³⁶⁸ Pokazuje to, że działalność związana z pieniądzem elektronicznym jest drugą stroną tej samej monety, która również reguluje działalność depozytową.

- 213 Transakcja depozytowa jest zdefiniowana w art. 3 ust. 3 lit. a) Prawa bankowego jako przyjmowanie depozytów i [sprostowanie: lub] innych środków podlegających zwrotowi, przy czym w przypadku transakcji pieniądza elektronicznego przyjmowanie określonej kwoty pieniężnej nie może stanowić transakcji depozytowej, jeżeli przyjęta

³⁶⁷ W związku z tym, roszczenie to musi być również zapisane w księgach rachunkowych spółki i musi być wyraźnie wykazane jako zobowiązanie po stronie pasywów. Jeżeli wydawany jest token, który zawiera jedynie dane lub oprogramowanie w znaczeniu treści cyfrowych lub towarów (które mogą być wykorzystywane do transakcji lub innych funkcji, takich jak budowanie konsensusu w łańcuchu blokowym), nie powstaje żadne roszczenie (pieniężne), które musiałoby być przeniesione na zobowiązania; raczej sprzedawane są treści cyfrowe, z których generowane są przychody.

³⁶⁸ Artykuł 11 Traktatu WE w związku z art. 5 Traktatu WE w związku z art. 5 CDIR. Instytucje pieniądza elektronicznego nie mogą przystąpić do żadnego systemu ochrony depozytów i rekompensat dla inwestorów (np. EAS; Deposit Protection and Investor Compensation Foundation SV z siedzibą w Vaduz). Chociaż EWEA została wprowadzona dopiero w 2019 r. wraz z LGBl 2019.103, wdraża ona dyrektywę 2014/49 (ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/49/oj>) (dyrektywa w sprawie systemów gwarancji depozytów), która jednak, zgodnie z art. 2 ust. 1 nr 9 DGSD w związku z art. 4 ust. 3 DGSD, ma zastosowanie do instytucji kredytowych zgodnie z art. 4 ust. 1 nr 1 CRR i reguluje ich przynależność do systemu gwarancji depozytów, natomiast art. 5 ust. 1 lit. d DGSD nie ma zastosowania do depozytów instytucji finansowych. Instytucje finansowe obejmują również instytucje pieniądza elektronicznego zgodnie z art. 4 ust. 1 nr 26 CRR w związku z załącznikiem I nr 15 do CRD IV.

kwota pieniężna jest bezpośrednio wymieniana na pieniądz elektroniczny. Zgodnie z Ustawą Prawo bankowe przez transakcję z użyciem pieniądza elektronicznego rozumie się emisję pieniądza elektronicznego zgodnie z art. 3 lit. b) Prawa bankowego [sprostowanie: art. 3 ust. 1 lit. b) Prawa bankowego]. W związku z tym pojawia się pytanie, czy działalność w zakresie depozytów może zostać wznowiona, jeżeli wszystkie elementy pieniądza elektronicznego są obecne, ale możliwość zastosowania ETO jest wykluczona ze względu na wyjątek; może to mieć szczególne znaczenie³⁶⁹ w przypadku tak zwanych wewnętrznych stabilnych monet z funkcją przedstawiciela gotówki.³⁷⁰ Odpowiedź powinna być przewidywana i szczegółowo wyjaśniona poniżej.

³⁶⁹ Zob. rozdział II.2.7.3 dotyczący wyłączeń dla pieniądza elektronicznego.

³⁷⁰ Są to żetony, które są akceptowane tylko przez jednego emitenta lub grupę przedsiębiorstw, dlatego też wyjątek będzie regularnie dokonywany nawet w przypadku obecności innych elementów pieniądza elektronicznego. Jeśli taki stablecoin jest akceptowany tylko przez emitenta, nie ma żadnego pieniądza elektronicznego, ponieważ brakuje jednego z podstawowych elementów, tj. akceptacji osób trzecich (taką akceptację należy jednak założyć w przypadku giełd kryptograficznych, które prowadzą handel wielostronny). W przypadku grupy przedsiębiorstw, z drugiej strony, wyjątek ograniczonej sieci będzie uzasadniony - albo z powodu ograniczonych możliwości uzyskania pewnych rodzajów funkcjonalnie powiązanych towarów lub usług, albo z powodu akceptacji w ograniczonej sieci (sieć detaliczna lub franczyza). Ideą takiego stabilnego pieniądza jest uniknięcie regulacji (zarówno licencji jako instytucji bankowej, jak i instytucji pieniądza elektronicznego), a jednocześnie zapewnienie substytutu dla akceptacji pieniądza kwotowego lub prawnego środka płatniczego przez firmę, która jest jak najbardziej odpowiednia. Jednocześnie unika się przerwania systemu w technologii łańcuchów blokowych i tworzy się system dostawy i płatności, ponieważ żetony różnych łańcuchów blokowych nie mogą być wymieniane bezpośrednio. Takie stabilne monety zazwyczaj nie są przeznaczone do opuszczania systemu firmy w ogóle i mogą być również

Zgodnie z tym, transakcja depozytowa nie może być wznowiona, jeżeli dokonano wyjątku dla transakcji z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego. Wynika to z faktu, że w przypadku emisji pieniądza elektronicznego, jak wyjaśniono powyżej, transakcja depozytowa nie jest podawana przez fikcję prawną. W przypadku zastosowania wyjątku od zasady dotyczącej pieniądza elektronicznego, zakres stosowania Traktatu WE jest w zasadzie podany, a emitowana wartość elektroniczna nadal stanowi pieniądz elektroniczny, nawet jeżeli jego wydanie nie wymaga zezwolenia; potwierdza to również fakt, że wyjątki muszą być niekiedy uzasadnione³⁷¹.

- 214 Pieniądz elektroniczny jest przechowywaną elektronicznie lub magnetycznie wartością pieniężną w formie roszczenia wobec emitenta, która jest emitowana w zamian za środki pieniężne w celu wykonania transakcji płatniczych i która jest również akceptowana w tym celu przez osoby inne niż emitent. ETO zasadniczo reguluje komercyjną emisję pieniądza elektronicznego przez emitentów pieniądza elektronicznego.³⁷² Wyjątki te są uregulowane w art. 2 ust. 2 Traktatu WE, zgodnie z którym, w odniesieniu do ZDG, w ograniczonych sieciach nie ma pieniądza elektronicznego. Biorąc pod uwagę wszystkie te aspekty łącznie, należy zauważyć, że aktywa pieniężne nadal spełniają definicję pieniądza elektronicznego zgodnie z przepisami o wyłączeni-

przechowywane wyłącznie w formie książkowej bez wydawania żetonów. Mogą one być interesujące dla tak zwanych Crypto-Exchanges, niezależnie od tego, czy są one zaprojektowane dwustronnie czy wielostronnie, aby stworzyć własny ekonomiczny ekosystem.

³⁷¹ Zob. art. 2 ust. 2 ECG w związku z art. 3 ust. 1 lit. g) i art. 3 ust. 3 ZDG.

³⁷² Artykuł 2 ust. 1 w związku z art. 3 ust. 1 lit. b) WE.

ach, ale są w dużej mierze wyłączone z obowiązku uzyskania zezwolenia. W sensie prawnym ten pieniądz elektroniczny, który nie podlega autoryzacji, jest określany jedynie jako "wartość pieniężna".³⁷³ Jak wyjaśniono powyżej, taka wartość pieniężna nadal stanowi pieniądz elektroniczny, ale jeżeli wyjątek jest uzasadniony, emitenci takiego pieniądza elektronicznego nie są regulowani w taki sposób, aby konieczne było złożenie wniosku o zezwolenie na działalność w charakterze instytucji pieniądza elektronicznego. W związku z tym aktywa pieniężne, które w zasadzie stanowiłyby pieniądz elektroniczny, gdyby istniały wszystkie elementy stanu faktycznego, ale które ze względu na wyjątek nie wymagają zezwolenia jako emitent pieniądza elektronicznego, nie podlegają obowiązkowi uzyskania zezwolenia jako instytucja pieniądza elektronicznego w ramach ETO. Wynika z tego jednak jasno, że dogmatycznie zakres stosowania ustawy o pieniądzu elektronicznym jest nadal otwarty i pieniądz elektroniczny jest obecny, dlatego też nie można już wznowić działalności w zakresie depozytów, jeżeli zostanie wprowadzony wyjątek dotyczący pieniądza elektronicznego.

Każdy inny pogląd³⁷⁴ musi zostać odrzucony. Jak wyjaśniono powyżej, 215 transakcja depozytowa charakteryzuje się bezwarunkowym obowiązkiem spłaty³⁷⁵ środków, który jest nieodłącznie związany z roszczeniem o zwrot określonej kwoty pieniężnej (a nie roszczeniem o równoczesne dostarczenie towarów lub usług). Istnienie transakcji z

³⁷³ Artykuł 2 ust. 2 WE.

³⁷⁴ *Terlau w Casper/Terlau (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 71.*

³⁷⁵ *"Pojęcie depozytów obejmuje tylko te zobowiązania, które czynią z firmy dłużnika spłatę odpowiedniej usługi". - BVGer B-4772/2017 z 19.12.2017, Z 5.2.*

wykorzystaniem pieniądza elektronicznego, jak opisano powyżej, wyklucza transakcję depozytową. Transakcja z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego, która jest w dużej mierze zwolniona z obowiązku uzyskania zezwolenia - uzasadniona wyjątkiem, który ma stanowić przywilej - nie może z kolei prowadzić do ożywienia działalności depozytowej, a tym samym do zaostrzenia regulacji.

216 Art. 1a ust. 2 lit. a) rozporządzenia bankowego stanowi, że środki, które mają być uznane za świadczenie wzajemne w ramach umowy przeniesienia własności lub umowy o świadczenie usług lub które są przekazywane jako zabezpieczenie, nie stanowią depozytów.³⁷⁶ Ponieważ żetony nie kwalifikują się jako przedmioty³⁷⁷, przyjęcie środków w związku z umową o świadczenie usług lub depozyt zabezpieczający jest szczególnie istotne w celu wykluczenia transakcji depozytowej.

217 Funkcja żetonu lub stabilnej monety reprezentującej w ten sposób środek płatniczy ma duże znaczenie, ponieważ w przeciwnym razie można argumentować, że jest on wykorzystywany jedynie przed dokonaniem rzeczywistej transakcji, omijając w ten sposób działalność w zakresie depozytów lub pieniądza elektronicznego, oraz że żeton nie jest związany z usługą, jak się zakłada, jeśli żeton może zostać wymieniony (umorzony) na prawny środek płatniczy i tym samym

³⁷⁶ Patrz UVS Wiedeń z dnia 5 maja 2004 r., 06/42/9144/2003.

³⁷⁷ Por. art. 20 SR w związku z art. 171 SR, zgodnie z którym pojęcie prawa własności zakłada element cielesności; *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, tom I, s. 389 (art. 171 SR Rz 1 ff); Por. także BuA 2019/54, str. 126, zgodnie z którą przepisy prawa własności mają być stosowane do regulacji dotyczących transmisji zgodnie z TVTG w sposób odpowiedni pod względem funkcjonalnym, tzn. analogiczny, ale nie równoważny; niemniej jednak, żetony mogą reprezentować prawo własności (np. roszczenie o zwrot w wyniku pełnego prawa własności).

wycofany z obiegu lub zniszczony. W tym przypadku okazuje się, że taki żeton nie jest żetonem własnym (w rozumieniu treści cyfrowej, takiej jak oprogramowanie jako towar lub wirtualna waluta), ale że jego wartość znajduje się jedynie w roszczeniu (w przypadku bezwarunkowej spłaty) i że żeton faktycznie reprezentuje roszczenie pieniężne. Depozyty istnieją w sposób opisany powyżej w przypadku uzgodnień umownych dotyczących przechowywania i/lub administrowania prawnym środkiem płatniczym; bezwarunkowe roszczenie o zwrot powstaje wobec instytucji przechowującej - podobnie jak w przypadku pieniądza elektronicznego.³⁷⁸ Stabilny pieniądz w rozumieniu powyższego, który może być w każdej chwili wymieniony na prawny środek płatniczy, byłby jedynie substytutem lub substytutem takiego roszczenia. Jeśli moneta reprezentuje takie roszczenie z pieniądza, można ją zaklasyfikować jako pieniądz elektroniczny (ale nie stanowi depozytu ze względu na elektromagnetyczne przedstawienie wartości pieniężnej).

Jeśli taki stabilny pieniądz jest zatem uważany za wyjątek dla pi- 218
eniądza elektronicznego, nie ma zaostrenia nadzoru w kaskadzie zezwoleń na mocy prawa rynku finansowego, ponieważ działalność depozytowa nie jest wznawiana.³⁷⁹ Z tej perspektywy, system pieniądza

³⁷⁸ Por. w sprawie przedstawienia bezwarunkowego roszczenia o zwrot w formie żetonu BaFin, Leaflet Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten in Zusammenhang mit der Ausgabe weiterer Krypto-Token, GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?blob=publicationFile=1, p 9 f.

³⁷⁹ Inny widok Terlau w *Casper/Terlau* (hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 92 ff mwN. *Findeisen natomiast*

elektronicznego jest jedną stroną tej samej monety co działalność depozytowa. Wykup pieniądza elektronicznego (lub wymiana pieniądza elektronicznego na podane kwoty) jest jedynie konsekwencją istnienia roszczenia umownego w pieniądzu, a zatem stanowi rzeczywisty wykup w ramach systemu pieniądza elektronicznego, a nie tylko prawną konsekwencję istnienia pieniądza elektronicznego. Działalność związana z pieniądzem elektronicznym stanowi uprzywilejowaną formę działalności w zakresie przyjmowania depozytów w oparciu o wymogi zatwierdzania przez organy nadzoru.³⁸⁰

propaguje, że § 1a ust. 5 niemieckiego ZAG w wersji zmienionej przez BGBI. I str. 1506 (nr 35) jest *lex specialis* dla działalności depozytowej. Przepis ten odnosi się do tych samych wyjątków co art. 2 ust. 2 EGG Liechtensteinu. Nie wydaje się jednak całkowicie zrozumiałe, w jaki sposób, w jakiej formie i w jakim zakresie wyjątek od zakresu stosowania systemu pieniądza elektronicznego powinien być jednocześnie *lex specialis* dla działalności depozytowej; *Findeisen* w *Ellenberger/Findeisen/Nobbe* (Hrsg), *Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht*, § 1a, Rz 104. Prawdą jest jednak, że pieniądz elektroniczny - w tym pieniądz elektroniczny, który nie wymaga licencji ze względu na wyjątkowe okoliczności - nie stanowi transakcji depozytowej z wykorzystaniem fikcji prawnej; Whether this constitutes a *lex specialis* can be left open, but seems to be excluded, at least for Liechtenstein law, on the basis of the exception of the deposit business, if an e-money transaction is present under the Banking Act (otherwise the E-money Act could, as a more specific regulation, also derogate from the Banking Act, which regulates the deposit business - cfII.2.7.3, Rz 400).

³⁸⁰ Jak wyjaśniono szczegółowo w rozdziale II.2.7, nie można po prostu wykluczyć wykupu w obecności roszczenia w celu unieważnienia transakcji dotyczącej pieniądza elektronicznego, ponieważ prawo do wykupu lub umorzenia wynika bezpośrednio z roszczenia. Wykup jest zatem elementem składowym istnienia pieniądza elektronicznego i jest koncepcyjnie zamienny z istnieniem roszczenia w formie pieniężnej, a nie tylko prawną lub logiczną konsekwencją istnienia roszczenia, z którym mogą być realizowane transakcje płatnicze. Zgodnie z art. 11 ECG w związku z art. 5 ECV w związku z art. 5 ZDV środki otrzymane z transakcji pieniądza elektronicznego nie mogą być

Aby zasadniczo wykluczyć działalność w zakresie depozytów, należałoby wykluczyć bezwarunkowy obowiązek spłaty konieczny w przypadku depozytów. Byłoby to możliwe, gdyby stabilny fundusz inwestycyjny stanowiący wiarygodność upoważniał posiadacza jedynie do otrzymania towarów lub usług, ale nie do wycofania wartości pieniężnej i w związku z tym funkcjonuje jako bon, lub gdyby taki stabilny fundusz inwestycyjny był emitowany pod warunkiem. Takim warunkiem może być na przykład to, że Stablecoin może być używany do handlu na tak zwanej Crypto-Exchange przez określoną liczbę dni.³⁸¹ Jeżeli warunek ten zostanie uzgodniony ze skutkiem ex nunc³⁸², podstawa umowna przestanie istnieć, jeżeli w uzgodnionym okresie nie zostanie zrealizowana żadna transakcja. Podstawa umowna zostaje

swobodnie rozporządzane, lecz muszą podlegać odpowiednim wymogom bezpieczeństwa. Ponadto, zgodnie z art. 44 ust. 2 EKG, wartość pieniężna pieniądza elektronicznego przechowywanego przez instytucję pieniądza elektronicznego musi zostać zwrócona klientowi instytucji pieniądza elektronicznego w każdym czasie, według jego wartości nominalnej, a zgodnie z art. 45 EKG, odsetki są ściśle zabronione. Fakt, że możliwość wykupu według wartości nominalnej jest elementem faktycznym, a nie tylko konsekwencją prawną, wynika już z dogmatycznej klasyfikacji transakcji z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego jako transakcji depozytowych, które są traktowane inaczej niż transakcje depozytowe jedynie na podstawie fikcji prawnej zgodnie z art. 3 ust. 3 lit. a) ustawy o bankowości i art. 6 ust. 3 dyrektywy o pieniądzu elektronicznym, jeżeli spełnione są szczególne warunki.

³⁸¹ Niezależnie od tego, czy działa dwustronnie czy wielostronnie. Więcej na temat tego niejasnego terminu, który obejmuje różne modele biznesowe, zob. *Schopper/Raschner, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, s. 249 (251).*

³⁸² W przypadku efektu ex tunc naliczono by odsetki ustawowe w wysokości 5 % pa zgodnie z § 1000 ABGB. W przypadku warunku zawieszającego, umowa byłaby tymczasowo nieskuteczna w momencie jej wystąpienia.

w ten sposób zniszczona, a posiadacz takiego stabilnego środka płatniczego miałby w konsekwencji prawo do wzbogacenia (pozaumownego) roszczenia o zwrot prawnego środka płatniczego, którym nabył stabilny środek płatniczy.³⁸³ W związku z tym wykonanie i rozpatrzenie musi zostać odroczone. Prawo do wykupu na podstawie prawa warunków stanowi prawne prawo do zwrotu³⁸⁴ i nie stanowi umownego roszczenia o bezwarunkową spłatę, które stanowiłoby transakcję depozytową, ponieważ roszczenia na podstawie prawa o bezpodstawnym wzbogaceniu opierają się na zobowiązaniach prawnych. Obowiązkiem sektora prywatnego jest uzgodnienie prawa do strukturyzacji, z którym można zniszczyć podstawę umowną.³⁸⁵ Jeżeli zastrzeżono warunek rozwiązujący w powyższym znaczeniu, nie występuje umowne roszczenie o (bezwarunkową) spłatę środków lub

³⁸³ Roszczenie jest zatem skierowane wyłącznie na zakup towarów w znaczeniu żetonów jako treści cyfrowych lub wirtualnych walut, a nie na kwotę pieniężną, co wyklucza zarówno działalność w zakresie depozytów, jak i pieniądza elektronicznego.

³⁸⁴ *Condictio causa finita* zgodnie z § 1435 ABGB - późniejsze ustanie podstawy prawnej (ze skutkiem *ex nunc*; w przypadku *condictio sine causa* zgodnie z § 877 ABGB lub *condictio indebiti* zgodnie z § 1431 ABGB, podstawa prawna musi jednak zostać zmieniona *ex tunc*).

³⁸⁵ Jedną z możliwych opcji byłyby prawo do porozumienia, które łączy warunek potestativ z warunkiem rozwiązującym w taki sposób, że na przykład, osoba, która nabyła taki *stablecoin* reprezentujący roszczenie z fiat money ma prawo do zniszczenia podstawy umownej, pod warunkiem, że *stablecoins* nie zostały wykorzystane do obrotu na określonej platformie handlowej w określonym czasie.

inne świadczenie, lecz roszczenie na podstawie prawa o bezpodstawnym wzbogaceniu. Dotyczy³⁸⁶ to tym bardziej żetonów, które reprezentują treści cyfrowe według FAGG lub wirtualne waluty według³⁸⁷ 5. dyrektywy GW, dla których można dochodzić prawa do wycofania się według KSchG lub FAGG.³⁸⁸

Pogląd na działalność w zakresie przyjmowania depozytów jest 220
zbieżny z niemiecką doktryną KWG. *"Lincz w biznesie przyjmowania depozytów to obietnica spłaty, której ufają deponenci."*³⁸⁹ Aby transakcja depozytowa istniała, spłata musi być zatem częścią umowy zawartej na zasadach komercyjnych, na podstawie której przekazywane są środki

³⁸⁶ Laurer/Kammel w Laurer/Schütz/Kammel/Ratka (red.), art. 1 BWG, marża nr 5, zgodnie z którym *"działalność bankowa [w tym przypadku działalność w zakresie depozytów] prowadzona jest wyłącznie przez osoby będące dłużnikami w ramach umowy o zarządzanie lub deponowanie cudzych pieniędzy [...]"*, a zatem - co wydaje się zasadniczo banalne - odnosi się wyłącznie do zobowiązań umownych. Ten sam obraz pojawia się w przypadku transakcji z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego. Haghofner, Issue and redeemability of e-money in Vonkilch (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, § 17, margin note 1 (p. 224), states that *"they [meaning the issue and redeemability of e-money according to §§ 17 to 20 öEGG regulate the contractual conditions for the issue and redeemability of e-money [...]"*. W związku z tym porozumienie w sprawie prawa do struktury, takie jak warunek późniejszy, wyklucza również istnienie roszczenia umownego, a tym samym zakres stosowania EEGG. Ponadto można również twierdzić, że taka stabilna moneta stanowi jedynie roszczenie o zakup innych żetonów w rozumieniu walut wirtualnych, a nie roszczenie z pieniędzy.

³⁸⁷ Zgodnie z motywami 8 i 10 piątej dyrektywy w sprawie przeciwdziałania praniu pieniędzy, kwalifikacja od samego początku wyklucza istnienie pieniądza elektronicznego - zob. rozdział II.2.7 i II.2.9 dalszych szczegółów.

³⁸⁸ Patrz tytuł I. Rozdział I.6.

³⁸⁹ Demmelmair/Reschke w Beck/Samm/Kokemoor, KWG z CRR, § 1 ust. 1 S 2 nr 1 KWG, Rz 109.

pieniężne; operator transakcji depozytowej obiecuje zatem spłatę środków przekazanych przez deponenta. Transakcja tytułowa może być pożyczką pieniężną lub nieregularnym depozytem, lub może składać się z innych rodzajów umów, w których nieodłącznym elementem jest umowa o spłacie.³⁹⁰ *"Transakcja prawna z drugiej strony nie ma właściwości zwrotu w rozumieniu transakcji depozytowej, jeżeli roszczenie, podobnie jak roszczenie o zwrot ceny zakupu w przypadku nieudanej umowy kupna, jest jedynie wtórnym zobowiązaniem umownym wynikającym z odstąpienia kupującego od umowy kupna.*³⁹¹

³⁹⁰ Demmelmair/Reschke w Beck/Samm/Kokemoor, KWG z CRR, § 1 ust. 1 S 2 nr 1 KWG, Rz 110 f.

³⁹¹ Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG with CRR, Section 1 (1) Sentence 2 No. 1 KWG, Rz 110b; cf. BaFin Merkblatt Einlagengeschäft z dnia 11 marca 2014 r.: *"Pieniądze podlegają zwrotowi, jeśli istnieje roszczenie cywilnoprawne do ich spłaty lub jeśli przynajmniej wydaje się, że wierzyciel ma takie roszczenie. [...] Kwalifikacja funduszy jako "podlegających zwrotowi" zgodnie z prawem nadzoru bankowego nie zależy od szczególnych cywilnoprawnych ustaleń umownych ani od cywilnoprawnej klasyfikacji transakcji bazowej jako należącej do określonego rodzaju umowy, takiej jak umowa pożyczki [...]. Decydująca jest raczej rzeczywista treść przekazu środków. [...] Brak jest jednak możliwości zwrotu, jeżeli roszczenie o zwrot powstaje jedynie w trakcie początkowo nieprzewidzianego odwrócenia umowy, na przykład jako roszczenie o odszkodowanie. W przypadku odstąpienia od umowy na podstawie prawa warunków w powyższym przykładzie, nie ma już żadnych podstaw do zawarcia umowy. Odwrócenie i w konsekwencji roszczenie o spłatę jest również początkowo nieprzewidywalne, jeśli transfer środków nie służy realizacji transakcji depozytowej, ale token ma być wykorzystywany na przykład przede wszystkim do handlu na giełdzie kryptograficznej i tym samym służy jako synallagmatyczne "Dostawa za płatność" w trakcie realizacji umowy. Wydanie takiego tokena może mieć sens dla operatora krypto wymiany, zwłaszcza że niezliczona liczba tokenów opiera się na różnych protokołach łańcucha blokowego i dlatego nie można nimi handlować bezpośrednio między sobą ze względu na techniczną niezgodność różnych protokołów sieciowych.*

Pojawia się zatem pytanie, czy stabilny pieniądz typu "stabilcoin", który stanowi wiarygodność pieniężną wobec emitenta, nie stanowi pieniądza elektronicznego podlegającego autoryzacji ze względu na wyjątek przewidziany w ustawie o pieniądzu elektronicznym (np. ograniczone sieci), a zatem nie może stanowić transakcji depozytowej, może stanowić instrument finansowy (instrument dłużny, który wpływa na stronę zobowiązań bilansowych), pod warunkiem, że należność przedstawiona w stabilnej walucie jest wymagalna lub spłacona z odsetkami po określonym terminie lub zapadalności i nie jest instrumentem płatniczym.³⁹² W przypadku stabilcoin, który reprezentuje roszczenie, które nie stanowi bezwarunkowego prawa do spłaty, nie jest to depozyt z powodu fikcji prawnej, ale może to być (krótkoterminowa) obligacja lub instrument rynku pieniężnego.³⁹³ Jednak zgodnie z prawem Liechtensteinu należy to wykluczyć, jeżeli taki żeton

³⁹² Przyjmuje się kryteria standaryzacji, zbywalności i wymienialności (patrz rozdział II.2.3.1). Oprócz obligacji w rozumieniu obligacji obligacyjnej może również istnieć obligacja zerokuponowa lub obligacja zerokuponowa, w której odsetki za cały okres trwania kontraktu wyrażone są wyłącznie jako różnica między (niższą) ceną emisyjną a (wyższą) ceną wykupu (lub instrumentem rynku pieniężnego w rozumieniu obligacji krótkoterminowej).

³⁹³ Na przykład XCHF wyemitowany w Szwajcarii, który stanowi krótkoterminową obligację (instrument rynku pieniężnego) z 0% odsetkami i automatycznym refinansowaniem, <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, dostępny w dniu 15.09.2019 r., 16:59; zgodnie z prawem Liechtensteinu istnienie instrumentu finansowego w związku z pieniądzem elektronicznym lub instrumentami płatniczymi jest możliwe jedynie w przypadku braku instrumentu płatniczego. W tym przypadku może istnieć instrument finansowy, taki jak obligacja. Z drugiej strony, w Liechtensteinie, w przeciwieństwie do Niemiec, pieniądz elektroniczny nie stanowi instrumentu finansowego (por. art. 1 ust. 11 nr 7 ustawy o

stanowi instrument płatniczy służący do zakupu towarów lub usług (np. kupon na zakupy), ale który nie wymaga licencji na mocy PSD II ze względu na wyjątek (np. wyjątek dotyczący sieci o ograniczonym dostępie).

- 222 W celu wdrożenia wewnętrznego stabilnego pieniądza w opisanym znaczeniu, który można nabyć w drodze prawnego środka płatniczego i który stanowi należność (w gotówce lub w towarach i/lub usługach), konieczne jest zatem, aby od tej właśnie cechy należności od niej uciec, w kierunku stabilnego pieniądza jako niezależnego żetonu (w rozumieniu oprogramowania jako towaru, a tym samym jako treści cyfrowej lub wirtualnej waluty) w celu uniknięcia zarówno działalności w zakresie depozytów, jak i pieniądza elektronicznego oraz istnienia instrumentu finansowego w każdym przypadku, bez konieczności uciekania się do wyjątku na mocy PSD II - pod warunkiem, że cel ten ma być jak najbardziej nieuregulowany w ramach tych systemów.³⁹⁴ Jest to możliwe pod warunkiem, że stabilny pieniądz stanowi wartość samą w sobie i w ten sposób, w ramach relacji synallagmatycznej, tworzy

bankowości - "jednostki rozliczeniowe"). W Niemczech (w odróżnieniu od Liechtensteinu, por. rozdział II.2.7), obrót pieniądzem elektronicznym na własny rachunek stanowi zatem usługę finansową (jej odpowiednikami w Liechtensteinie są usługi inwestycyjne). Patrz *Terlau* w *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 111.

³⁹⁴ Jednak z punktu widzenia prawa podatkowego może to skutkować obciążeniem z jednej strony podatkiem dochodowym, a z drugiej podatkiem od wartości dodanej, jeśli żeton lub stabilny pieniądz jest traktowany jako towar.

rzeczywisty wzgląd, który jest otrzymywany krok po kroku.³⁹⁵ Można uzgodnić przyjazne dla konsumenta, nieograniczone, bezterminowe prawo do odstąpienia od umowy ze skutkiem *ex nunc* dla stabilnych monet, przy czym prawo do odstąpienia od umowy musi zostać uchylone zgodnie z prawem warunków. W efekcie można dzięki temu stworzyć wewnętrzny, prawny środek płatniczy zastępujący stabilny pieniądz elektroniczny, który stanowi niezależny żeton o rzeczywistej wartości³⁹⁶, który może być wymieniony z powrotem na prawny środek płatniczy w każdym momencie, gdy korzysta się z prawa odstąpienia od umowy w oparciu o roszczenia wynikające z prawa do wzbogacenia (świadczenie i wynagrodzenie musi być odroczone; żeton jako niezależny żeton, który nie stanowi roszczenia, nie może być po prostu zniszczony; lub nadal istnieje możliwość odkupienia żetonu -

³⁹⁵ Pod tym względem Stablecoin musiałby być klasyfikowany jako zestaw danych lub oprogramowanie, a zatem ostatecznie jako towar o niezależnej wartości. W tym przypadku można argumentować na podstawie art. 2 ust. 3 w związku z art. 10 ust. 2 lit. b URG, że posiadacz praw przekazuje środki sprzedawcy monety stabilnej w ramach umowy o świadczenie usług, a zatem wchodzi w życie jeden z ostatecznie określonych w art. 1a ust. 2 lit. a BankV - oprócz wyjątku związanego z działalnością w zakresie pieniądza elektronicznego - określonych wyjątków dotyczących działalności depozytowej (udzielanie lub sprzedaż praw do używania; sprzedaż kopii utworów). Wyjątek od definicji depozytów w Rozporządzeniu Bankowym jest identyczny z art. 3a ust. 3 lit. a) Szwajcarskiego Rozporządzenia Bankowego. Zgodnie z okólnikiem FINMA 2008/3, Depozyty publiczne w instytucjach niebankowych, 20.11.2008, ostatnio zmienionym w dniu 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>, nota marżowa 10 f, chBankV zakłada, że *"wszystkie zobowiązania mają charakter depozytowy"*. Na przykład, *"zaliczka z umową kupna, zaliczka z zamówieniem, kaucja za wynajem itp."*

³⁹⁶ Wartość ta jest gwarantowana przez rynek (podaż i popyt) - np. jeśli można ją wykorzystać do obrotu na platformie kryptograficznej.

zwłaszcza w przypadku wielostronnie zorganizowanych giełd kryptograficznych, na których emitent/sprzedawca nie jest już kontrahentem w późniejszych transakcjach - przy czym nabyte w ten sposób żetony pojawiałyby się wówczas również w księgach rachunkowych - nie jako należność, ponieważ zostałyby one wykupione w momencie wykupu - jako aktywa i mogłyby spowodować ewentualne zdarzenie podlegające kontroli; Z punktu widzenia prawa nadzorczego obecność wirtualnej waluty prowadziłaby również do powstania pytania, czy następnie prowadzona jest działalność kantorów, czy też działalność podmiotu świadczącego usługi wymiany VT). Jeżeli jednak nie dokonuje się wymiany handlowej lub weksła, odwrócenie na podstawie przepisów o wzbogacaniu się nie stanowi również działalności kancelarii giełdowej. W³⁹⁷ tym kontekście wydaje się celowe, aby w ramach systemu TVTG komercyjna wymiana żetonów na inne żetony była również objęta obowiązkiem rejestracji przez dostawcę usług w zakresie wymiany żetonów,³⁹⁸ ponieważ w przeciwnym razie niniejszy wniosek, w którym żetony mogą być wymieniane na wewnętrzne stabilne monety, nie byłby objęty prawem nadzoru, nawet jeśli taki wewnętrzny stabilny pieniądz stanowi w pewnym stopniu substytut prawnego środka płatniczego, jeśli spełnia także inną funkcję i zapobiega przerwaniu nośnika (crypto-fiat) oraz umożliwia handel żetonami w łańcuchach blokowych.

- 223 Ponadto możliwe byłoby również przekształcenie ekwiwalentu pieniężnego stabilcoinu, który stanowi niezależny żeton, w prawny środek płatniczy. Tak więc, firma może wydać stablecoin w stosunku do

³⁹⁷ Zob. rozdział II.2.9.

³⁹⁸ Art. 2 ust. 1 lit. r TVTG, zmieniony przez BuA 54/2019.

prawnego środka płatniczego jako niezależny żeton, a nie jako wiarygodność, a także może przyjąć ten stabilcoin na swojej platformie handlowej w odniesieniu do żetonów do realizacji zleceń handlowych. W ten sposób osoba prawna mogłaby również wymieniać ten stabilny pieniądz na prawny środek płatniczy w ramach własnej księgi i na własny rachunek. Stanowiłoby to jednak działalność jako kantor wymiany walut podlegającą rejestracji w FMA zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. 1 DDA w związku z art. 3 ust. 3 lit. a DDA (lub, po wejściu w życie TVTG, działalność jako dostawca usług w zakresie wymiany walut podlegającą rejestracji).³⁹⁹

2.2.3 Wnioski Rozliczenia międzyokresowe i odroczenia w przypadku działalności związanej z depozytami i pieniądzem elektronicznym

Podczas gdy działalność w zakresie depozytów polega na przyjmowaniu depozytów lub innych bezwarunkowo zwrotnych środków pieniężnych, działalność w zakresie pieniądza elektronicznego definiuje się jako emisję pieniądza elektronicznego, który jest wartością pieniężną przechowywaną magnetycznie lub elektronicznie w formie roszczenia, które może zostać nabyte za opłatą pieniężną i służy do przeprowadzania transakcji płatniczych i jest przyjmowany w tym celu przez osoby inne niż emitent. Podobnie jak w przypadku działalności depozytowej, transakcje z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego obejmują akceptację środków (oraz samego pieniądza elektronicznego), które muszą zostać spłacone. Z regulacyjnego punktu widzenia

224

³⁹⁹ Por. rozdział II.2.9; art. 2 ust. 1 lit. 1) do dauhańskiej agencji rozwoju, zmieniony bułgarskim rozporządzeniem (EWG) nr 2019/93.

transakcja depozytowa nie istnieje, jeżeli środki są przyjmowane, a pieniądź elektroniczny jest emitowany bezpośrednio w zamian; jest to fikcja prawna.

- 225 Dlatego też zarówno w przypadku działalności związanej z przyjmowaniem depozytów, jak i z pieniądzem elektronicznym niezbędne jest uwzględnienie zapotrzebowania na bezwarunkową spłatę środków lub kwot pieniężnych. W tym kontekście pieniądź elektroniczny jest jedną stroną tej samej monety w działalności depozytowej, która dla celów nadzoru jest traktowana w sposób uprzywilejowany w porównaniu z działalnością depozytową. Ocena obecności pieniądza elektronicznego jest również istotna w związku z żetonami lub stabilnymi monetami. Istotne jest, aby zadać sobie pytanie, czy żeton reprezentuje niezależny żeton o rzeczywistej wartości i jest traktowany jak towar, np. jako oprogramowanie (treść cyfrowa lub wirtualna waluta), czy też faktycznie reprezentuje roszczenie pieniężne. Wskazaniem dla tego ostatniego założenia byłoby zniszczenie żetonu przy jego umorzeniu, ponieważ emitent nie może posiadać roszczeń wobec siebie. Ściśle rzecz biorąc, waluty wirtualne lub treści cyfrowe nie są wydawane, lecz sprzedawane (oferta na żetony vs. sprzedaż żetonów).
- 226 Należy również zauważyć, że argumentując, że istnieje wyjątek od systemu pieniądza elektronicznego, nie można przywrócić działalności w zakresie przyjmowania depozytów. Pod względem dogmatycznym pieniądź elektroniczny jest nadal dostępny lub system pieniądza elektronicznego ma nadal zastosowanie, a w przypadku wprowadzenia wyjątku, podlega on jedynie niższym wymogom w licencji - w niektórych przypadkach FMA musi zostać poinformowana o istnieniu wyjątku i musi podać jego uzasadnienie. Przez prawną fikcję nie stanowi to transakcji wpłaty przy emisji pieniądza elektronicznego.

Nawet jeżeli emisja takiego pieniądza elektronicznego nie wymaga zatem zezwolenia jako instytucja pieniądza elektronicznego, działalność w zakresie depozytów nie może zostać wznowiona, jeżeli wyjątek od transakcji z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego jest uzasadniony. Otwarte pozostaje pytanie, czy żeton może w ogóle reprezentować depozyty, czy też nie zawsze oznacza to, że wartość pieniężna jest przechowywana w formie elektromagnetycznej - a więc i pieniądza elektronicznego. Prawdopodobnie należy na to odpowiedzieć twierdząco, ponieważ działalność w zakresie obrotu depozytami dotyczy wyłącznie gotówki i środków pieniężnych w formie książeczki i nie przewiduje żadnego jej przedstawienia; żeton mógł funkcjonować jedynie w ramach mechanizmu uwierzytelniania w celu zbycia depozytów.

Moneta może zatem, jeśli reprezentuje roszczenie z tytułu własności 227 elektromagnetycznej żetonu, reprezentować jedynie pieniądz elektroniczny, ale nie może reprezentować również depozytów. Transakcja depozytowa może być wyłączona, oderwana od odniesienia do żetonów, poprzez wyłączenie bezwarunkowego obowiązku spłaty środków, co ma miejsce w rzeczywistości w przypadku depozytów. Można to sobie wyobrazić za pomocą warunku rozwiązującego ze skutkiem *ex nunc* lub za pomocą porozumienia, zgodnie z którym za dane pieniądze można uzyskać jedynie towary i/lub usługi, ale nie ma bezwarunkowego prawa do zwrotu wartości pieniężnej. W przypadku warunku rozwiązującego, podstawa umowna przestałaby istnieć i musiałaby zostać odwrócona zgodnie z prawem dotyczącym

wzbogacania, ale nie na podstawie umowy. W związku z tym nie⁴⁰⁰ wydaje się jednak absolutnie konieczne, aby w celu osiągnięcia stabilnej wartości, wystawić roszczenie w formie pieniężnej lub nabyć towary lub usługi. Żeton może być również wydany jako oprogramowanie w ramach umowy o przyjaznym dla konsumenta prawie do wykupu. Taki żeton, który stanowi towar, musiałby również zostać zwrócony na mocy prawa warunków lub umowa musiałaby zostać odwrócona (*condictio causa finita*). Takie rozwiązanie ma jednak czasami konsekwencje w zakresie podatku dochodowego i podatku od wartości dodanej.

228 *"Lincz w biznesie przyjmowania depozytów to przyrzeczenie spłaty, na którym opiera się deponent."*⁴⁰¹ *"W przeciwieństwie do tego, transakcja prawna nie ma cech splecalności w rozumieniu transakcji depozytowej, jeżeli*

⁴⁰⁰ Następnie jednak instrument finansowy może ponownie istnieć, jeżeli monety te są standaryzowane, zbywalne i możliwe do wprowadzenia do obrotu oraz nie stanowią instrumentu płatniczego. Wyobrażalny wariant reprezentowania wierzytelności w monecie, polegający na uniknięciu zarówno transakcji depozytowej, jak i istnienia instrumentów finansowych, mógłby zostać zrealizowany za pomocą bezzwrotnego bonu na zakup towarów lub usług. Moneta taka nie może stanowić instrumentu finansowego wyłącznie z tego powodu, że instrumenty płatnicze nie mogą nigdy stanowić zbywalnych papierów wartościowych w rozumieniu art. 4 ust. 1 nr 44 MiFID II; zob. również BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 ust. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, ostatnio zmieniony 26.07.2018, Punkt 2. b) cc) Ziff 4, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html. Jednocześnie voucher może być skonstruowany w taki sposób, aby obowiązywał wyjątek w ramach ZDG lub PSD II.

⁴⁰¹ *Demmelmair/Reschke w Beck/Samm/Kokemoor, KWG z CRR, § 1 ust. 1 S 2 nr 1 KWG, Rz 109.*

roszczenie, podobnie jak roszczenie o zwrot ceny zakupu w przypadku nieudanej umowy kupna, jest jedynie wtórnym zobowiązaniem umownym wynikającym z odstąpienia kupującego od umowy kupna.⁴⁰² Aby transakcja depozytowa miała miejsce, spłata musi być zatem częścią umowy, na podstawie której dokonano transferu środków.

Zgodnie z prawem Liechtensteinu instrument finansowy związany z 229
pieniądem elektronicznym nie może istnieć nawet wtedy, gdy istnieje wyjątek od transakcji z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego, który wyklucza również transakcję depozytową (co i tak miałyby miejsce na mocy art. 1a ust. 2 rozporządzenia bankowego, gdyby środki zostały przyjęte w związku z emisją obligacji), ponieważ w tym przypadku nadal istnieje instrument płatniczy, który z kolei wyklucza istnienie zbywalnego zabezpieczenia.

W przypadku emisji standaryzowanego, zbywalnego i zbywalnego pa- 230
pieru wartościowego w formie zapisu księgowego, który nie jest instrumentem płatniczym i który ma być wykupiony po upływie określonego terminu oraz od którego przyznawane są odsetki, istnieje potencjalnie żeton zabezpieczający, który stanowi obligację. Inaczej niż w Niemczech, w Liechtensteinie jednostki rozliczeniowe, a więc (żetony w postaci) pieniądza elektronicznego, nie były legalizowane jako instrumenty finansowe. Zgodnie z MiFID II, a także zgodnie z ustawą Prawo bankowe, pojęcie instrumentów finansowych nie jest zgodne z instrumentami płatniczymi. Z wyjątkiem pojęcia pieniądza elektronicznego, instrument dłużny, taki jak obligacja, nie może istnieć bez wyraźnego wymogu prawnego.

⁴⁰² *Demmelmair/Reschke w Beck/Samm/Kokemoor*, KWG z CRR, § 1 Abs. 1 S 2 Nr 1 KWG, Rz 110b.

231

Instrumenty rynku pieniężnego nie służą również do realizacji transakcji płatniczych, jak ma to miejsce w przypadku instrumentów płatniczych. Na przykład XCHF wyemitowany w Szwajcarii jest krótkoterminową (jednomiesięczną) obligacją z oprocentowaniem 0 % i automatycznym refinansowaniem (instrument rynku pieniężnego). W związku z tym obrót takim instrumentem wymaga - w rozumieniu Liechtensteinu - autoryzacji jako regulowane centrum handlowe; realizacja transakcji płatniczych nie może być przewidziana, ponieważ w przeciwnym razie nie istnieje żaden instrument finansowy.⁴⁰³ Jeżeli istnieje instrument, za pomocą którego można dokonywać płatności (gotówka i pieniądź elektroniczny, bony towarowe lub elektroniczne), wyklucza to istnienie zbywalnego zabezpieczenia, a tym samym instrumentu finansowego.⁴⁰⁴

232

Ogólnie rzecz biorąc, można stwierdzić, że depozyty mają przede wszystkim charakter magazynu wartości lub celu oszczędnościowego, podczas gdy pieniądź elektroniczny koncentruje się na realizacji transakcji płatniczych, a zatem ma cel płatniczy, a instrumenty finansowe mają ostatecznie charakter inwestycyjny. Waluty wirtualne mogą

⁴⁰³ Dieses Hintergrundes war man sich bewusst, lautet es im Prospekt zum XCHF doch wie folgt: *"The main purpose of the CryptoFranc is to serve as a liquidity instrument for the Swiss crypto ecosystem. Na przykład, inwestor Bitcoin (BTC) może użyć go do tymczasowego transferu środków do CryptoFranc lub szwajcarski startup może użyć go do pozyskania środków w swojej walucie księgowej, zamiast używać zmiennych walut kryptograficznych. Nie jest on przeznaczony ani do długoterminowego przechowywania franków szwajcarskich, ani jako środek płatniczy dla codziennych transakcji.* ", <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/10/Prospectus-XCHF-2019-10-v1.1.pdf>

⁴⁰⁴ Art. 4 ust. 1 nr 44 MiFID II lub art. 3a ust. 1 Z 42 BankG.

natomiast łączyć jeden lub wszystkie te cele z jeszcze bardziej rozbudowanymi funkcjami (np. funkcja dostępu, budowanie konsensusu itp.).⁴⁰⁵

2.2.4 Transakcje bankowe (działalność kredytowa)

Oprócz przekształcenia ryzyka - przekształcenia wielkości partii i terminów zapadalności - działalność depozytowa, zarezerwowana dla banków, stanowi pomost pomiędzy głównymi obszarami działalności banków a działalnością kredytową, co jest wykazywane w bilansie banku po stronie aktywów. W Liechtensteinie jest to zdefiniowane jako *komercyjne udzielanie pożyczek z funduszy zewnętrznych nieokreślonej grupie pożyczkobiorców*⁴⁰⁶. Przyjmuje się takie transakcje kredytowe, jeżeli na podstawie umowy kredytowej lub umowy o kredyt na podstawie prawa cywilnego data waluty jest podana w prawnym środku płatniczym.⁴⁰⁷ Definicja, zgodnie z którą jedynie pożyczanie funduszy zagranicznych powinno stanowić transakcję majątkową, wydaje się dziwna i sięga wstecz do rozważań w Landtagu z 14.05.1992.⁴⁰⁸ Zgodnie z tym wyrażono opinię, że kredytowanie środków własnych nie stanowi transakcji bankowej w rozumieniu transakcji kredytowej, dlatego też pierwotne brzmienie BUA 1992/8 dotyczące art. 3 ust. 3 lit. b)

233

⁴⁰⁵ Por. uwagi zawarte w motywie 10 piątej dyrektywy ARC.

⁴⁰⁶ Art. 1a ust. 1 lit. b BankV.

⁴⁰⁷ *Laurer/Kammel* w *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (hrsg), § 1 BWG, marża nr 9; BaFin, karta informacyjna o działalności kredytowej, z dnia 08.01.2009, ostatnio zmieniona w dniu 02.05.2016, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaef.html

⁴⁰⁸ Protokół Landtagu z dnia 14.05.1992 r. w sprawie ustawy o bankowości, s. 730.

BankG⁴⁰⁹ zostało ostatecznie zmienione. *"Paragraf 4 lit. b) odnosi się wyłącznie do "udzielania środków finansowych niezdefiniowanej grupie kredytobiorców". W tym względzie należy powiedzieć - nawet jeśli tutejsze banki pamiętają, że oczywiście pożyczają pożyczkobiorcom nie tylko swoje fundusze własne, ale również fundusze zewnętrzne - że takie sformułowanie może prowadzić do błędnej interpretacji, ponieważ można powiedzieć, że komercyjne pożyczanie funduszy własnych jest również transakcją bankową. I to byłoby zasadniczo błędne. Nikt nie może odmówić komukolwiek prawa do pożyczania własnych środków na zasadzie zawodowej - z wyłączeniem własnych środków. To nie do pomyślenia w naszej wolnej gospodarce."*⁴¹⁰ Art. 4 ust. 1 nr 1 CRR definiuje instytucje kredytowe w odniesieniu do działalności kredytowej jako przedsiębiorstwa, które udzielają kredytów na własny rachunek. Nie można w związku z tym odnieść się do udzielania pożyczek z funduszy zewnętrznych. According to an autonomous interpretation of European law,⁴¹¹ lending of own capital in the sense of current assets under CRR will also constitute lending business in Liechtenstein; any other interpretation would be untenable. Jednakże, jak wyjaśniono w FN 420 dnia 28.06.2019 r. CRR nie jest jeszcze bezpośrednio stosowany w Liechtensteinie ze względu na brak decyzji Wspólnego Komitetu EOG, a jedynie został wdrożony z wyprzedzeniem.

⁴⁰⁹ W tym czasie jeszcze w art. 3 ust. 4 lit. b BankG w brzmieniu zmienionym przez BuA 1992/8.

⁴¹⁰ Ritter im LTP z dnia 14 maja 1992 r. w sprawie Prawa bankowego, s. 730.

⁴¹¹ Bezpośrednio stosowane prawo wspólnotowe powinno być interpretowane w sposób autonomiczny na poziomie wspólnotowym, podczas gdy dyrektywy powinny być interpretowane zgodnie z prawem wspólnotowym.

Zgodnie z art. 8 ust. 4 ZDG instytucje płatnicze mogą również udzielać kredytów pod warunkiem, że udzielenie kredytu ma charakter działalności dodatkowej i że kredyt ten jest udzielany wyłącznie w związku z transakcjami płatniczymi. Ponadto pożyczki takie muszą być spłacone najpóźniej w ciągu 12 miesięcy od daty emisji i nie mogą być udzielane ze środków, które zostały przyjęte lub utrzymywane z zamiarem realizacji transakcji płatniczych.

W związku z platformami opartymi na oprogramowaniu należy 235 zadbać o to, aby nie udzielać pożyczek w systemie peer-to-peer (crowdlending) bez odpowiedniego zezwolenia. Wszyscy wierzyciele, którzy użyczają swoich pieniędzy na zasadach komercyjnych, wymagają zezwolenia. Bez odpowiedniej licencji jako bank odpowiednich pożyczkodawców, operator takiej platformy byłby również potencjalnie zaangażowany w niedozwolone działania, chyba że pożyczki byłyby jedynie pośrednictwem, a ich udzielaniem zajmowałyby się odpowiednio licencjonowane banki. Co więcej, kredytowanie żetonów nie jest objęte działalnością kredytową. Wreszcie, usługi podlegające ZDG mogą również odgrywać rolę na takich platformach i mogą być przedmiotem zezwolenia.⁴¹²

W przeciwieństwie do Austrii, na przykład w Liechtensteinie jedynie 236 działalność faktoringowa inna niż podstawowa stanowi udzielenie kredytu.⁴¹³ Przy prawdziwym faktoringu firma faktoringowa nabywa

⁴¹² BaFin, Crowdlending, z dnia 4 stycznia 2018 r., https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html

⁴¹³ § Art. 1 ust. 2 pkt 16 BWG obejmuje "nabycie wierzytelności z tytułu dostawy towarów lub usług, przejęcie ryzyka ściągłości tych wierzytelności i w związku z tym

wierzytelności, a także przejmuje ryzyko del credere (a tym samym staje się nowym wierzycielem).⁴¹⁴ Przedsiębiorstwo (czynnik) nabywające wierzytelności musi zatem troszczyć się o ich odzyskanie i ponosi ryzyko niedotrzymania zobowiązań. W przypadku faktoringu fikcyjnego czynnik nie przejmuje jednak tego ryzyka domyślnego.⁴¹⁵ Działający w ten sposób czynnik zapewnia płynność posiadaczowi należności. To zapewnienie płynności jest transakcją kredytową zarezerwowaną dla banków (art. 3 ust. 3 lit. b BankG).⁴¹⁶

- 237 W odniesieniu do żetonów prawdziwa działalność faktoringowa w Liechtensteinie może być interesująca dla przedsiębiorców, którzy chcą umożliwić swoim klientom zakup towarów i/lub usług za pomocą żetonów w celu stworzenia dodatkowych kanałów sprzedaży, chociaż sami niekoniecznie chcą przyjmować żetony zamiast płatności.
- 238 Może to być zorganizowane w taki sposób, że kupiec i jego klienci zawierają umowę kupna towarów i/lub usług, w której ustalono, że

ściągnięcie tych wierzytelności", tzn. zarówno faktoring rzeczywisty, jak i nieg-enetyczny jako transakcję bankową.

⁴¹⁴ Cesja wierzytelności następuje na podstawie prawa cywilnego w drodze cesji (§ 1392 ABGB). Cesjonariusz (były wierzyciel) przenosi swoją wierzytelność wobec cedenta (dłużnika) na cesjonariusza (nowego wierzyciela). Faktoring różni się od działalności windykacyjnej tym, że w przypadku faktoringu należności są sprzedawane po wystawieniu faktury, natomiast w przypadku windykacji należności od osób trzecich są pobierane w imieniu osoby trzeciej (pozasądowo).

⁴¹⁵ Również zgoda na to, że faktor musi odebrać wierzytelność od dłużnika i że może on zwrócić się do poprzedniego wierzyciela, jeżeli dłużnik nie spłaci wierzytelności (połączenie wierzytelności, np. gwarancja zgodnie z § 1346 ABGB), stanowi faktoring niemający charakteru rodzajowego.

⁴¹⁶ Por. *Laurer/Kammel* w *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (red.), art. 1 BWG, pkt 24.

klient jest winien kwotę wartości wyrażoną w prawnym środku płatniczym, płatną w żetonach.⁴¹⁷ Kupujący ceduje następnie to roszczenie na czynnik jako nowego wierzyciela bez żadnych formalności, przy czym cena zakupionego towaru i/lub usługi pomniejszona o opłatę manipulacyjną może zostać wykorzystana jako cena cesji.⁴¹⁸ Nowy wierzyciel ponosi zatem ryzyko del credere i musi podjąć starania w celu odzyskania wierzytelności. W tej konstelacji kupiec, a następnie poprzedni wierzyciel płaci konsumentowi lub klientowi jako dłużnikowi, który następnie przekazuje swoje wynagrodzenie, wyrażone w prawnym środku płatniczym, płatne w żetonach na rzecz czynnika i nowego wierzyciela, na rzecz którego przeniesiono wierzytelność. Następnie współczynnik musi przekazać kwotę należną dealerowi jako wierzycielowi cesji w prawnym środku płatniczym - po ewentualnym odroczeniu. Czynniki może zmienić żetony na prawny środek płatniczy w stosunku do własnej książki⁴¹⁹ lub wymienić je z innymi pośrednikami. Procedura ta może być odpowiednio wdrażana za pomocą technicznego interfejsu i, w zależności od konkretnej formy, nie pociąga za sobą żadnych dalszych wymogów zatwierdzania na mocy prawa Liechtensteinu.

2.2.5 Wniosek Nabycie i działalność faktoringowa

⁴¹⁷ Na przykład, kurs wymiany żetonów będących prawnym środkiem płatniczym służący do rozliczenia zobowiązania klienta może być ustalony według kursu z chwili przekazania żetonów w celu rozliczenia zobowiązania.

⁴¹⁸ Dłużnik musi zostać poinformowany o tej cesji.

⁴¹⁹ Będzie to stanowiło bureau de change lub, po wejściu w życie TVTG, działalność jako dostawcy usług wymiany VT; por. rozdział II.2.9.

239

Działalność w zakresie udzielania kredytów i pożyczek definiuje się jako udzielanie pożyczek z funduszy zewnętrznych nieokreślonej grupie kredytobiorców. Jeśli chodzi o modele biznesowe oparte na żetonach, działalność kredytowa może odegrać pewną rolę w szczególności w związku z faktoringiem. Inaczej niż w Austrii, faktoring nie jest sam w sobie definiowany jako działalność bankowa w Liechtensteinie, a zatem nie jest zarezerwowany dla banków. Należy raczej dokonać rozróżnienia między faktoringiem autentycznym i nieoryginalnym - innymi słowy, należy określić, kto jest nosicielem del credere. Jeżeli dany czynnik zawodowo przejmuje należności wraz z ryzykiem niewykonania zobowiązania, stanowi to prawdziwy faktoring, który nie jest objęty prawem nadzorczym Liechtensteinu. Inaczej jest w przypadku faktoringu pozagenuenerowego. Del credere nie jest przenoszony na czynnik (podobnie jak windykacja należności) i zapewnia płynność finansową osobie, która ponosi del credere. Czynnik ten działa zatem jako kredytodawca i prowadzi działalność kredytową zarezerwowaną dla banków.

2.3 Tokeny jako instrumenty finansowe

240

Poza tradycyjnymi transakcjami dotyczącymi aktywów i pasywów, prawo bankowe reguluje również kwestie związane z instrumentami finansowymi i powiązаныmi usługami inwestycyjnymi. W zakresie, w jakim tokeny reprezentują instrumenty finansowe zgodnie z Załącznikiem 2 Sekcja C do Prawa bankowego oraz Załącznikiem I Sekcja C do MiFID II, są one zdigitalizowane lub oznaczone tokenami na poziomie technicznym, ale w związku z tym nie tracą one statusu instrumentów finansowych. Usługi związane z takimi żetonami bezpieczeństwa są

zazwyczaj również objęte regulacjami rynku finansowego. W szczególności ważna jest oferta lub handel żetonami, ponieważ czysto techniczne (nieprofesjonalne) tworzenie lub generowanie żetonów samo w sobie - bez dalszego wprowadzania ich do obrotu poprzez wydanie tego samego - nie ma większego znaczenia regulacyjnego.

Zgodnie z art. 1 ust. 3 lit. c Prawa bankowego, Prawo bankowe służy 241 również transpozycji i wdrożeniu MiFID I. W przypadku harmonizacji w ramach UE lub EOG, MiFID II i MiFIR⁴²⁰, jak również CRR i CRD IV, mogą być wykorzystywane do interpretacji innych definicji prawa bankowego i prawa rynku finansowego.⁴²¹ MiFID II została wdrożona z wyprzedzeniem przez prawo krajowe do Prawa bankowego i innych specjalnych przepisów dotyczących rynku kapitałowego.⁴²²

242

⁴²⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE 600/2014 z dnia 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/600/oj>. Jest to ważne dla Liechtensteinu, zwłaszcza że w przypadku MiFIR, jak również MiFID II, z dniem 28.06.2019 r., rezolucja w sprawie przyjęcia przez Wspólny Komitet EOG dorobku prawnego EOG jest nadal na etapie projektu i nawet rozporządzenie nie zostałoby uwzględnione bez wcześniejszego wdrożenia na szczeblu krajowym, <https://www.efta.int/eea-lex/32014R0600>, <https://www.efta.int/eea-lex/32014L0065>.

⁴²¹ Art. 3a ust. 2 BankG; status CRD IV i CRR to również "Wejście w życie decyzji Wspólnego Komitetu (JCD) w toku" z dniem 28.06.2019 r. <https://www.efta.int/eea-lex/32013R0575>, <https://www.efta.int/eea-lex/32013L0036>, a te akty prawne zostały wdrożone w Liechtensteinie jedynie z wyprzedzeniem krajowym.

⁴²² BuA 2017 / 14 z 04.04.2017 i BuA 2017/72 z 26.09.2017. Na dzień 29.03.2019 r. istniał jedynie projekt decyzji Wspólnego Komitetu EOG w sprawie włączenia MiFID II do dorobku prawnego EOG.

Art. 3 ust. 2 w związku z ust. 3 lit. d Prawa bankowego definiuje usługi inwestycyjne i pomocnicze wymienione w sposób wyczerpujący w załączniku 2 ust. A i B Prawa bankowego, które odnoszą się do podobnie wyczerpująco wymienionych grup instrumentów finansowych w załączniku 2 ust. C Prawa bankowego, o ile są one wykonywane zawodowo, jako transakcje bankowe.⁴²³ W Liechtensteinie są one zarezerwowane dla banków i firm inwestycyjnych i opierają się na instrumentach finansowych. Instrumenty finansowe zgodnie z sekcją C załącznika 2 do BA mogą być uproszczone do postaci udziałów (instrumenty kapitałowe)⁴²⁴ i obligacji (instrumenty dłużne)⁴²⁵ lub certyfikatów na te same instrumenty (instrumenty rynku kapitałowego), instrumentów rynku pieniężnego⁴²⁶ i instrumentów pochodnych⁴²⁷. Kapitał własny jest zasadniczo obecny, jeżeli finansowanie jest udostępniane na czas nieokreślony i ma wartość nominalną do spłaty, podczas⁴²⁸ gdy kapitał dłużny charakteryzuje się terminem, po którym musi zostać spłacony wraz z odsetkami; oba są wykazywane w bilansie po stronie pasywów (roszczenia członków lub wierzycieli wobec spółki).

⁴²³ Por. także art. 2 ust. 1 Rozporządzenia bankowego w zakresie działalności gospodarczej.

⁴²⁴ Załącznik 2 sekcja C nr 1 lit. a i nr 3 BankG; w słowniku PGR również prawa członkowskie.

⁴²⁵ Załącznik 2 sekcja C nr 1 lit. b do ustawy Prawo bankowe; w słowniku PGR również dłużne papiery wartościowe.

⁴²⁶ Załącznik 2 sekcja C nr 2 do BankG.

⁴²⁷ Załącznik 2 sekcja C nr 1 lit. c) i nr 4-10 do BankG.

⁴²⁸ W odróżnieniu od np. świadectw udziałowych uprawniających do udziału w zyskach, patrz art. 304 ust. 3 PGR.

Żetony, które mają cechy charakterystyczne dla instrumentów finansowych lub reprezentują porównywalne prawa, są następnie klasyfikowane jako instrumenty finansowe. W związku z tym czynności związane z tego rodzaju tokenami bezpieczeństwa są również rejestrowane jako wymagające zezwolenia w rozumieniu Prawa bankowego lub innych właściwych przepisów, o ile nie zachodzą wyjątkowe okoliczności. Należy zauważyć, że usługi dodatkowe mogą być świadczone wyłącznie przez osoby, które posiadają licencję uprawniającą je do świadczenia usług inwestycyjnych.⁴²⁹

W przeciwieństwie do Niemiec i Austrii, Liechtenstein powstrzymał się od tworzenia dodatkowych instrumentów finansowych na poziomie krajowym, takich jak inwestycje zgodnie z austriackim § 1 ust. 1 nr 3 austriackiej ustawy o rynku kapitałowym z 2019 r. lub inwestycje zgodnie z niemieckim § 1 ust. 2 ustawy o inwestycjach kapitałowych. Są to na przykład udziały w aktywach (aktywa powiernicze) lub obligacje imienne⁴³⁰, udziały w spółkach komandytowych, ciche udziały lub udział w GesbR.⁴³¹ 244

2.3.1 Zbywalne papiery wartościowe

W celu ochrony inwestorów, termin "zbywalne papiery wartościowe", który jest podzbiorem instrumentów finansowych, musi być szeroko 245

⁴²⁹ Art. 2 ust. 2 rozporządzenia bankowego.

⁴³⁰ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, ostatnio zmieniony 26.07.2018.

⁴³¹ Okólnik 07/2012 austriackiego FMA z dnia 4 grudnia 2012 r. w sprawie pytań dotyczących ustawy o prospekcie emisyjnym, marża nr 49 (s. 12); *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, wydanie 2, art. 1 marża nr 47 i nast.

interpretowany dla celów nadzoru.⁴³² Nawet jeśli katalog instrumentów finansowych w załączniku I sekcja C MiFID II lub załączniku 2 sekcja C ustawy o bankowości ma zasadniczo⁴³³ jedynie charakter demonstracyjny, wymienione kategorie mają prawdopodobnie charakter podatkowy⁴³⁴ (art. 4 ust. 1 nr 44 lit. a MiFID II reguluje instrumenty kapitałowe, instrumenty dłużne lit b leg cit i instrumenty pochodne lit c leg cit).⁴³⁵ Tokeny, które w związku z tym zawierają odsetki od zadłużenia podobne do tych, jakie posiada wierzyciel instrumentu dłużnego,

⁴³² Por. np. *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, wydanie 2, § 1 Rz 62.

⁴³³ Chociaż załącznik 2 sekcja C nr 1 Prawa bankowego nie definiuje w sposób wyczerpujący zbywalnych papierów wartościowych, ponieważ odnosi się do zbywalnych papierów wartościowych takich jak instrumenty kapitałowe, dłużne i pochodne, istnienie zbywalnych papierów wartościowych wymaga również porównywalności z notowanymi instrumentami, tzw. równoważności funkcjonalnej. *Schopper/Raschner*, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, s. 249 (253).

⁴³⁴ Vgl *Hacker/Thomale*, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017, zuletzt überarbeitet am 13. Dezember 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820, S. 25: "Jednak właśnie dla nowych rodzajów produktów inwestycyjnych, takich jak żetony, lista ta nabiera znaczenia: oferuje archetypowe przykłady papierów wartościowych, które pokazują, co ustawodawca miał na myśli regulując te podmioty. Z funkcjonalnego punktu widzenia, żetony muszą być co najmniej porównywalne z tymi typowymi papierami wartościowymi, aby można było uruchomić regulację papierów wartościowych".

⁴³⁵ Por. BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, ostatnio zmieniony 26.07.2018, zgodnie z którym np. udziały w aktywach posiadanych przez emitenta we własnym imieniu i na rachunek osoby trzeciej stanowią tzw. inwestycje, które są objęte niemieckim prawem nadzoru, ale nie stanowią instrumentów finansowych w rozumieniu MiFID II. Na przykład, certyfikaty powiernicze zgodnie z art. 928 PGR zasadniczo nie

lub odsetki od kapitału własnego podobne do tych, jakie posiada akcjonariusz, są funkcjonalnie równoważne⁴³⁶ z kategoriami zbywalnych papierów wartościowych wymienionymi powyżej i dlatego muszą być również traktowane jako takie instrumenty finansowe.⁴³⁷ Ponieważ MiFID II nie łączy pojęcia instrumentu finansowego z oczekiwaniem zysku, żetony w związku z tzw. mechanizmami sprawdzania poprawności działania łańcucha blokowego, które są czasami wykorzystywane do budowania konsensusu, nie wchodzą w zakres pojęcia instrumentów finansowych. W tym przypadku, na przykład, zwroty mogą być generowane z sieci zdecentralizowanej, lub generalnie można zawierać porozumienia poprzez przechowywanie ("ge-staked") tokenów. Jest to jednak funkcja, która zapewnia funkcjonowanie

powinny być uznawane za zbywalne papiery wartościowe w rozumieniu instrumentów finansowych, ponieważ są one jedynie papierami wartościowymi w rozumieniu prawa cywilnego i uprawniają posiadacza do korzystania z własności powierniczej; jedynie funkcjonalna równoważność z instrumentami finansowymi musiałaby być badana na podstawie jakiegokolwiek standaryzacji. Jednak nawet jeśli takie certyfikaty powiernicze mają zbywalną strukturę, stanowią one bezpośredni udział w (określonych) aktywach, których nie może ustanowić żaden instrument finansowy zgodnie z ostatecznym kanonem instrumentów finansowych w ramach MiFID II.

⁴³⁶ W USA koncepcja instrumentu finansowego jest powiązana z oczekiwaniem zysku zgodnie z tzw. testem howey. MiFID II nie opiera się na takim oczekiwaniu zysku, ale oczekiwanie przyszłych przepływów pieniężnych w związku z roszczeniem może być funkcjonalnie porównywalne lub równoważne ze zbywalnymi papierami wartościowymi i tym samym kwalifikować się jako instrument finansowy. *Hacker/Thomale*, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 22.11.2017, ostatnio zmienione 13 grudnia 2017 r., https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820, s. 26.

⁴³⁷ *Höhlein/Weiß*, *Krypto-Assets, ICO i Blockchain: Perspektywa prawa prospektu emisyjnego i praktyka nadzorcza*, RDF 2019, s. 116 (p 119 mwN).

łańcucha blokowego lub budowanie konsensusu w oparciu o taki łańcuch blokowy i nie generuje pasywnego, opartego na podziale lub odsetkach dochodu, ale posiadacz żetonów otrzymuje takie wynagrodzenie jedynie za świadczenie określonych usług (np. za walidację transakcji w ramach łańcucha blokowego). W przypadku braku reprezentacji udziału kapitałowego lub dłużnego (roszczenia wobec jednostki), takie mechanizmy rozliczania lub, bardziej ogólnie, funkcje zarządzania i konsensusu żetonów w łańcuchu blokowym nie spełniają koncepcji instrumentu finansowego.

- 246 Pomimo z natury rzeczy szerokiej egzegezy zbywalnych papierów wartościowych nie należy zapominać, że ostrożnościowa definicja zbywalnych papierów wartościowych jest jedynie podzbiorem papierów wartościowych prawa cywilnego. Na mocy⁴³⁸ prawa Unii instrumenty finansowe są⁴³⁹ zatem ostatecznie regulowane w granicach kategorii wymienionych powyżej, ale na mocy prawa krajowego, oprócz definicji instrumentów finansowych, inne produkty inwestycyjne mogą podlegać pewnym regulacjom. Należy zauważyć, że papiery wartościowe, które są standaryzowane, zbywalne i wymienne, ale są instrumentami płatniczymi, z którymi można dokonywać transakcji płatniczych, nie są zbywalnymi papierami wartościowymi, a zatem nie

⁴³⁸ *Zivny*, KMG, krótki komentarz, wydanie 2, § 1 Rz 62.

⁴³⁹ Vgl FCA (UK Financial Conduct Authority), The Perimeter Guidance Manual (PERG release 42 September 2019), Chapter 13, Guidance on the scope of MiFID and CRD IV, section 13.4 (S 17; Q28), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:19.

stanowią instrumentów finansowych.⁴⁴⁰ Zatem (symboliczne) bony lub pieniąż elektroniczny również nie stanowią instrumentów finansowych w rozumieniu Liechtensteinu.⁴⁴¹

Zbywalne papiery wartościowe są zdefiniowane w art. 3a ust. 1 nr 42 247
Prawa bankowego jako klasy⁴⁴² papierów wartościowych, które mogą

⁴⁴⁰ Art. 3a ust. 1 pkt 42 ustawy o bankowości; Art. 4 ust. 1 pkt 44 MiFID II; BaFin, Noty o instrumentach finansowych na podstawie ust. 1 pkt 11 zdanie 1-3 KWG, 20.12.2011, ostatnio zmienione w dniu 26.07.2018, pkt 2. b) cc) pkt 4, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html.

⁴⁴¹ Inaczej jest w Niemczech, gdzie jednostki rozliczeniowe są rejestrowane jako oddzielny rodzaj instrumentu finansowego - patrz § 1 (11) nr 7 KWG - "jednostki rozliczeniowe". Zgodnie z prawem niemieckim powstaje pytanie, w jaki sposób odnosi się to do instrumentu płatniczego, który reprezentuje również jednostkę rozliczeniową (np. voucher reprezentowany przez żeton).

⁴⁴² Kategorie lub klasy nie są zdefiniowane, ale opierają się na prawie cywilnym i są opisane przez krajowe organy nadzoru w UE jako zamienne, wymienne lub identyczne prawa przyznane pewnej liczbie inwestorów. Opiera się to głównie na standaryzacji i równoważności funkcjonalnej. Jeżeli inwestor ma indywidualne roszczenie wobec podmiotu, nie jest to roszczenie ogólne i nie jest to normalizacja. Chociaż takie prawo jest prawem do bezpieczeństwa lub prawa do zapisu w księgach rachunkowych w rozumieniu prawa cywilnego, nie jest ono instrumentem finansowym według oceny regulacyjnej. Zob. załącznik 1 EUNGiPW "Legal qualification of crypto-assets - survey to NCAs", styczeń 2019 r., EUNGiPW50-157-1384, nota wyjaśniająca 16, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf. Skoncentrowanie się na uzasadnionych prawach wyjaśnia również, że dokument na mocy prawa papierów wartościowych nie jest koniecznym wymaganym dla istnienia instrumentu finansowego.

być przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym, z wyjątkiem instrumentów płatniczych.⁴⁴³ W celu zakwalifikowania jako zbywalne papiery wartościowe niezbędne jest istnienie zbywalnych papierów wartościowych, które są zazwyczaj dostarczane w dużych ilościach i o równoważnej treści. Inwestorzy nabywają identyczne prawa bez możliwości indywidualizacji tych praw, które odnoszą się do instrumentu bazowego, lub bez możliwości indywidualizacji procesu nabycia.⁴⁴⁴

- 248 Charakter zbywalnych papierów wartościowych jako instrumentów finansowych, który jest związany⁴⁴⁵ ze stosowaniem specjalnych przepisów prawa rynku kapitałowego i dlatego jest konieczny, musi opierać się na wszystkich klasach zbywalnych papierów wartościowych, które mogą być przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym, z wyjątkiem gotówki.⁴⁴⁶ Definicja zbywalnych papierów wartościowych zawiera zatem trzy wzajemnie zależne od siebie elementy pozytywne:

⁴⁴³ Por. art. 4 ust. 1 nr 44 MiFID II; należy zauważyć, że instrumenty rynku kapitałowego, które wraz z instrumentami rynku pieniężnego stanowią instrumenty rynku finansowego, różnią się od instrumentów płatniczych tym, że pierwsze służą celom inwestycyjnym, a te drugie celom transakcji płatniczych. Instrumenty finansowe i instrumenty płatnicze wzajemnie się wykluczają; jednakże żetony mają niekiedy charakter inwestycyjny, a także funkcję płatniczą - takie wirtualne waluty nie spełniają zatem ani pojęcia instrumentu finansowego, ani instrumentu płatniczego. Zob. załącznik 1 EUNGiPW "Legal qualification of crypto-assets - survey to NCAs", styczeń 2019 r., EUNGiPW50-157-1384, margines nr 38 ff, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf

⁴⁴⁴ *Zivny*, KMG, krótki komentarz, wydanie 2, § 1 Rz 61.

⁴⁴⁵ Na przykład BankG, WPPG, VVG, AIFMG itp.

⁴⁴⁶ Art. 3a ust. 1 pkt 42 Prawa bankowego.

Po pierwsze, zbywalność, która jest warunkiem drugiej cechy, zbywalność (na rynku kapitałowym), a po drugie, standaryzacja. Standaryzacja papierów wartościowych opiera się zasadniczo na ogólnym pojęciu ogólnym. Dotyczy to zamiennych, wymiennych lub masowo emitowanych identycznych praw; dla istnienia instrumentu finansowego nie jest konieczne, aby fizyczny certyfikat został faktycznie wydany - zdematerializowane papiery wartościowe mogą również spełniać koncepcję zbywalnych papierów wartościowych, a tym samym instrumentów finansowych.

Zgodnie z art. 4 ust. 1 nr 17 MiFID II, instrumenty rynku pieniężnego są również podobne⁴⁴⁷ do zbywalnych papierów wartościowych pod względem niezbędnych cech i są zdefiniowane jako *"klasy instrumentów zwykle będących przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym, takie jak bony skarbowe, certyfikaty depozytowe i papiery komercyjne, z wyjątkiem instrumentów płatniczych"*. Rozporządzenie Del w sprawie MiFID II⁴⁴⁸ przewiduje również w art. 11, że instrumenty rynku pieniężnego są nierozwalnie związane z instrumentami rynku pieniężnego, że ich wartość może być ustalona w dowolnym momencie, że nie są one instrumentami pochodnymi i że ich termin zapadalności w momencie emisji wynosi maksymalnie 397 dni.⁴⁴⁹ 249

⁴⁴⁷ Assmann w Assmann/Schneider/Müllbert (hrsg), Prawo o obrocie papierami wartościowymi, § 2 WpHG, marża nr 40 ff; por. także Reschke w Beck/Samm/Kokemoor (hrsg), niemieckie prawo bankowe z CRR, § 1 KWG, marża nr 1031.

⁴⁴⁸ Del Regulation 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁴⁴⁹ Podobna definicja znajduje się również w art. 2 ust. 1 lit. o UCITS, jak również w art. 50 ust. 1 lit. a, b, c i h UCITS oraz w motywie 36 UCITS; zob. również art. 10 ust. 1 lit. a rozporządzenia 2017/1131 w sprawie funduszy rynku pieniężnego, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1131/oj>.

a. Normalizacja

250 Pojęcie rodzaju należy oceniać na podstawie prawa cywilnego, a nie na podstawie prawa nadzoru. Rodzaj opiera się na uzasadnionych, a więc różnych, ale podobnych, a więc możliwych do zastąpienia prawach (rodzaj zadłużenia - jedno zastępuje drugie). ABGB w rzeczywistości nie dokonuje rozróżnienia między towarami zamiennymi i nieczytelnymi, lecz rozróżnia towary konsumpcyjne i niekonsumpcyjne.⁴⁵⁰ Rozsądne, tj. zamienne, rzeczy nie dają się od siebie odróżnić z powodu braku użytecznych cech indywidualnych - w przeciwieństwie do nieuzasadnionych rzeczy, których nie da się opisać gatunkowo - i w związku z tym można je dowolnie zamieniać. W obrocie prawnym przedmioty zamienne są określane na podstawie miary, liczby i wagi. O ile zamienność towarów zamiennych opiera się na opinii branży, o tyle rodzaj lub gatunek długu jest określany na podstawie woli i porozumienia stron, w zależności od tego, czy przedmiot świadczenia jest określony na podstawie ogólnych czy indywidualnych cech. Mimo⁴⁵¹ że w Liechtensteinie część prawa własności ABGB została zastąpiona autonomicznymi przepisami prawnymi, to jednak prawo własności w Liechtensteinie na mocy rozdziału o użytkowaniu w art. 232 i 244 SR, a także PGR w art. 681 ust. 3 PGR w odniesieniu do spółki jawnej zna przedmioty zamienne lub podlegające zużyciu, a austriackie wyjaśnienia mogą być stosowane *ceteris paribus*.⁴⁵²

⁴⁵⁰ § 301 öABGB; Art. 20 SR lub podstawa recepty Art. 641 ZGB w ogóle nie definiują tej kwestii. Stwierdza się w nim jedynie, że *"ktokolwiek jest właścicielem rzeczy, może nią rozporządzać według własnego uznania w granicach systemu prawnego"*.

⁴⁵¹ Helmich in Kletečka/Schauer, ABGB-ON 1.04, § 301, Rz 5 i 6.

⁴⁵²Por. także *Opilio*, Arbeitskommentar zum Liechtensteinischen Sachenrecht, tom 1, art. 216, margines nr 008, w odniesieniu do terminu rodzajowego.

Standaryzacja jest zatem warunkiem wstępnym, jeżeli dana kategoria papierów wartościowych lub zdematerializowane papiery wartościowe o porównywalnych prawach podlegają sekurytyzacji lub, w przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych, są reprezentowane (np. za pomocą symbolu). Można to założyć, jeżeli prawa zawarte w dokumencie lub zdematerializowane prawa majątkowe bez dokumentów⁴⁵³ mogą być dowolnie wymieniane, na przykład w celu ich egzekwowania, dzięki czemu prawa te reprezentowane w instrumentach uzyskują zamienność i zdolność do obiegu. W związku z tym zbywalne papiery wartościowe lub papiery wartościowe niecertyfikowane mogą być przedmiotem obrotu zgodnie z rodzajem i liczbą jednostek, przy czym prawa te nie mogą być indywidualizowane na wniosek inwestora lub w inny sposób modyfikowane (identyczne prawa).⁴⁵⁴ Ponadto handel oparty na standaryzacji musi opierać się wyłącznie na cenie, a do zawarcia transakcji nie mogą być dołączone żadne zindywidualizowane warunki (identyczny proces nabycia).⁴⁵⁵

251

b. Możliwość odsprzedaży na rynku kapitałowym

Zbywalność wymagana jako cecha charakterystyczna zbywalnych papierów wartościowych opiera się na zbywalności na rynku kapitałowym.⁴⁵⁶ Wymaga to również, aby papiery wartościowe mogły być

252

⁴⁵³ Prawa do wartości, które są reprezentowane przez żetony, na przykład.

⁴⁵⁴ Por. także Tytuł I. Rozdział I.1.2 dotyczący normalizacji poprzez równoważność funkcjonalną w przypadku nieuregulowanego depozytu (*depositum irregulare*).

⁴⁵⁵ *Seggermann w Brandl/Saria, WAG*, wydanie 2, § 1, nota marżowa 56.

⁴⁵⁶ The Del-VO 2017/568 on MiFID II, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/568/oj, zawiera w art. 1 definicję wolnego handlu.

przedmiotem obrotu na platformach handlowych, które regularnie przenoszą masowe pozycje podaży i popytu na takie papiery wartościowe przez potencjalne miriady zainteresowanych stron. Oprócz rynków regulowanych, MTF-ów⁴⁵⁷ i OTF-ów⁴⁵⁸ pojęcie platform obrotu, które nie jest ani technicznie, ani prawnie zdefiniowane, obejmuje również podmioty systematycznie internalizujące transakcje, tj. zarówno giełdowe, jak i pozagiełdowe. Liczy się⁴⁵⁹ nie faktyczny obrót papierami wartościowymi, lecz jedynie podstawowa możliwość ich zaoferowania lub złożenia wniosku w dużej liczbie. Odpowiednio obszerne zagadnienie jest zatem niezbędne od samego początku. W przeciwieństwie do rynków regulowanych, nie ma jednak wymogu dotyczącego swobodnego przepływu kapitału.⁴⁶⁰

253 Dla kryterium zbywalności nie ma znaczenia, czy rynek kapitałowy jest zorganizowany, tzn. czy jest to rynek regulowany i nadzorowany przez państwo, czy też nie, ponieważ zbywalność opiera się na wszystkich rynkach kapitałowych. Rynek kapitałowy nie jest wyraźnie zdefiniowany prawnie, ale zasadniczo obejmuje nie tylko publiczne rynki regulowane ("giełdy"), ale również prywatne rynki kapitałowe, takie jak wspomniane powyżej MTF i OTF, a także rynki pozagiełdowe. W

Zbywalne papiery wartościowe uznaje się zatem za swobodnie zbywalne, jeżeli mogą być przedmiotem obrotu między stronami transakcji, a następnie przeniesione, oraz jeżeli wszystkie papiery wartościowe należące do tej samej kategorii co dany papier wartościowy są zamienne.

⁴⁵⁷ Multilateral Trading Facility / Multilateral Trading System; MHS.

⁴⁵⁸ Zorganizowany system handlu / Zorganizowany system handlu; BHP.

⁴⁵⁹ OTC-Trade; przez ladę.

⁴⁶⁰ *Seggermann w Brandl/Saria*, WAG, wydanie 2, § 1, marża nr 54.

związku z tym, zdecentralizowane giełdy (DEX) stanowią również⁴⁶¹ część rynków kapitałowych i finansowych. Jak wyjaśniono powyżej, nie jest istotne, aby papiery wartościowe lub zdematerializowane papiery wartościowe były rzeczywiście przedmiotem obrotu, ale wystarczy, że obrót tymi produktami inwestycyjnymi jest możliwy.⁴⁶²

Co więcej, element zbywalności nie wymaga swobodnego obrotu. 254 Zgodnie z art. 51 ust. 1 MiFID II, swobodny obrót jest⁴⁶³ wymagany wyłącznie w przypadku obrotu na rynkach regulowanych. Nawet instrumenty o ograniczonej zbywalności mogą w zasadzie stanowić zbywalne papiery wartościowe. Limit ten jest określony przez przepisy prawa spółek. Nie można na przykład zakładać zbywalności w

⁴⁶¹ Zdecentralizowane protokoły oparte na technologii rozproszonej księgi popytu (Distributed Ledger Technology), takie jak łańcuch blokowy, które nie mają centralnego operatora i są de facto obsługiwane przez sumę ich użytkowników jako całość, czyli samą sieć. Jeżeli obrót instrumentami finansowymi odbywa się w takich sieciach peer-to-peer, znanych również jako zdecentralizowane organizacje autonomiczne (DAO), które umożliwiają bezkompromisową i nieprzekazywalną transmisję ("nadawanie") państw (w przeciwieństwie do sieci torrent, które również są zdecentralizowane), należy również uwzględnić regulacje rynku finansowego. Często spotykaną cechą takiego DEX-u, w przeciwieństwie do rynków kapitałowych z centralnym pośrednikiem, jest to, że łączą one kojarzenie, jak również rozliczanie i rozrachunek, przynajmniej dopóki rozrachunek nie jest prawnym środkiem płatniczym, ale wyłącznie w żetonach. W odniesieniu do prawa spółek powstaje pytanie, czy takie zdecentralizowane sieci lub DAO są spółkami nieposiadającymi osobowości (społeczności prawa osobistego), jak zwykła spółka osobowa w rozumieniu art. 649 ff lub art. 680 ff PGR.

⁴⁶² BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, ostatnio zmieniony 26.07.2018.

⁴⁶³ Art. 40 ust. 1 akapit drugi MiFID I; por. art. 55b ust. 5 rozporządzenia bankowego.

przypadku udziałów w GmbH, ponieważ podlegają⁴⁶⁴ one specjalnym przepisom dotyczącym przenoszenia własności.⁴⁶⁵ Nawet w przypadku imiennych papierów wartościowych⁴⁶⁶ należy zbadać w każdym indywidualnym przypadku, czy są one zbywalne w wyżej wymienionym sensie. Z art. 35 ust. 2 MiFID-DVO wynika⁴⁶⁷, że nawet papiery wartościowe, które nie są przedmiotem swobodnego obrotu, mogą być klasyfikowane jako zbywalne papiery wartościowe. Jednakże, jak wyjaśniono powyżej, ograniczona zbywalność wyklucza dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym.

c. Przekazywalność

255

Zbywalność na rynku kapitałowym zakłada częstą możliwość obrotu, dlatego też nie można przywiązywać szczególnego znaczenia do elementu zbywalności jako takiego. Możliwość odsprzedaży w ramach prawa rynku kapitałowego wymaga czegoś więcej niż tylko możliwości odsprzedaży. W odniesieniu do zbywalności, należy odpowiednio uwzględnić zbywalność. Jeśli na rynku kapitałowym istnieje zbywalność, należy również założyć, że jest ona zbywalna.⁴⁶⁸

⁴⁶⁴ Obowiązek posiadania aktu notarialnego w Austrii zgodnie z § 76 ust. 2 GmbHG; wymóg notarialnego poświadczenia w rejestrze handlowym przeniesienia udziału w spółce zgodnie z art. 403 ust. 4 PGR.

⁴⁶⁵ *Seggermann w Brandl/Saria*, WAG, wydanie 2, § 1, marza nr 54.

⁴⁶⁶ Podczas gdy w przypadku papierów wartościowych na okaziciela jedynie posiadacz zabezpieczenia może dochodzić wynikających z niego praw, w przypadku papierów wartościowych imiennych jedynie osoba, w której imieniu zabezpieczenie jest zarejestrowane, może dochodzić wynikających z niego praw.

⁴⁶⁷ Rozporządzenie 1287/2006, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁴⁶⁸ *Seggermann w Brandl/Saria*, WAG, wydanie 2, § 1, Rz 55.

2.3.2 Kapitałowe i niekapitałowe zbywalne papiery wartościowe

Zbywalne papiery wartościowe zgodnie z załącznikiem 2 sekcja C do Prawa bankowego mogą być strukturyzowane na różne sposoby. Z jednej strony uwzględnia się⁴⁶⁹ instrumenty kapitałowe, takie jak akcje lub udziały w spółkach (osobowych) lub podobne instrumenty (kapitał własny), jak również certyfikaty (kwity depozytowe lub kwity depozytowe) na takie papiery wartościowe (podobne do akcji, takie jak ETF⁴⁷⁰), a z drugiej strony uwzględnia się również instrumenty nieudziałowe, takie jak instrumenty dłużne i pochodne lub strukturyzowane produkty finansowe.⁴⁷¹ Instrumenty dłużne są definiowane jako obligacje lub (sekurytyzowane) instrumenty dłużne, w tym certyfikaty na nich.⁴⁷² Jednakże, biorąc pod uwagę definicję zbywalnych papierów wartościowych, brak sekurytyzacji nie może prowadzić do cofnięcia statusu instrumentu finansowego.⁴⁷³

Kwity depozytowe, o których mowa powyżej, są zbywalnymi certyfikatami stanowiącymi własność akcji lub ETF⁴⁷⁴ i są notowane i znajdują się w obrocie w walucie rynku, na którym są przedmiotem obrotu. Ideą

⁴⁶⁹ Załącznik 2 sekcja C nr 1 lit. a do BankG.

⁴⁷⁰ Wymiana funduszy handlowych.

⁴⁷¹ Por. w sprawie terminologii *Seggermann w Brandl/Saria*, WAG, wydanie 2, § 1, Rz 58.

⁴⁷² Załącznik 2 sekcja C nr 1 lit. b do BankG; powszechne jest również rozróżnienie między udziałowymi papierami wartościowymi (instrumenty udziałowe) i nieudziałowymi papierami wartościowymi (instrumenty dłużne).

⁴⁷³ *Seggermann w Brandl/Saria*, WAG, wydanie 2, § 1, marża nr 58.

⁴⁷⁴ Albo na przykład obligacje. W tym przypadku nie jest to już oczywiście instrument podobny do akcji, ale niekapitałowy lub nawet bardziej specyficzny instrument dłużny.

kwitów depozytowych jest ułatwienie zakupu, przechowywania lub sprzedaży papierów wartościowych przez inwestorów poza ich rynkiem macierzystym, a tym samym ułatwienie (pośredniego) obrotu instrumentami finansowymi leżącymi u podstaw certyfikatów w różnych jurysdykcjach. Podstawa reprezentowana przez Certyfikaty jest zdeponowana w banku powierniczym działającym jako powiernik. W ten sposób certyfikat sekurytyzuje lub reprezentuje depozyt prawa do instrumentu finansowego, a zatem jest instrumentem na mocy prawa zobowiązań (pozycja akcjonariusza na mocy prawa zobowiązań, a zatem podobna do kapitału własnego).⁴⁷⁵

- 258 Definicja w załączniku 2 sekcja C nr 1 lit. c do Prawa bankowego - *wszystkie inne papiery wartościowe, które uprawniają posiadacza do kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub skutkują wypłatą gotówki* - obejmuje formy finansowania typu mezzanine lub strukturyzowane produkty finansowe.⁴⁷⁶ Strukturalne produkty finansowe są instrumentami opartymi na jednym lub kilku instrumentach bazowych, a także posiadają element pochodny (połączenie instrumentu pieniężnego z instrumentem pochodnym w celu utworzenia jednostki gospodarczej i prawnej).⁴⁷⁷ MiFIR definiuje strukturyzowane produkty finansowe jako *papiery wartościowe tworzone w celu zabezpieczenia i przeniesienia ryzyka*

⁴⁷⁵ Seggermann w *Brandl/Saria*, WAG, wydanie 2, § 1, Rz 93 i 99 w związku z art. 2 ust. 1 nr 27 MiFIR.

⁴⁷⁶ Artykuł 2 ust. 1 nr 29 MiFIR w związku z art. 4 ust. 1 nr 44 lit. c MiFID II.

⁴⁷⁷ BaFin, okólnik 08/2017 (VA) - Pochodne instrumenty finansowe i produkty strukturyzowane z 30.08.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html.

kredytowego związanego z pulą aktywów finansowych i które uprawniają posiadacza papierów wartościowych do otrzymywania regularnych płatności uzależnionych od przepływów pieniężnych z tytułu aktywów bazowych. Odnosi się to w⁴⁷⁸ szczególności do sekurytyzacji wierzytelności w papierach wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABS), która zazwyczaj prowadzona jest z udziałem sekurytyzacyjnych spółek celowych.⁴⁷⁹ Pozostałe papiery wartościowe obejmują również wszystkie standardowe opcje, które w istotny sposób reprezentują obligacje z

⁴⁷⁸ Art. 2 ust. 1 nr 28 MiFIR. Produkty strukturyzowane są zazwyczaj pochodnymi instrumentami finansowymi składającymi się z kilku składników. Na przykład produkty ochrony kapitału, produkty zwiększające rentowność, produkty związane z udziałami lub produktami wykorzystującymi dźwignię finansową. Por. Liechtenstein Bankers Association, Information Brochure on the types and risks of financial instruments, 3rd edition, electronic edition No. B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>, p 25 ff.

⁴⁷⁹ Pojazd specjalnego przeznaczenia do celów sekurytyzacji (SSPV - Securitization Special Purpose Vehicle). W przypadku tych krótkoterminowych programów emerytalnych rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji lub rozporządzenie w sprawie krótkoterminowych programów emerytalnych (proste, przejrzyste i znormalizowane) będzie miało w przyszłości zastosowanie, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (Status w 2019 r. dla EOG: akt przyjęty podlegający kontroli EOG EFTA, <https://www.efta.int/eea-lex/32017R2402>, dostęp: 15.09.2019, 17:24).

dodatkowymi opcjami,⁴⁸⁰⁴⁸¹ zamianą lub wymianą praw do⁴⁸² instrumentów kapitałowych, warrantów (opcji sekurytyzowanych) lub instrumentów skutkujących wypłatą środków pieniężnych.⁴⁸³

- 259 Instrumenty kapitałowe reprezentują pozycję własnościową wraz z udziałem w zyskach i stratach (podział zysków w formie dywidendy) i zazwyczaj z prawem głosu, nie są ograniczone w czasie i mają wartość nominalną (udział w kapitale własnym podobny do udziału akcjonariuszy). Z drugiej strony posiadacze instrumentów dłużnych zajmują pozycję wierzyciela i w związku z tym nie są uprawnieni do udziału w zyskach, lecz do spłaty długu i odsetek (odsetki od zadłużenia).⁴⁸⁴ Ponadto, są one ograniczone terminem.

2.3.3 Transakcje na instrumentach pochodnych

260

⁴⁸⁰ Obligacja warrantowa jest to obligacja z prawem opcji na zakup akcji emitenta. Obligacja ta istnieje nadal po wykonaniu opcji. Prawo opcji może być przedmiotem oddzielnego obrotu na giełdzie.

⁴⁸¹ Obligacje wymienne to obligacje z prawem do zamiany na kapitał własny trzeciej spółki.

⁴⁸² Obligacja zamienna jest obligacją z prawem zamiany obligacji na akcje spółki będącej jej emitentem, przy czym obligacja ta przestaje istnieć po zamianie.

⁴⁸³ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, ostatnio zmieniony 26.07.2018.

⁴⁸⁴ Obligacje zerokuponowe lub tzw. obligacje zerokuponowe są szczególną formą obligacji, w której nie są naliczane ani wypłacane bieżące odsetki. Odsetki w całym okresie wypłacane są wyłącznie od różnicy pomiędzy (niższą) ceną emisyjną a (wyższą) ceną wykupu. Innymi słowy, obligacja zerokuponowa jest obligacją bez kuponów odsetkowych.

Poza załącznikiem 2 sekcja C nr 1 lit. c do Prawa bankowego, pochodne instrumenty finansowe są również zdefiniowane w nr 4-10 część cyt.⁴⁸⁵ W związku z tym instrumenty pochodne są instrumentami finansowymi, których wartość wynika z wyników osiąganych przez aktywa bazowe (bazowe). Ponieważ dla każdej pozycji istnieje pozycja kompensująca, instrumenty pochodne są grą o sumie zerowej, ponieważ płatności tych dwóch razem sumują się do zera. Rozróżnia się pomiędzy warunkowymi lub asymetrycznymi (opcje) oraz bezwarunkowymi lub symetrycznymi transakcjami terminowymi typu forward (futures, forward i swapy).⁴⁸⁶

W odróżnieniu od bezwarunkowych transakcji terminowych typu "forward", opcje dają możliwość wyboru, czy transakcja powinna być wykonana w terminie zapadalności czy też nie. Tylko jedna z umawiających się stron podejmuje zobowiązanie, podczas gdy druga strona ma prawo, opcję.⁴⁸⁷ Rozróżnia się opcje amerykańskie (prawo do wykonania w określonym czasie) oraz opcje europejskie (wykonanie w terminie), przy czym obie formy opcji występują zarówno w Europie, jak i w Ameryce, niezależnie od nadanej im nazwy. Nabywca opcji płaci sprzedawcy premię za to prawo. Sprzedający jest zobowiązany do realizacji transakcji w momencie wykonania opcji przez kupującego. Potencjalna strata kupującego jest równa premii opcyjnej, podczas gdy

⁴⁸⁵ Na podstawie art. 2 ust. 1 nr 29 MiFIR w związku z art. 4 ust. 1 nr 44 lit. c) oraz załącznikiem I sekcja C ust. 4-10 MiFID II; por. również art. 2 nr 5 EMIR.

⁴⁸⁶ Por. *Seggermann w Brandl/Saria*, WAG, wydanie 2, § 1, nota wyjaśniająca 63.

⁴⁸⁷ Zob. również pary definicji: long call (prawo do kupna) i short call dla kontrahentów (obowiązek sprzedaży), a także long put (prawo do sprzedaży) i antonim short put (obowiązek kupna). Pozycja długa odpowiada właścicielowi, a pozycja krótka - twórcy.

sprzedający jest narażony na teoretycznie nieograniczoną potencjalną stratę z ograniczonym potencjałem zysku. Przykładowe opcje to caps, floors, credit link notes lub credit default swaps.⁴⁸⁸

262 Jednakże w przypadku bezwarunkowych lub symetrycznych instrumentów pochodnych, równoważne prawa i obowiązki istnieją w momencie zawarcia umowy. Ryzyko jest również odpowiednio rozłożone symetrycznie. Jeżeli cena aktywów bazowych ulegnie zmianie, jest to odpowiednio odzwierciedlone w profilach zysków i strat kupującego lub sprzedającego. Uzgodnione umownie świadczenia mają być spełnione bez żadnych dodatkowych warunków. Forwardy i kontrakty terminowe są standaryzowane i są przedmiotem obrotu na giełdach kontraktów terminowych, natomiast kontrakty terminowe typu forward są kontraktami prywatnymi bez odpowiedniej standaryzacji i⁴⁸⁹są przedmiotem obrotu pozagiełdowego, tj. pozagiełdowego. Swapy są natomiast (standaryzowanymi) transakcjami pozagiełdowymi, które mają na celu wymianę przyszłych przepływów pieniężnych (dwie strony wymieniają przepływy pieniężne z instrumentu finansowego jednej strony na przepływy pieniężne z instrumentu finansowego drugiej strony).⁴⁹⁰

263 Kontrakty na instrumenty pochodne charakteryzują się tym, że są to transakcje terminowe typu forward, które różnią się od transakcji na

⁴⁸⁸ Por. *Seggermann w Brandl/Saria, WAG*, wydanie 2, § 1, nota wyjaśniająca 63.

⁴⁸⁹ Instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym to kontrakty pochodne, które zgodnie z art. 2 Nr 7 EMIR nie są realizowane na rynkach regulowanych w rozumieniu art. 4 ust. 1 Nr 14 MiFID I. Porównaj odpowiednik giełdowych instrumentów pochodnych w art. 2 art. 1 nr 32 MiFIR.

⁴⁹⁰ *Seggermann w Brandl/Saria, WAG*, wydanie 2, § 1, nota marżowa 63.

rynku kasowym tym, że zawarcie i realizacja transakcji nie zbiegają się w czasie. W szczególności, data zawarcia transakcji mającej znaczenie dla ceny oraz data rozliczenia mająca znaczenie dla wartości rozkładają się w czasie, przy czym wartość ta zależy od wyników zmiennej referencyjnej, czyli instrumentu bazowego, który jest wykorzystywany jako podstawa. Oznacza to, że zawarcie i realizacja umowy są odrębne, a rozliczenie następuje dopiero w późniejszym terminie.⁴⁹¹

Instrumenty pochodne wykorzystywane są zarówno do zabezpieczania (zabezpieczania transakcji po cenie w celu zabezpieczenia przed określonymi rodzajami ryzyka), realizacji wolnych od ryzyka zysków poprzez jednoczesną realizację transakcji kompensujących na różnych rynkach (arbitraż, wykorzystywanie nieefektywności rynku), jak i do spekulacji (zakładanie się) na temat przyszłego kształtowania się ceny (zmiennej rynkowej). Należy⁴⁹²⁴⁹³ zauważyć, że standaryzowane kontrakty na instrumenty pochodne podlegają niekiedy obowiązkowi 264

⁴⁹¹ *Seggermann w Brandl/Saria, WAG, wydanie 2, § 1, Rz 62.*

⁴⁹² *Seggermann w Brandl/Saria, WAG, wydanie 2, § 1, nota marżowa 63.*

⁴⁹³ Art. 28 MiFIR.

obrotu na rynku regulowanym, MTF lub OTF, pod warunkiem że podlegają one obowiązkowi rozliczania⁴⁹⁴, dopuszczeniu do obrotu w systemie obrotu⁴⁹⁵ i wystarczającej płynności.⁴⁹⁶

- 265 W związku z żetonami pojawia się w szczególności pytanie, czy istnieje umowa na instrumenty pochodne, jeżeli żeton jest wydawany jako posiadacz, np. w standardzie ERC-20 na łańcuchu blokowym

⁴⁹⁴ Artykuł 4 EMIR (rozporządzenie w sprawie infrastruktury rynku europejskiego), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2012/648/oj>, przewiduje obowiązek rozliczania kontraktów dotyczących instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym pomiędzy kontrahentami finansowymi (kontrahentem finansowym; FC) zgodnie z art. 2 ust. 8 rozporządzenia UE 648/2012 lub pomiędzy kontrahentami niefinansowymi zgodnie z art. 10 ust. 1 lit. b) akapit pierwszy lit. b) ppkt (kontrahent niefinansowy Plus; NFC+).

⁴⁹⁵ Test miejsca.

⁴⁹⁶ Test płynności; art. 32 ust. 1 i 3 MiFIR w związku z art. 5 ust. 2 i 4 EMIR w związku z DelVO 2016/2020, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2020/oj. Ponadto strony te muszą codziennie wyceniać nierozliczone instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym (art. 11 ust. 2 EMIR w związku z art. 16 i 17 DelVO 149/2013, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2013/149/oj) oraz wymieniać zabezpieczenia na niecentralnie rozliczane (dwustronne) instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym (art. 11 ust. 3 EMIR w związku z DelVO 2016/2251, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2251/oj). Obowiązek złożenia zabezpieczenia istnieje zarówno dla zmiennego depozytu zabezpieczającego (codzienne wahania rynku), jak i depozytu wstępnego (zabezpieczenie, które należy złożyć w izbie rozliczeniowej po otwarciu pozycji w kontrakcie pochodnym). Natomiast obowiązek zgłaszania zgodnie z art. 9 EMIR do repozytorium transakcji (osoby prawnej zgodnie z art. 2 nr 2 EMIR) ma zastosowanie do wszystkich transakcji, zmian lub wypowiedzeń kontraktów na instrumenty pochodne (podlegających zgłoszeniu zgodnie z załącznikiem I sekcja C nr 4-10 MiFID II) FC, NFC+, NFC i CCP (partnerów centralnych zgodnie z art. 2 nr 1 EMIR).

Ethereum, a następnie ma być "zamieniony" na rodzimą monetę specjalnie opracowanego łańcucha blokowego. Jeżeli jednak takie żetony są emitowane wyłącznie w ramach pozyskiwania środków finansowych jako etap pośredni w trakcie realizacji technicznej, w celu ich wymiany lub wykupu w późniejszym terminie w stosunku 1:1 w stosunku do rodzimej monety z własnego łańcucha blokowego, nie istnieje żaden instrument pochodny, a tym samym żaden instrument finansowy, ponieważ w tym przypadku moment zawarcia transakcji mający znaczenie dla ceny nie różni się od momentu realizacji transakcji mającego znaczenie dla wartości. Ze względu na stały wskaźnik wymiany nie jest również możliwe spekulowanie na zmianach cen lub wartości. Z ekonomicznego i technicznego punktu widzenia takie żetony muszą być również wymieniane, ponieważ w przeciwnym razie nigdy nie będą w stanie spełnić swojej funkcji i będą faktycznie bezwartościowe.

a. Pochodne instrumenty towarowe

Wreszcie, dyrektywa MiFID II rozszerzyła zakres jej stosowania o towarowe instrumenty pochodne. Są to instrumenty finansowe zgodnie z załącznikiem I sekcja C nr 5, 6, 7 i 10 do MiFID II.⁴⁹⁷ Obejmują one wszystkie opcje, kontrakty terminowe typu futures, swapy i inne kontrakty na instrumenty pochodne odnoszące się do towarów, co należy rozumieć jako oznaczające, że instrument pochodny musi odnosić się do ceny towaru. Towary te nie obejmują usług, prawnych środków płatniczych, własności intelektualnej ani innych praw.⁴⁹⁸

266

⁴⁹⁷ Art. 2 ust. 1 nr 30 MiFIR.

⁴⁹⁸ *Seggermann w Brandl/Saria, WAG, wydanie 2, § 1, Rz 70.*

267

Pojęcie towarów wywodzi się z rozporządzenia delegowanego do MiFID II, zgodnie z którym towary o charakterze zamiennym mają być rozumiane jako towary, które mogą zostać dostarczone. Per verba legalia, obejmuje to w szczególności metale, jak również rudy i różne stopy potrzebne do tego celu, produkty rolne i energii w postaci energii elektrycznej.⁴⁹⁹ Definicja ta opiera się na rozporządzeniu wykonawczym do MiFID I.⁵⁰⁰ Motyw 22 tego rozporządzenia wykonawczego stanowi, że prawo Unii przewiduje różne wyjątki od zakresu systemu MiFID dla towarowych instrumentów pochodnych jako instrumentów finansowych. Wyjątek ten został ostatecznie potwierdzony w art. 2 ust. 1 lit. j) dyrektywy MiFID II.⁵⁰¹

268

W związku z tym dyrektywa MiFID II nie ma zastosowania do "osób⁵⁰² dokonujących na własny rachunek transakcji w towarowych instrumentach pochodnych lub certyfikatach emisyjnych lub ich pochodnych, w tym animatorów rynku, ale z wyłączeniem osób dokonujących transakcji na własny rachunek podczas wykonywania zleceń klientów lub osób świadczących usługi inwestycyjne inne niż transakcje na własny rachunek na rzecz klientów lub dostawców ich głównej działalności w zakresie towarowych instrumentów pochodnych lub certyfikatów emisyjnych lub ich pochodnych, o ile" techniki handlu algorytmicznego wysokiej częstotliwości nie są wykorzystywane do tego celu, jest to jedynie działalność pomocnicza,

⁴⁹⁹ Art. 2 nr 6 rozporządzenia wykonawczego 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁵⁰⁰ Artykuł 2 nr 1 rozporządzenia 1287/2006, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁵⁰¹ Seggermann w Brandl/Saria, WAG, wydanie 2, § 1, nota wyjaśniająca 69.

⁵⁰² Art. 2 ust. 1 lit. j) MiFID II.

główną usługą nie może być świadczenie usług bankowych, inwestycyjnych lub usług animacji rynku, a wyjątek ten jest zgłaszany corocznie właściwemu organowi nadzoru.

Towarowe instrumenty pochodne dzieli się na instrumenty pochodne 269 odnoszące się do towarów: (i) które muszą być rozliczane w środkach pieniężnych lub mogą być rozliczane w środkach pieniężnych na żądanie strony (załącznik 2 sekcja C nr 5 ustawy o bankowości), (ii) które mogą być fizycznie dostarczone, pod warunkiem że towary te są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, MTF lub OTF (nr 6 element cit), (iii) które mogą być fizycznie dostarczone, ale nie są wymienione w nr 6 element cit i służą celom niehandlowym (nr 7 element cit).

b. Różnica w stosunku do dokumentów tradycyjnych lub towarowych (prawo cywilne)

Towarowych instrumentów pochodnych, których wartość pochodzi z 270 towarów, nie należy mylić z tzw. towarami lub tradycyjnymi papierami wartościowymi. Tradycyjne dokumenty prawa handlowego, takie jak konosamenty, kwity składowe lub załadownicze,⁵⁰³ poświadczają prawo do wydania rzeczywistego przedmiotu i reprezentują przedmiot w taki sposób, że poprzez rozporządzanie takim tradycyjnym dokumentem przedmiot reprezentowany jest jednocześnie rozporządzany w rozumieniu prawa rzeczowego.⁵⁰⁴ Co do zasady, takie papiery wartościowe nie stanowią instrumentów finansowych, chyba że są standaryzowane.

⁵⁰³ Por. art. 374 ust. 1 ADHGB oraz art. 387 i 504 SR.

⁵⁰⁴ BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 06.01.2009, ostatnio zmieniony 17.02.2014; okólnik BaFin 6/1998 - Erläuterungen zur Grosskredit- und Millionenkreditverordnung, 05.05.1998.

Ta podstawowa idea została również wzięta pod uwagę przy ustanawianiu w TVTG odrębnej regulacji prawa cywilnego w zakresie nadawania,⁵⁰⁵ a żetony stanowią niekiedy te same zabezpieczenia cywilnoprawne lub, w przypadku braku sekurytyzacji w dokumencie, prawa do wartości lub prawa własności. Cywilnoprawne papiery wartościowe nie mogą być utożsamiane z regulacyjnym lub publicznoprawnym pojęciem zbywalnych papierów wartościowych, a tym samym z instrumentami finansowymi. Te ostatnie stanowią jedynie podzbiór (cywilnoprawnych) papierów wartościowych. Można pozostawić otwartą kwestię, czy zgodnie z przepisami prawa rzeczowego roszczenie o zwrot, a tym samym własność, może być "destylowane" lub wyekstrahowane jako pełne prawo z samego przedmiotu - poza towarem, który został przekazany przewoźnikowi lub magazynowi⁵⁰⁶ - w ogóle, ponieważ w art. 7 ust. 1 TVTG należy uregulować, że rozporządzanie tokenem ma również skutek rozporządzania prawem reprezentowanym przez token. W ten sposób można symbolizować prawo własności do wszystkich możliwych do wyobrażenia rzeczy. Jeśli ta synchronizacja skutków prawnych pomiędzy przekazaniem żetonu a reprezentowanym w nim prawem nie następuje automatycznie, osoba zobowiązana do dysponowania żetonem musi zapewnić ten skutek.⁵⁰⁷ Również zgodnie z § 81a Działu Końcowego PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93 możliwe jest reprezentowanie wszystkich praw w prawie do wpisu do ksiązki.⁵⁰⁸

⁵⁰⁵ Por. art. 1 ust. 1 lit. a) i tytuł II TVTG, zmienione przez BuA 2019/93.

⁵⁰⁶ Art. 504 SR.

⁵⁰⁷ Art. 7 ust. 2 TVTG.

⁵⁰⁸ Por. materiały ustawodawcze BuA 2019/54, s. 111.

Nawet jeśli ma być zapewnione, co do zasady, że przy przekazaniu żetonu nie zostanie dokonane żadne inne zbycie przedmiotu, do którego żeton reprezentuje prawo własności, to przy analogicznym zastosowaniu prawa własności (które w TVTG jest ogólnie określane jako "funkcjonalnie odpowiednie zastosowanie") możliwe jest, że ktoś nabędzie żeton lub prawo do rozporządzania nim w dobrej wierze, podczas gdy inny nabędzie przedmiot reprezentowany przez ten żeton w tej samej dobrej wierze. Również w tym przypadku musi obowiązywać analogicznie, że pierwszeństwo przed żetonem ma działający w dobrej wierze nabywca przedmiotu.⁵⁰⁹

272

2.3.4 Jednostki w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania

Załącznik I sekcja C nr 3 do MiFID II definiuje jednostki uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania jako instrumenty finansowe. Odnosi się to do jednostek uczestnictwa we wszystkich programach zbiorowego inwestowania, co zostało wyjaśnione w prawie krajowym w załączniku 2 sekcja C nr 3 Prawa bankowego. Zgodnie z tym ubezpieczeniem objęte są jednostki w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe (tzw. UCITS według UCITSG⁵¹⁰), jednostki w przedsiębiorstwach inwestycyjnych⁵¹¹ oraz jednostki w alternatywnych funduszach inwestycyjnych (AFI⁵¹²).

273

⁵⁰⁹ Art. 504 ust. 2 SR.

⁵¹⁰ Artykuł 3 ust. 1 wiersz 1 UCITSG (ustawa o przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe na podstawie dyrektywy w sprawie UCITS 2009/65/WE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

⁵¹¹ Artykuł 3 ust. 1 lit. a) IUG.

⁵¹² Art. 4 ust. 1 nr 1 ZAFI.

Fundusz w ramach UCITSG jest przedsiębiorstwem⁵¹³ zbiorowego inwestowania, którego jedynym celem jest inwestowanie środków pieniężnych pochodzących od inwestorów (zwanymi dalej "publicznymi") na zbiorowy rachunek w papiery wartościowe i/lub płynne aktywa finansowe zgodnie z zasadami rozłożenia ryzyka oraz wypłata lub umorzenie jednostek uczestnictwa na wniosek ich posiadaczy; dlatego też UCITS są zawsze funduszami otwartymi i nadają się tylko do funduszy zamkniętych AFI.⁵¹⁴ W związku z tym UCITSG przewiduje regulacje dotyczące produktów i może być inwestowany wyłącznie w akcje lub równoważne papiery wartościowe będące przedmiotem członkostwa, dłużne papiery wartościowe i inne zbywalne papiery wartościowe.⁵¹⁵ Chociaż jednostki funduszu UCITS mogą być zatem emitowane w formie żetonów zabezpieczających, nie jest możliwe inwestowanie w klasyczne waluty kryptograficzne, takie jak BTC lub ETH.⁵¹⁶ Jednakże, jeżeli dopuszczalne papiery wartościowe, z których mogą być tworzone aktywa funduszu UCITS, zostały

⁵¹³ W odniesieniu do łańcucha blokowego, w którym na przykład opłaty transakcyjne są uiszczane posiadaczom żetonów w ramach mechanizmu dowodu udziału, można założyć, że taki organizm również istnieje. To samo można by argumentować w odniesieniu do Bitcoin, ponieważ moc obliczeniowa (lub przynajmniej wymagana do tego energia elektryczna) jest udostępniana w ramach mechanizmu weryfikacji poprawności działania i dlatego może stanowić połączenie kapitału. Zdecentralizowana sieć może być postrzegana jako proste przedsiębiorstwo lub spółdzielnia, a więc jako organizm. Jednak w przypadku technologii zdecentralizowanych znalezienie regulatora będzie praktycznie niemożliwe.

⁵¹⁴ Por. art. 1 ust. 2 lit. b UCITSD; por. także *Volhard/Jang* w *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 1 KAGB, Rz 39.

⁵¹⁵ Art. 3 ust. 1 pkt 1 w związku z pkt 16 i art. 51 UCITSG.

⁵¹⁶ Takie fundusze znane jako "fundusze kryptograficzne" mogą być tworzone wyłącznie jako AFI.

oznaczone symbolami, czasami możliwe jest inwestowanie w żetony bezpieczeństwa.

Z kolei ZAFI nie jest regulacją dotyczącą produktów, lecz regulacją w 275 zakresie zarządzania, a inwestycje nie są ograniczone, lecz są możliwe w odniesieniu do wszystkich aktywów lub klas aktywów. Istnieje łączenie kapitału, który jest inwestowany zgodnie z określoną strategią inwestycyjną z korzyścią dla inwestorów. Ponadto⁵¹⁷⁵¹⁸ w ZAFI ani w dyrektywie w sprawie ZAFI nie ma żadnych ograniczeń dotyczących kategorii inwestycji. Definicja kapitału ma być interpretowana bardzo kompleksowo i szeroko. Gromadzenie walut kryptograficznych w rozumieniu tokenów protokolarnych, takich jak BTC lub ETH, może również otworzyć zakres stosowania ZAFI, pod warunkiem podania innych elementów składowych. Oprócz inwestycji w waluty kryptograficzne, możliwe jest również emitowanie jednostek funduszu w formie żetonów zabezpieczających.⁵¹⁹

Natomiast fundusze lub przedsiębiorstwa inwestycyjne w ramach pro- 276 gramu IUA⁵²⁰ to wszystkie przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania (tj. programy zbiorowego inwestowania), które nie są ani UCITS,

⁵¹⁷ Art. 4 ust. 1 nr 1 ZAFI.

⁵¹⁸ Dyrektywa 2011/61/UE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

⁵¹⁹ Należy zauważyć, że wprowadzanie do obrotu jednostek uczestnictwa lub udziałów w AFI jest zharmonizowane wyłącznie dla inwestorów branżowych (por. art. 43 ust. 1 akapit drugi dyrektywy w sprawie ZAFI). Liechtenstein skorzystał z klauzuli otwierającej zgodnie z art. 43 ust. 1 akapit pierwszy ZAFI i zgodnie z art. 129 ZAFI możliwe jest wprowadzanie AFI do obrotu wśród inwestorów detalicznych w Liechtensteinie. Jednakże takie AFI nie kwalifikują się do paszportu.

⁵²⁰ Również IUG 2015; LGBl nr 2016.045.

ani AFI i są skierowane wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych i nie gromadzą kapitału.⁵²¹ Kapitał, który ma być zainwestowany, nie jest gromadzony w pierwszej kolejności, ale raczej tworzona jest pula ryzyka wśród inwestorów, którzy decydują się na wspólne inwestowanie posiadanych lub posiadanych przez nich aktywów w przedsiębiorstwo inwestycyjne.⁵²²

- 277 Zgodnie z art. 15 ZAFI udziały lub jednostki uczestnictwa w AFI uznaje się za zbywalne papiery wartościowe, jeżeli są one standaryzowane i zbywalne zgodnie z dokumentami założycielskimi AFI, a ich zbywalność nie jest ograniczona. Oznacza to, że cechy zbywalnych papierów wartościowych są również brane pod uwagę w odniesieniu do jednostek uczestnictwa w funduszu. Zbywalne papiery wartościowe mogą być generalnie reprezentowane za pomocą żetonów, ponieważ tokenizacja jest realizowana jedynie na poziomie technicznym bez ingerencji w cechy lub fakty zbywalnych papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. W związku z tym możliwe jest korzystanie z paszportu europejskiego w odniesieniu do jednostek funduszy, jak również zbywalnych papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych w drodze procedury notyfikacji ("paszportu") zatwierdzonych prospektów emisyjnych papierów wartościowych w odniesieniu do tokenów papierowych w celu publicznego

⁵²¹ Artykuł 3 ust. 1 lit. a) IUG.

⁵²² BuA 2015/89, 25 f.

oferowania tokenów lub instrumentów finansowych w UE lub EOG lub dopuszczenia ich do obrotu na rynku regulowanym.⁵²³

2.3.5 Wniosek dotyczący nadzorczej perspektywy symbolizacji

W sensie kontenera, żetony mogą zawierać wszystkie prawa określone w MiFID II lub w Prawie Bankowym, które są sekurytyzowane przez instrumenty finansowe i dlatego mogą również stanowić instrumenty finansowe - nie jako fizyczne papiery wartościowe, ale jako zdematerializowane prawa do wartości lub aktywów. Należy zauważyć, że żetony stanowią jedynie warstwę techniczną i nie stanowią odrębnego rodzaju instrumentu finansowego. Inny wniosek dotyczący możliwości symbolizacji instrumentów finansowych byłby fatalny i znacznie bardziej dalekosiężny, a ponadto byłby błędny ze względu na ochronę inwestorów, ponieważ w tym przypadku wszystkie żetony bezpieczeństwa musiałyby zostać pozbawione statusu instrumentów finansowych i brzęczałyby na rynku finansowym całkowicie wolnym od regulacji, chociaż ostatecznie reprezentują instrumenty finansowe.

278

The FMA Liechtenstein has also stated the following with regard to fund units: *"The units of a fund must generally meet the requirements for transferable securities. Co do zasady, zbywalność papierów wartościowych jest*

279

⁵²³ Szczegółowe informacje znajdują się w rozważaniach dotyczących prawa o prospektach emisyjnych papierów wartościowych w rozdziale II.2.6; zob. również komunikat FMA 2019/1, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf> s. 2, w sprawie symbolizacji jednostek uczestnictwa w funduszach.

oceniana na podstawie trzech kryteriów: zbywalności, standaryzacji i zbywalności. W przeciwieństwie do tego, wydanie certyfikatu fizycznego nie jest wymagane [...], dlatego można założyć, że prawo jest neutralne technologicznie (przewaga treści nad formą). Pod tym względem symbolizacja nie powinna być traktowana jako odrębna lub nowa forma prawna, lecz skutkuje obowiązkiem wypełnienia dodatkowych obowiązków.⁵²⁴

- 280 Zbywalność wymagana dla zbywalnych papierów wartościowych musi, co do zasady, być przewidziana w warunkach emisji w momencie emisji tokenów. Praktyczną przeszkodą jest to, że w Liechtensteinie nie ma zorganizowanych centrów handlowych zajmujących się obrotem symbolicznymi instrumentami finansowymi. Również w UE lub EOG nie istnieją jeszcze żadne MTF ani OTF, które zajmują się obrotem tokenami bezpieczeństwa; dodatkową przeszkodą w tym względzie jest to, że izby rozliczeniowe (CCP) i centralne depozyty papierów wartościowych (CSD) musiałyby również przekształcić swoje systemy na instrumenty finansowe oparte na tokenach. Jednakże systemy takie prawdopodobnie powstaną w przewidywalnej przyszłości i dlatego nie istnieją żadne zasadnicze ograniczenia w zbywalności. Subiektywnym elementem woli przeciętnego emitenta jest zaprojektowanie żetonów jako zbywalnych i podlegających obrotowi na rynku kapitałowym, niezależnie od tego, czy istnieją już odpowiednie systemy obrotu. W przeciwnym razie prowadziłyby to do sytuacji, w której z niepewnego jeszcze momentu w przyszłości pojawiłyby się wymogi dotyczące zatwierdzenia (z faktycznej możliwości

⁵²⁴ Komunikat FMA 2019/1 - Dodatkowe obowiązki związane z emisją i umorzeniem oraz prowadzeniem rejestru jednostek uczestnictwa w funduszu z dnia 03.09.2019 r., <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>, s. 2.

wcześniejszego zatwierdzenia tokenów w systemie obrotu), w której odpowiedni krajowy organ nadzoru nie byłby w stanie pełnić swojej funkcji nadzorczej w odpowiednim zakresie ze względu na asymetrię informacji dotyczących nagłego statusu tokena jako instrumentu finansowego.

2.4 Rynki regulowane, MTF i OTF, SI

W odniesieniu do załącznika 2 sekcja A ust. 1 pkt 8 i 9 Prawa bankowego, prowadzenie wielostronnej platformy obrotu (MHS) oraz zorganizowanej platformy obrotu (OHS) są klasyfikowane jako usługi inwestycyjne wymagające licencji.⁵²⁵ Oba te systemy na gruncie prawa prywatnego są klasyfikowane pod ogólnym pojęciem systemu obrotu, obok rynku regulowanego na gruncie prawa publicznego (giełda, handel urzędowy).⁵²⁶ MTF może być prowadzony przez banki, firmy inwestycyjne lub operatora rynku.⁵²⁷ OTF może być również obsługiwany jako usługa inwestycyjna przez te osoby. W odniesieniu do przedsiębiorstw inwestycyjnych, nacisk kładzie się na pełną licencję jako przedsiębiorstwa inwestycyjnego, a nie na te, które posiadają uprawnienia administracyjne.⁵²⁸

281

⁵²⁵ Art. 30t BankG.

⁵²⁶ Art. 3a ust. 1 pkt 5 ustawy o bankowości lub art. 4 pkt 24 MiFID II.

⁵²⁷ Administrator i/lub operator rynku regulowanego na podstawie art. 3a ust. 1 nr 12 ustawy Prawo bankowe.

⁵²⁸ Por. dla określenia firm inwestycyjnych i usług inwestycyjnych, z uwzględnieniem ich wyjątków art. 3 ust. 2 Prawa bankowego oraz art. 15 Prawa bankowego w związku z art. 2 Rozporządzenia bankowego. Alternatywnie, można również zastosować art. 28 ust. 2 w związku z art. 29 CRD IV. Te ostatnie przepisy koncentrują się na minimalnych wymogach kapitałowych

282 W tym kontekście rynek regulowany jest *"wielostronnym systemem prowadzonym i/lub zarządzanym przez podmiot gospodarczy, który łączy w ramach systemu interesy dużej liczby osób trzecich w zakresie nabywania i zbywania instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na podstawie reguł systemu zgodnie z nieuznaniowymi zasadami zawierania kontraktów"*.⁵²⁹

283 System wielostronny definiuje się jako *"system lub mechanizm, który kojarzy w ramach systemu wiele deklaracji gotowości gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych przez osoby trzecie"* (tj. kojarzenie zleceń na instrumenty finansowe, przy czym systemy obrotu dążą również do kojarzenia w celu zawarcia kontraktów).⁵³⁰ Wielostronność w tym sensie oznacza, że dana osoba może współdziałać z co najmniej dwoma innymi osobami w swoim zamiarze handlowym.⁵³¹

284 W odniesieniu do rynków regulowanych należy podkreślić, że dostęp do tych rynków jest traktowany bardzo restrykcyjnie na poziomie prawnym. Jedynie banki i przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz inne osoby mogą zostać dopuszczone jako członkowie lub uczestnicy rynków regulowanych, pod warunkiem że cieszą się one wystarczająco

dla różnych rodzajów firm inwestycyjnych, w zależności od świadczonych przez nie usług inwestycyjnych. Podczas gdy art. 3a ust. 1 pkt 6b Prawa bankowego wyraźnie określa, które osoby mogą prowadzić MTF, w prawie krajowym nie ma to miejsca w art. 3a ust. 1 pkt 6b Prawa bankowego w odniesieniu do OTF. Z motywu 121 dyrektywy MiFID II wynika jednak jasno, że operatorzy rynku mogą również prowadzić OTF.

⁵²⁹ Artykuł 3a ust. 1 wiersz 6 BankG.

⁵³⁰ Art. 3a ust. 1 pkt 6a ustawy Prawo bankowe.

⁵³¹ Müller/Meljnik w *Wohlschlägl-Aschberger* (Hrsg), MiFID II, 2.2 OTF jako wielostronna platforma obrotu.

nieposzlakowaną opinią, posiadają wystarczające kompetencje w odniesieniu do obrotu, posiadają niezbędną strukturę organizacyjną i zasoby finansowe wystarczające do pełnienia swoich funkcji.⁵³² Można zrezygnować z pogłębionej dyskusji na temat rynków regulowanych, zwłaszcza że w Liechtensteinie nie ma nawet odrębnej ustawy o giełdach papierów wartościowych, co w znacznym stopniu uniemożliwia szerszą dyskusję.

W związku z tym dla systemów wielostronnych zasadnicze znaczenie ma zawarcie umowy kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych lub zebranie wspólnych interesów w systemie - może to być platforma programowa lub inny zestaw zasad (neutralność technologiczna). Rozliczenia i rozrachunki są zazwyczaj prowadzone przez centralne izby rozliczeniowe i centralne depozyty papierów wartościowych, ponieważ w przeciwnym razie mogą być wymagane dalsze zezwolenia.⁵³³ Ponadto, na szczególną uwagę zasługuje skupienie się na instrumentach finansowych. W związku z tym wielostronne centra handlowe są

⁵³² Artykuł 55d ust. 1 rozporządzenia bankowego. Por. ust. 2 akapit pierwszy, zgodnie z którym członkowie i uczestnicy nie muszą wypełniać obowiązków wynikających z art. 8a-8h BankG, przy czym obowiązki te, skierowane do banków i firm inwestycyjnych, muszą być w każdym przypadku wypełniane w stosunku do ich klientów. W związku z tym jasne jest również, że w takich centrach handlowych mogą uczestniczyć jedynie licencjonowani pośrednicy finansowi.

⁵³³ Na przykład przepływy pieniężne wynikające z rozliczenia transakcji z instrumentami finansowymi stanowiłyby świadczenie usług płatniczych wymagających autoryzacji. Należy również przestrzegać obowiązku rozliczania standardowych kontraktów dotyczących instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym zgodnie z art. 4 EMIR.

wykorzystywane do handlu instrumentami finansowymi, a nie do handlu towarami. W związku z tym należy zauważyć, że żetony i waluty kryptograficzne nigdy nie mogą być przedmiotem obrotu w całej ich różnorodności typów na rynku regulowanym przez prawo rynku finansowego. Na tych rynkach można handlować wyłącznie żetonami reprezentującymi instrumenty finansowe.⁵³⁴ Należy zauważyć, że niemieckie prawo bankowe traktuje nie tylko zbywalne papiery wartościowe zgodnie z MiFID II, ale również tzw. jednostki rozliczeniowe jako instrumenty finansowe zgodnie z prawem krajowym.⁵³⁵ Tokeny, które - zgodnie z prawem Liechtensteinu - nie reprezentują instrumentów finansowych (a także nie reprezentują pieniądza elektronicznego; takich jak wirtualne waluty BTC lub ETH), nie mogą i nie mogą być przedmiotem obrotu w Liechtensteinie na takim miejscu obrotu jak MTF z powodu braku klasyfikacji jako instrumenty finansowe. W Niemczech natomiast giełda kryptograficzna, która ma strukturę wielostronną i odnosi się do żetonów reprezentujących treści cyfrowe lub waluty wirtualne w rozumieniu Liechtensteinu, i która łączy interesy kupna i sprzedaży w odniesieniu do takich żetonów, musi również ubiegać się o licencję i uzyskać ją jako firma inwestycyjna z MTF lub OTF.⁵³⁶

286 Na rynku regulowanym mogą uczestniczyć wyłącznie wykwalifikowani uczestnicy. Uczestnictwo w wielostronnej platformie obrotu

⁵³⁴ *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. wydanie, 2011, Rz 4.65.

⁵³⁵ § 1 ust. 11 pkt. 7 KWG - "Jednostki rozliczeniowe".

⁵³⁶ Patrz *Patz*, Platformy transakcyjne dla walut kryptograficznych i aktywów kryptograficznych, BKR 2019, S 435.

(MTF) jest wzorowane na tym systemie. Zgodnie z ⁵³⁷prawem wspólnotowym dostęp do MTF jest regulowany tak samo ściśle jak dostęp do rynków regulowanych. W prawie krajowym Liechtensteinu wynika to z art. 55m ust. 2 BankV w związku z art. 55l ust. 1 lit. e nr 3 BankV w związku z art. 55d ust. 1 BankV.⁵³⁸ Zarówno w przypadku MTF, jak i OTF, dostęp do systemów obrotu musi być oparty na przejrzystych, obiektywnych i niedyskryminacyjnych kryteriach.⁵³⁹ OTF nie powinny wymagać, aby członkowie lub klienci byli bezpośrednimi członkami rozliczającymi kontrahenta centralnego (CCP).⁵⁴⁰

Firmy inwestycyjne są zobowiązane do obrotu akcjami na rynkach regulowanych, MTF, OTF, SI lub równoważnych systemach obrotu osób trzecich. Wymóg ten może⁵⁴¹ skutecznie zakazać przedsiębiorstwom inwestycyjnym prowadzenia obrotu poza takimi systemami realizacji zleceń, takimi jak zdecentralizowana giełda (DEX), chyba że taki obrót 287

⁵³⁷ Artykuł 18 ust. 3 w związku z art. 19 ust. 2 w związku z art. 53 ust. 3 dyrektywy MiFID II lub art. 14 ust. 4 w związku z art. 42 ust. 3 dyrektywy MiFID I, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>.

⁵³⁸ Klienci detaliczni lub inwestorzy nieprofesjonalni nie mogą zatem uczestniczyć w MTF-ie. Tylko profesjonalni lub instytucjonalni inwestorzy (uprawnieni kontrahenci) mogą uczestniczyć w obrocie w charakterze członków. Są one określone w załączniku II do MiFID II i załączniku 1 do Prawa bankowego.

⁵³⁹ Patrz art. 35 i 36 MiFIR.

⁵⁴⁰ Pytania i odpowiedzi EUNGiPW EUNGiPW70-872942901-38 z dnia 12.07.2019 r., wielostronne i systemów dwustronnych (ostatnia aktualizacja w dniu 02.04.2019 r.), pytanie 3, ostatnia aktualizacja w dniu 07.07.2017 r. (s. 36 f), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf.

⁵⁴¹ Dotyczy to również animatora rynku pozagiełdowego.

akcjami (w tym w formie żetonów) nie jest systematyczny, nieregularny, doraźny i nieczęsty,⁵⁴² lub prowadzony jest między uprawnionymi i/lub profesjonalnymi kontrahentami.⁵⁴³

- 288 Zarówno rynki regulowane, jak i MTF-y obejmują obrót zorganizowany z wyłączeniem systemów dwustronnych. W systemach dwustronnych przedsiębiorstwo inwestycyjne lub operator rynku zawiera transakcje na własny rachunek (transakcje na własny rachunek). Przedsiębiorstwo inwestycyjne, które dokonuje transakcji na własny rachunek, nie działa jako wolny od ryzyka pośrednik między kupującym a sprzedającym, jak ma to miejsce w przypadku systemów obrotu, w których dochodzi do dopasowania interesów (a zatem do transakcji agencyjnych w odróżnieniu od dopasowanego obrotu kapitałem)⁵⁴⁴ (relacje wielostronne).
- 289 Termin "system" stosowany w przepisach dotyczących rynków regulowanych i MTF, a od MiFID II również w przepisach dotyczących OTF, należy postrzegać jako neutralny technologicznie i obejmuje on zarówno rynki, które są wdrażane wyłącznie w oparciu o zbiór zasad i przepisów, jak i te rynki, które składają się na zbiór zasad i przepisów wraz z platformą obrotu. Nie trzeba stosować żadnych systemów o charakterze technicznym, aby połączyć interesy i ostatecznie zamówienia. System taki zdefiniowany jest jako zbiór zasad i przepisów

⁵⁴² Częściowo równoważny odpowiednik kryteriów dla podmiotów systematycznie internalizujących transakcje.

⁵⁴³ Art. 23 ust. 1 MiFIR; transakcje na niektórych kontraktach pochodnych podlegają również obowiązkowi obrotu, art. 32 ust. 1 w związku z art. 28 ust. 1 MiFIR.

⁵⁴⁴ Por. rozdział II.2.4.5 dotyczący różnic pomiędzy dopasowanym kapitałem a transakcjami agencyjnymi.

określających wymogi członkostwa, obrót pomiędzy członkami, zbywalne instrumenty finansowe, obowiązki sprawozdawcze oraz, w stosownych przypadkach, obowiązki w zakresie przejrzystości.⁵⁴⁵

MTF może zawierać transakcje na szerokiej gamie instrumentów finansowych, zwłaszcza na instrumentach udziałowych; nie ma to miejsca w przypadku OTF. W przeciwieństwie do rynków regulowanych, nie ma obowiązku zawierania umów dla MTF i OTF.⁵⁴⁶ 290

Cecha, która ma na celu zbliżenie interesów kupującego i sprzedającego, musi być interpretowana szeroko i obejmuje nie tylko zamówienia i kwotowania, ale także czyste wyrażanie zainteresowania. Jeżeli chodzi o wystarczającą liczbę zgłoszeń zainteresowania oraz ogólną, szeroką interpretację, istnienie zorganizowanego systemu obrotu nie będzie regularnie zawierane w odniesieniu do tego elementu. Należy zauważyć, że interesy są zbierane na podstawie ustalonych zasad systemowych lub zgodnie z protokołami systemowymi i wewnętrznymi procedurami operacyjnymi operatora. W przeciwieństwie do OTF, przepisy te nie mogą dopuszczać żadnej uznaniowości w odniesieniu do możliwych zakłóceń między interesami, a zatem nie mają charakteru uznaniowego. Zgodnie z definicją prawną, łączenie interesów musi być takie, aby prowadziło do zawarcia umowy. Z drugiej strony 291

⁵⁴⁵ Zob. motyw 6 MiFID I.

⁵⁴⁶ Inaczej jest w przypadku rynków regulowanych; patrz austriacka literatura *Seiffert, Börsen und andere Handelssysteme* w *Kümpel/Wittig* (Hrsg), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, wydanie 4, 2011, Rz 4.59.

OTF może działać częściowo według pewnych ustalonych zasad uznaniowych, które są określone w warunkach ogólnych lub porównywalnych.⁵⁴⁷

- 292 Na koniec należy zauważyć, że tokenowe instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu na rynkach regulowanych, MTF lub OTF również podlegają rozporządzeniu w sprawie CDPW, a zatem - nawet jeśli może to czasami być sprzeczne ze zdecentralizowanym charakterem technologii - muszą być zdeponowane w CDPW.⁵⁴⁸

2.4.1 Wielostronna platforma obrotu (MTF)

- 293 MTF jest systemem wielostronnym, w którym umowa jest zawierana poprzez kojarzenie instrumentów finansowych w ramach systemu zgodnie z zasadami nieuznaniowymi.⁵⁴⁹ Zgodnie z zasadami nieuznaniowymi, umowy zawierane na podstawie prawa prywatnego należy traktować jako wolne od wszelkich uprawnień dyskrecyjnych, które różnią się od ustawowych lub publicznoprawnych nieuznaniowych regulacji dotyczących obrotu na rynkach regulowanych. W związku z tym, operator MTF nie może zawierać transakcji według własnego uznania i nie może interweniować w sposób uznaniowy, np.

⁵⁴⁷ Zob. motyw 6 MiFID I.

⁵⁴⁸ Artykuł 3 ust. 2 CSDR (rozporządzenie w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, rozporządzenie UE 909/2014), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>. Zgodnie z art. 76 ust. 2 CDPW, posiadanie zbywalnych papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu w systemach obrotu ma zastosowanie wyłącznie do zbywalnych papierów wartościowych wyemitowanych po dniu 1 stycznia 2023 r. w drodze przeniesienia w formie zapisu księgowego, lub do wszystkich zbywalnych papierów wartościowych od dnia 1 stycznia 2025 r.

⁵⁴⁹ Artykuł 3a ust. 1 linia 6b BankG.

dopasowując zamówienia klientów w sensie dopasowanego handlu podstawowego.

MTF-y nie mogą dokonywać transakcji na własny rachunek lub w ramach własnej księgi i muszą mieć co najmniej trzech członków.⁵⁵⁰ MTF-y podlegają niższym wymogom niż rynki regulowane. Ma to szczególnie wpływ na udzielanie zezwoleń.⁵⁵¹ Operatorzy MTF muszą w szczególności podjąć środki ostrożności w celu zapewnienia, że ograniczenia ryzyka, takie jak dywersyfikacja ryzyka, zostaną wdrożone. Ponadto należy wdrożyć skuteczne mechanizmy handlu bezwartościowego i stale dysponować wystarczającymi środkami finansowymi.⁵⁵² 294

Notowanie lub dopuszczenie do obrotu na MTF pociąga za sobą również obowiązki post-admisyjne dla emitentów instrumentów finan- 295

⁵⁵⁰ Zob. art. 18 ust. 7 i art. 19 ust. 5 dyrektywy MiFID II.

⁵⁵¹ Por. oddzielny system zezwoleń dla rynków regulowanych w tytule III (art. 44 ff) MiFID II oraz dla firm inwestycyjnych w tytule II (art. 5 ff) MiFID II.

⁵⁵² Artykuł 19 ust. 3 dyrektywy MiFID II.

sowych. Na przykład, muszą one również wypełniać obowiązek publikacji ad hoc⁵⁵³ i inne przepisy MAR⁵⁵⁴ lub MAD.⁵⁵⁵⁵⁵⁶ Ogólnie rzecz biorąc, operator MTF musi uzgodnić dostęp do systemu z zasadami dostępu obowiązującymi na rynkach regulowanych. Jeśli chodzi o zasady organizacyjne, różnice pomiędzy dwoma systemami obrotu - MTF i rynkiem regulowanym - są minimalne. Należy⁵⁵⁷ zauważyć, że przepisy o ochronie inwestorów dotyczące transakcji przeprowadzanych przez przedsiębiorstwo inwestycyjne jako operatora MTF nie są brane pod uwagę.⁵⁵⁸

- 296 Dla MTF, oprócz tradycyjnej struktury, istnieje również możliwość rejestracji jako rynek wzrostu MŚP.⁵⁵⁹ Wymogi dla takich rynków są następujące: co najmniej 50 % emitentów to małe i średnie przedsiębiorstwa, określone są odpowiednie kryteria dopuszczenia instrumentów

⁵⁵³ Publikacja informacji poufnych zgodnie z art. 17 MMVO.

⁵⁵⁴ Rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku UE 596/2014, również MMVO (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>.

⁵⁵⁵ Dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku 2014/57/UE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/57/oj>. Proszę zauważyć, że ani MAR, ani MAD nie mają zastosowania w Liechtensteinie. Ustawa o nadużyciach na rynku oraz rozporządzenie Liechtensteinu w sprawie nadużyć na rynku są nadal oparte na dyrektywie 2003/6/WE ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/6/oj>. Wobec braku decyzji Wspólnego Komitetu EOG MMVO nie ma również bezpośredniego zastosowania do Liechtensteinu.

⁵⁵⁶ Art. 31 ust. 1 dyrektywy MiFID II ma zastosowanie w równym stopniu do MTF i OTF.

⁵⁵⁷ Art. 19 ust. 2 w związku z art. 18 ust. 3 w związku z art. 53 ust. 3 MiFID II.

⁵⁵⁸ Artykuł 19 ust. 4 w związku z art. 24, 25, 27, 28 MiFID II. Członkowie lub uczestnicy MTF muszą jednak stosować się do tych przepisów w stosunku do swoich klientów, jeśli realizują swoje zlecenia.

⁵⁵⁹ Artykuł 33 MiFID II i art. 30t ust. 6 ustawy o bankowości.

finansowych emitentów, udostępniane są wystarczające informacje dotyczące pierwotnego dopuszczenia, aby umożliwić podejmowanie świadomych decyzji inwestycyjnych, przestrzegane są przepisy rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku, w tym przepisy dotyczące zapobiegania nadużyciom na rynku, a emitent na bieżąco przekazuje sprawozdania finansowe. Na rynkach rozwijających się MŚP, interesy zaufania inwestorów do MŚP w porównaniu z interesami związanymi z obciążeniami administracyjnymi emitentów są napięte.

Usługi rozliczeniowe i powiernicze wynikające z transakcji na MTF 297 muszą być świadczone przez instytucje upoważnione do wykonywania tych zadań (partner centralny lub CCP do rozliczania instrumentów pochodnych - który może być również reprezentowany w postaci żetonu zabezpieczającego - oraz centralny depozyt papierów wartościowych lub CSD do rozliczania transakcji na instrumentach finansowych przechowywanych w żyrze papierów wartościowych).

W przypadku instrumentów finansowych określonych w MiFID II⁵⁶⁰ 298 zastosowanie ma MiFIR, co oznacza, że MTF musi spełniać wymogi przejrzystości przed- i potransakcyjnej. Oznacza to na przykład, że bieżące ceny kupna i sprzedaży oraz interesy handlowe, jak również cena, wolumen i czas zawarcia transakcji muszą być publikowane (art. 3-10 MiFIR).

299

⁵⁶⁰ Otwierają one również zakres stosowania przepisów dotyczących nadużyć na rynku i nakładają na uczestników MTF obowiązki przestrzegania przepisów przeciwko wykorzystywaniu informacji poufnych i nadużyciom na rynku.

MTF jest zainteresowany współpracą z CCP, ponieważ z jednej strony CCP jest umiejscowiony między kupującym a sprzedającym (kontrahentem centralnym), co powoduje mniej złożony exus ryzyka, a z drugiej strony ryzyko rozrachunku (ryzyko niewykonania zobowiązania przez kontrahenta przy rozrachunku) jest zmniejszone podczas kompensowania transakcji między kilkoma kontrahentami (kompensowanie) poprzez żądanie zabezpieczenia.⁵⁶¹

300 Instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym muszą być rozliczane przez CCP. Ponadto⁵⁶² transakcje na instrumentach pochodnych muszą być zgłaszane do zarejestrowanego lub uznanego repozytorium transakcji.⁵⁶³

301 Żetony, które kwalifikują się jako instrumenty finansowe i są dopuszczone do obrotu w systemie obrotu, muszą być wyemitowane w formie zdematerializowanej odpowiednio od dnia 01.01.2023 r. i 01.01.2025 r. oraz muszą być rejestrowane i przechowywane w formie zapisów księgowych (w żyroskopie rejestrującym papiery wartościowe) przez centralny depozyt papierów wartościowych.⁵⁶⁴

⁵⁶¹ Zob. np. motyw 66 EMIR.

⁵⁶² Art. 2 ust. 1 nr 29 w związku z art. 29 ust. 1 MiFIR. Z drugiej strony, transakcje na instrumentach finansowych, które nie są instrumentami pochodnymi, nie podlegają rozliczeniu. Z art. 55q ust. 1 rozporządzenia bankowego wynika, że MTF może również zawierać umowy o rozliczaniu lub rozrachunku transakcji w ramach systemu z partnerem centralnym lub izbą rozliczeniową (CCP) i systemem rozrachunkowym (CSD) innego państwa członkowskiego EOG.

⁵⁶³ Art. 9 w związku z art. 55 lub art. 77 EMIR.

⁵⁶⁴ Art. 3 ust. 1 iVm Art. 76 ust. 2 CSDR (rozporządzenie w sprawie centralnego depozytu papierów wartościowych), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>.

Zgodnie z prawem UE należy zapewnić niedyskryminujący dostęp zarówno do CCP⁵⁶⁵, jak i do CDPW.⁵⁶⁶ Oznacza to, że istnieje prawo dostępu do tych udogodnień, ale należy wziąć pod uwagę, że większość istniejących instytucji musi najpierw wdrożyć techniczny interfejs do łańcucha blokowego, aby faktycznie móc wprowadzać tokeny bezpieczeństwa, które reprezentują instrumenty finansowe, do takich regulowanych systemów handlu. 302

Należy również zauważyć, że operator MTF może świadczyć usługi dodatkowe zgodnie z sekcją B załącznika 2 do ustawy o bankowości i sekcją B załącznika I do MiFID II, jak również nieregulowane usługi dodatkowe.⁵⁶⁷ Sprzeczność z art. 19 ust. 5 MiFID II nie występuje w tym przypadku, ponieważ realizacja zleceń klientów lub obrót własny w rozumieniu MiFID II zawsze dotyczy instrumentów finansowych 303

⁵⁶⁵ Art. 37 EMIR.

⁵⁶⁶ Art. 33 CSDR.

⁵⁶⁷ FCA, The Perimeter Guidance Manual (PERG), wydanie 42 września 2019 r., sekcja 13.3, Investment Services and Activities, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, dostęp: 15 września 2019 r. 2019, 17:39 - *"przedsiębiorstwo inwestycyjne [...] może ubiegać się o prawa paszportowe, które obejmują usługi dodatkowe [...], jeżeli usługi dodatkowe są [wykonywane] wraz z jedną lub większą liczbą usług i działalności inwestycyjnej; oraz jeżeli usługa dodatkowa jest również działalnością regulowaną [...]"*, argumentuje się wręcz przeciwnie, przedsiębiorstwo inwestycyjne prowadzące MTF musi mieć również możliwość świadczenia zwykłych usług dodatkowych, które nie stanowią usług inwestycyjnych w rozumieniu sekcji B załącznika I do MiFID II, a zatem nie podlegają paszportyzacji.

(załącznik I sekcja A nr 2 i 3 do MiFID II). Należy zauważyć, że regulowane i nieregulowane usługi pomocnicze nie mogą być zgłaszane samodzielnie w ramach unijnego systemu paszportowego.⁵⁶⁸

⁵⁶⁸ FCA, The Perimeter Guidance Manual (PERG), wydanie 42 września 2019 r., sekcja 13.3, Investment Services and Activities, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, dostęp: 15 września 2019 r. 2019, 17:39; por. także *Schopper/Raschner*, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen w Österreich, ÖBA 4/2019, s. 249 (264 f), gdzie należy dokonać organizacyjnego rozdziału, jako że MTF jest wielostronnym systemem, w którym gromadzi się interesy związane z nabywaniem i sprzedażą instrumentów finansowych w celu zawarcia umowy. Tzn. tokeny reprezentujące instrumenty finansowe oraz tokeny nie reprezentujące instrumentów finansowych nie mogą być przechowywane w tym samym systemie obrotu. Wyraźne rozróżnienie znajduje się w dokumencie ESMA Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 stycznia 2019 r. | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf, Rz 179 (s. 39 f), z drugiej strony, oznacza, że tokeny reprezentujące instrumenty finansowe oraz tokeny nie reprezentujące instrumentów finansowych mogą być przedmiotem obrotu w tym samym systemie obrotu ("*inwestorzy mogą nie rozróżniać łatwo tych aktywów kryptograficznych, które wchodzą w zakres unijnych przepisów dotyczących usług finansowych, od tych, które nie wchodzą w zakres tych przepisów, zwłaszcza gdy są one dostępne do obrotu w tych samych systemach*"). Nawet jeśli jeden i ten sam operator oferuje obrót tokenowymi instrumentami finansowymi i tokenami, które nie są ani instrumentami finansowymi, ani pieniędzem elektronicznym, nie jest to ten sam system lub platforma obrotu. Jednakże operator MTF może również prowadzić system obrotu dla nieregulowanych tokenów w oderwaniu od MTF (na którym notowane są tokeny reprezentujące instrumenty finansowe). Prawdopodobnie jest to również sprzeczne z innymi przepisami dotyczącymi rynku finansowego, takimi jak art. 24 ust. 1 VersAG. Przepis ten zakazuje zakładom ubezpieczeń podejmowania działalności niezwiązanej z ubezpieczeniami. Wynika to z przesłanki, że w przeciwnym razie fundusz ubezpieczeniowy zostałby zaatakowany. MiFID II i ustawa o bankowości nie zawierają podobnych przepisów lub porównywalnych przepisów, co również przemawia za dopuszczalnością wy-

2.4.2 Wniosek MTF

Powyższy abstrakcyjny schemat jest stosowany w celu pokazania w uproszczonej formie, w jaki sposób dana transakcja handlowa jest zazwyczaj realizowana na MTF-ie:

304

1. Transakcja handlowa jest zawierana między dwoma członkami obrotu (upoważnionymi pośrednikami finansowymi) MTF-u za pośrednictwem platformy obrotu MTF-u; w stosownych przypadkach, w celu realizacji zlecenia klienta końcowego (nabywcy lub sprzedawcy gospodarczego);
2. Transakcja (wspólne odsetki) jest przekazywana przez MTF do izby rozliczeniowej (kontrahent centralny; CCP);⁵⁶⁹
3. Rozliczenia odbywają się pomiędzy izbą rozliczeniową a członkami rozliczającymi;
4. Następuje uzgodnienie między członkami rozliczającymi a członkami obrotu (ustalenie wzajemnych roszczeń);
5. Izba rozliczeniowa (CCP) przekazuje instrukcje do agenta rozrachunkowego do rozrachunku (Centralny Depozyt Papierów Wartościowych; CSD);
6. Platforma rozrachunkowa (CDPW) dokonuje następnie rzeczywistego transferu danych instrumentów finansowych, a także zapewnia rzeczywisty transfer odpowiednich środków; rozrachunek dokonywany jest poprzez zapis księgowy;

konywania nieregulacyjnych usług pomocniczych przez pośrednika finansowego, takiego jak firma inwestycyjna, pod warunkiem, że nastąpi rozdzielenie organizacyjne.

⁵⁶⁹ Celem rozliczenia jest zapewnienie późniejszego bezbłędneho rozliczenia, a tym samym przeniesienia własności.

7. Ostatecznie ma miejsce uzgodnienie między członkami CDPW a członkami rozliczającymi.

2.4.3 Zorganizowane systemy handlowe (OTF)

305 Zorganizowane systemy obrotu różnią się od MTF-ów przede wszystkim tym, że dopasowywanie udziałów ogranicza się do instrumentów nieudziałowych, a mianowicie obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, certyfikatów emisyjnych lub instrumentów pochodnych,⁵⁷⁰ oraz że dopasowywanie to może również odbywać się według uznaniowych, a zatem uznaniowych, stałych zasad, pod warunkiem spełnienia wymogów przejrzystości przedtransakcyjnej i przestrzegania zasady najlepszej realizacji.⁵⁷¹ Oznacza to, że operator OTF może swobodnie decydować, w jakim stopniu zamówienia klientów są konkretnie dopasowane w systemie. OTF może co do zasady nie wykonywać zleceń klientów z wykorzystaniem kapitału własnego i nie może wykonywać zleceń w oparciu o własną księgę, z wyjątkiem obligacji skarbowych. W związku z⁵⁷² tym OTF nie mają uczestników obrotu, lecz klientów, ponieważ mogą oni działać dwustronnie tylko w ograniczonym zakresie (handel na własny rachunek, a więc nie pasujący do zleceń klientów).⁵⁷³

⁵⁷⁰ Z wyjątkiem instrumentów pochodnych, które podlegają obowiązkowi rozliczania zgodnie z art. 5 EMIR (art. 55n ust. 3 rozporządzenia bankowego).

⁵⁷¹ Art. 3a ust. 1 pkt 6c ustawy Prawo bankowe.

⁵⁷² Publiczne instrumenty dłużne, dla których nie istnieje płynny rynek, zgodnie z art. 55n ust. 1 i 5 rozporządzenia bankowego.

⁵⁷³ Artykuł 20 ust. 1-6 dyrektywy MiFID II

W tym kontekście istnieje uderzająca różnica między OTF i MTF lub rynkami regulowanymi. OTF mogą swobodnie decydować, czy chcą 306
uzyskać zezwolenie na udział w swoim systemie, czy też nie, natomiast MTF i rynki regulowane mają jasne zasady dotyczące tego, kto może uczestniczyć w tych systemach. OTF nie mają uczestników, ale klientów w niektórych przypadkach (w odniesieniu do obligacji skarbowych) ze względu na prawną możliwość ograniczonego występowania w transakcjach prawnych w wymiarze dwustronnym, ponieważ mogą oni działać nie tylko jako pośrednicy wolni od ryzyka, ale również jako kontrahenci dwustronni, oprócz łączenia udziałów. Wspomniane parametry przyjęcia mogą na przykład odnosić się do minimalnych wymogów w zakresie opóźnień. Niemniej jednak zasady te muszą być również przejrzyste i niedyskryminujące dla OTF. OTF są zatem mniej ograniczone w przyjmowaniu klientów lub realizacji zleceń od użytkowników platformy niż MTF lub rynki regulowane. Jednakże, OTF może wykonać zlecenie klienta, gdy podejmie taką decyzję, ale nie może jednostronnie odstąpić od instrukcji klienta dotyczących zakupu lub wykonania.⁵⁷⁴

Przepisy dotyczące przejrzystości przed- i potransakcyjnej oraz 307
najlepszej realizacji mogą być stosowane do OTF tylko wtedy, gdy realizowany jest Dopasowany Handel na Rynku Podstawowym. W przypadku MTF, standardy te mają zastosowanie przez cały czas, ponieważ MTF nie może działać dwustronnie.⁵⁷⁵

308

⁵⁷⁴Motyw 14 MiFID II.

⁵⁷⁵ Zob. art. 24 ff MiFID II; art. 8e BankG.

Wykonywanie uprawnień dyskrecjonalnych, o których mowa na początku tej sekcji, odnosi się do decyzji o złożeniu lub wycofaniu zleceń na OTF (uprawnienia dyskrecjonalne)⁵⁷⁶ oraz do decyzji o tym, czy dane zlecenie zostanie dopasowane do zleceń już znajdujących się w systemie (w danym momencie) (uprawnienia dyskrecjonalne dotyczące wykonania)⁵⁷⁷. Wymagane są przejrzyste zasady wykonywania uprawnień dyskrecjonalnych, a do realizacji zleceń stosuje się zasady ochrony inwestorów.⁵⁷⁸

- 309 Wreszcie, należy zauważyć, że OTF i Internalizatory Systematyczne (SI) nie są obsługiwane przez ten sam podmiot prawny. Nie może być również żadnych powiązań między OTF a SI lub inną OTF.⁵⁷⁹

⁵⁷⁶ Art. 55n ust. 8 lit. a BankV; tylko o ile nie jest to sprzeczne z żadnymi instrukcjami klienta. Można by sobie wyobrazić, że operator OTF realizuje zlecenie częściowo w jednym systemie obrotu, a następnie przekazuje pozostałe zlecenie do innego systemu obrotu, albo że zlecenie już złożone zostaje całkowicie anulowane, ponieważ lepszy wynik można osiągnąć w innym systemie obrotu.

⁵⁷⁷ Art. 55n ust. 8 lit. b Rozporządzenia bankowego; jeżeli na przykład zlecenie na 1000 jednostek instrumentu finansowego jest dopasowane po stronie ofertowej przez dwa dopasowane zlecenia po stronie ofertowej, operator OTF może zdecydować, czy, w jakim zakresie i w jaki sposób wykonać zlecenie (na MTF, jednakże wykonanie zlecenia byłoby zorganizowane bez żadnej uznaniowości). Dyskrecja ta musi być zgodna z instrukcjami klienta i polityką Best Execution.

⁵⁷⁸ Obowiązki informacyjne zgodnie z art. 24 MiFID II; ocena odpowiedniości i celowości zgodnie z art. 25 MiFID II; obowiązek wykonywania zleceń w sposób najkorzystniejszy dla klienta (obowiązek możliwie najlepszej realizacji) zgodnie z art. 27 MiFID II oraz zasadami przetwarzania zleceń klienta (art. 28 MiFID II).

⁵⁷⁹ Artykuł 20 ust. 4 MiFID II; art. 55n ust. 6 rozporządzenia bankowego; zob. również motyw 17 DelVO 2017/565 w sprawie MiFID II, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

2.4.4 Internalizatory systemowe (SI)

Podmioty systematycznie internalizujące transakcje to przedsiębiorstwa inwestycyjne (lub, na mocy prawa krajowego, banki),⁵⁸⁰⁵⁸¹które, realizując zlecenia klientów bez obsługi systemu wielostronnego, często i w znacznym stopniu prowadzą obrót na własny rachunek w sposób zorganizowany i systematyczny.⁵⁸² Instytucje SI są zatem infrastrukturą podobną do rynkowej⁵⁸³, ale zaangażowaną wyłącznie w handel dwustronny. 310

Dyrektywa MiFID II nie definiuje elementu składowego systemu dwustronnego, a zatem dopuszcza jedynie definicję negatywną. Rozróżnienie to nie opiera się na sposobach realizacji zleceń, lecz na funkcji, jaką pełni operator systemu obrotu. Rozróżnia się pomiędzy neutralną i wolną od ryzyka pozycją pośrednika z jednej strony a kontrahentem dwustronnym, który wykonuje zlecenia w stosunku do własnych pozycji handlowych z drugiej strony. Jak wyjaśniono, OTF przełamuje już precyzyjną linię podziału między tymi dwoma sys- 311

⁵⁸⁰ Art. 3a ust. 1 pkt 34 Prawa bankowego.

⁵⁸¹ Obrotu na własny rachunek w rozumieniu art. 4 ust. 1 nr 2 MiFID II nie uważa się za obrót na własny rachunek, jeżeli *firma inwestycyjna uczestniczy, w celu lub w wyniku przeprowadzenia transakcji back-to-back na instrumencie finansowym, które są de facto wolne od ryzyka, poza systemem obrotu, w systemach połączonych, które stworzyła z podmiotami nienależącymi do jej własnej grupy.* (art. 16a rozporządzenia Del 2017/2294 zmieniającego rozporządzenie Del 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/2294/oj).

⁵⁸² Artykuł 4 ust. 1 nr 20 MiFID II.

⁵⁸³ Por. pojęcie miejsca wykonania zgodnie z art. 64 ust. 1 ostatnie zdanie MiFID II.

temami. Operator systemu obrotu, który przyjmowałby zlecenia w stosunku do swoich własnych pozycji, podlegałyby zasadniczo konfliktowi interesów, ponieważ neutralność nie jest już zagwarantowana.

- 312 Zgodnie z systemem MiFID handel na własny rachunek lub obrót na własny rachunek definiuje się jako *handel z wykorzystaniem kapitału własnego, który prowadzi do zawarcia transakcji z jednym lub większą liczbą instrumentów finansowych*.⁵⁸⁴ Zgodnie z załącznikiem I sekcja A nr 3 do MiFID I i II, obrót na własny rachunek stanowi usługę inwestycyjną. W załączniku 2 sekcja A ust. 1 nr 3 Prawa bankowego obrót na własny rachunek został zdefiniowany w następujący sposób, na podstawie trzech różnych przypadków: *Obrót instrumentami finansowymi na własny rachunek, jeżeli i w zakresie, w jakim [1. przypadek] jest prowadzony przez banki i firmy inwestycyjne lub [2. przypadek] jako animator rynku lub [3. przypadek] jest często prowadzony na własny rachunek poza rynkiem regulowanym lub wielostronnym systemem obrotu w sposób zorganizowany i systematyczny poprzez prowadzenie systemu dostępnego dla osób trzecich, który służy do zawierania kontraktów na instrumenty finansowe*. Definicja ta opiera się na motywie 8 lub art. 2 ust. 1 lit. d) dyrektywy MiFID I.
- 313 Definicja w sekcji A załącznika 2 do Prawa bankowego została wprowadzona w Liechtensteinie na podstawie MiFID I⁵⁸⁵ i najwyraźniej nie jest już zharmonizowana z art. 3a ust. 1 nr 34 Prawa bankowego, ponieważ ten pierwszy w znacznym stopniu zapomina o elemencie handlu. W art. 4 ust. 1 pkt 20 akapitu drugiego MiFID II zdefiniowano bezpośrednio, że "w sposób systematyczny często" odnosi się do liczby transakcji pozagiełdowych, których przedmiotem jest dany instrument

⁵⁸⁴ Artykuł 4 ust. 1 pkt 6 MiFID I i II, por. odniesienie w art. 2 ust. 1 pkt 5 MiFIR.

⁵⁸⁵ LGBl 2007/261 z 20.09.2007, obowiązujący od 01.11.2007 r.

finansowy, natomiast "istotny zakres" mierzy się jako procentowy udział transakcji pozagiełdowych na własny rachunek w całkowitym wolumenie obrotów firmy inwestycyjnej lub wolumenie obrotów w Unii Europejskiej w odniesieniu do danego instrumentu finansowego.⁵⁸⁶ Elementy częstego i systematycznego handlu muszą się kumulować.⁵⁸⁷ Przedsiębiorstwo inwestycyjne może również podjąć świadomą decyzję o poddaniu się zasadom podmiotu systematycznie internalizującego transakcje. Jeżeli jednak⁵⁸⁸ progi ustanowione przez EUNGiPW zostaną osiągnięte w celu ustanowienia statusu podmiotu systematycznie internalizującego transakcje, przestrzega się wymogów dotyczących przejrzystości, najlepszego wykonania i sprawozdawczości. Na⁵⁸⁹ przykład podmioty, które działają w ramach DEX (zdecentralizowana wymiana) w odniesieniu do instrumentów finansowych (żetony zabezpieczające) i przekraczają wyżej wymienione progi, mogą czasami zostać zakwalifikowane jako podmioty systematycznie internalizujące transakcje.⁵⁹⁰

⁵⁸⁶ Zob. benchmarki EUNGiPW, na podstawie których firma inwestycyjna musi obliczyć, czy kwalifikuje się jako podmiot systematycznie internalizujący transakcje, <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, dostęp: 15.09.2019, 17:42.

⁵⁸⁷ Por. informacje BaFin z dnia 22 marca 2011 r., ostatnio zmienione w dniu 15 maja 2018 r., rozdział 1. b), https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html

⁵⁸⁸ <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>.

⁵⁸⁹ Por. art. 21 ust. 3 rozporządzenia wykonawczego MiFID I, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁵⁹⁰ Zob. rozdział II.2.5.

- 314 Ponadto działalność podmiotu systematycznie internalizującego transakcje musi być wykonywana przez pracowników lub za pomocą zautomatyzowanego systemu technicznego przewidzianego do tego celu. Nie jest konieczne, aby personel był przeznaczony wyłącznie do tego celu lub aby system był dostosowany wyłącznie do tego celu.⁵⁹¹
- 315 Interesujące w tym kontekście jest to, że nie stosuje się tu neutralnej technologicznie koncepcji systemu, ponieważ jest ona nieodłącznym elementem systemu wielostronnego w ramach MiFID II i zasadniczo opiera się na zestawie zasad.⁵⁹² Z brzmienia rozporządzenia wykonawczego nieuchronnie wynika jednak, że nie jest konieczne, aby firma inwestycyjna sama stosowała ten system; jest on sformułowany w sposób, który jest niejasny w prawie krajowym. Mówi się w nim, że w przypadku transakcji na własny rachunek w odniesieniu do podmiotów systematycznie internalizujących transakcje, prowadzony *jest system dostępny dla osób trzecich*⁵⁹³. Poza ogólnymi obowiązkami, takimi jak najlepsza realizacja,⁵⁹⁴ Rozporządzenie Bankowe reguluje dalsze obowiązki dla podmiotów systematycznie internalizujących transakcje. W

⁵⁹¹ Art. 21 ust. 1 lit. b) DVO-MiFID I (WE/1287/2006); por. art. 12-17 rozporządzenia delegowanego UE 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj, zgodnie z którym określony odsetek transakcji musi zostać zrealizowany w określonych okresach.

⁵⁹² Należy zauważyć, że systemowy internalizator nie korzysta z systemu wielostronnego.

⁵⁹³ Załącznik 2 sekcja A ust. 1 nr 3 do Prawa bankowego.

⁵⁹⁴ Art. 24 i 25 MiFID II w związku z art. 64 rozporządzenia delegowanego UE 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj; por. ogólny rozdział III rozporządzenia del dotyczący obowiązków firm inwestycyjnych.

⁵⁹⁵ Załącznik 7.4 Sekcja V. Bst C na podstawie art. 14 MiFIR.

tym kontekście podmioty systematycznie internalizujące transakcje muszą, na przykład, wykonywać zlecenia dotyczące instrumentów finansowych po cenie oferowanej w momencie otrzymania zlecenia. Ponadto należy sporządzać kwartalne sprawozdania dotyczące jakości wykonania, a właściwym organom należy przekazywać dane referencyjne⁵⁹⁶ dotyczące instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Ogólny wynik jest taki, że chociaż podmioty systematycznie internalizujące transakcje podlegają surowym przepisom, nie mogą one łączyć interesów osób trzecich w zakresie kupna i sprzedaży.

The consequences of classification as a systematic internaliser are that 316
an investment firm must report its activities to the competent authorities, in Liechtenstein to the FMA, which consequently monitors the obligations arising from this status. Ponadto należy wypełnić obowiązki w zakresie przejrzystości przedtransakcyjnej zarówno w odniesieniu do instrumentów kapitałowych i quasi-kapitałowych, jak i do instrumentów nieudziałowych. Ponadto istnieją również obowiązki w zakresie przejrzystości potransakcyjnej oraz obowiązki dotyczące realizacji transakcji.

Animatorzy rynku są również aktywni w handlu dwustronnym na 317
swoj własny rachunek. Animatorzy rynku to osoby, które⁵⁹⁷ stale wykazują chęć do zawierania transakcji na jednym lub kilku rynkach finansowych, kupując i sprzedając instrumenty finansowe z wykorzystaniem własnego kapitału na własny rachunek po ustalonych przez

⁵⁹⁶ Zob. art. 2 RTS 23, Del-VO 2017/585, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/585/oj.

⁵⁹⁷ Tak więc, wymiana i/lub w obrocie pozagiełdowym.

siebie cenach. Animatorzy rynku to gracze na rynku finansowym, którzy są stale dostępni dla innych uczestników rynku finansowego jako kontrahenci dla interesów transakcyjnych. W tym sensie animatorzy rynku działają jako dostawcy płynności na rynku w odniesieniu do niektórych instrumentów finansowych.⁵⁹⁸

2.4.5 Przegląd zorganizowanych systemów obrotu

318 Wymienione systemy transakcyjne, MTF i OTF, służą do kojarzenia dopasowanych udziałów w instrumentach finansowych w celu zawarcia kontraktu (nie należy mylić z dopasowanymi zleceniami klientów lub dopasowanym handlem głównym).⁵⁹⁹ Etymologia pojęcia Matched Principal Trading wynika z faktu, że zarówno kupujący jak i sprzedający działają jako zleceniodawcy w odniesieniu do swojego zamówienia.

319 Dopasowanie lub połączenie interesów w odniesieniu do instrumentów finansowych zakłada trzy elementy: pierwszym kryterium jest to, że pośrednik (np. operator MTF lub OTF) działa jako pośrednik między kupującym a sprzedającym. Pośredniczy on w taki sposób, że nie jest narażony na ryzyko rynkowe w żadnym momencie realizacji transakcji (nie są realizowane żadne zlecenia); pośrednik ten działa zatem jako pośrednik wolny od ryzyka (element ryzyka oparty na statusie pośrednika wielostronnego). Druga cecha opiera się na elemencie tymczasowym, w którym obie transakcje - zlecenia kupna i sprzedaży - są realizowane jednocześnie wobec siebie. W odniesieniu do trzeciego i ostatniego elementu, transakcja ma być zawarta przez pośrednika w

⁵⁹⁸ Artykuł 4 ust. 1 pkt 7 MiFID II; art. 3a ust. 1 pkt 50 Prawa bankowego.

⁵⁹⁹ Por. angielska wersja art. 4 ust. 1 pkt 38 dyrektywy MiFID II.

taki sposób, aby poza przejrzycie podaną prowizją lub opłatą za realizację, nie powstały żadne zyski ani straty z samej transakcji (element wynagrodzenia).⁶⁰⁰

Operator platformy, na której łączone są odpowiadające sobie zlecenia 320 klientów, musi zatem posiadać licencję FMA jako firma inwestycyjna i prowadzić MTF i/lub OTF. Prowadzenie MTF i/lub OTF podlega odrębnej licencji wydanej przez FMA.⁶⁰¹ Należy zauważyć, że przedsiębiorstwo inwestycyjne prowadzące MTF nie może być jednocześnie członkiem lub uczestnikiem tego MTF-u do celów obrotu na własny rachunek lub dopasowanego obrotu podstawowego (dopasowywanie dopasowanych zleceń klienta). Przedsiębiorstwo inwestycyjne może dokonywać transakcji agencyjnych wyłącznie na swoim własnym MTF-ie, ponieważ muszą istnieć skuteczne mechanizmy gwarantujące, że nie dojdzie do konfliktu interesów. Ponieważ przedsiębiorstwu inwestycyjnemu prowadzącemu MTF zakazuje się prowadzenia obrotu w oparciu o własny portfel⁶⁰², nie można zrealizować żadnych zleceń klienta, a zatem nie można zawrzeć transakcji z dopasowanym kapitałem (połączenie dwóch dopasowanych zleceń klienta działających jako kapitał, a zatem jako dopasowany kapitał). Przedsiębiorstwo inwestycyjne prowadzące MTF działa raczej jako wolny od ryzyka pośrednik, który jedynie gromadzi interesy, ale nie zlecenia klientów, związane z instrumentami finansowymi; prowadzi to do za-

⁶⁰⁰ Art. 4 ust. 1 nr 38 MiFID II.

⁶⁰¹ Art. 15 w związku z załącznikiem 2 sekcja A ust. 1 pkt 3 w związku z pkt 8 i/lub 9 ustawy Prawo bankowe; załącznik 1 sekcja A nr 1 lit. o i p FMAG.

⁶⁰² Nieuchronnie prowadziłyby to również do konfliktów interesów.

wierania kontraktów na instrumenty finansowe, ale nie do realizacji takich kontraktów. MTF lub przedsiębiorstwo inwestycyjne prowadzące taką działalność oraz pośrednik⁶⁰³ (agent) agencyjny muszą być odrębnymi osobami. Handel agencyjny odbywa się zatem na MTF-ie. Uczestniczący pośrednicy finansowi, tacy jak zarządzający aktywami lub firmy inwestycyjne (posiadające uprawnienia administracyjne) działają jako agenci (pośrednicy agencyjni). Na MTF zlecenia takich uczestników obrotu (kontrahentów) są następnie łączone (kupno i sprzedaż).⁶⁰⁴

2.4.6 Wniosek Zorganizowane systemy obrotu

321 It follows from the above that a license from the Liechtenstein Financial Market Authority is required for the operation of an MTF or OTF pursuant to Article 15 of the Banking Act, provided that the following elements are cumulatively available to the future trading center operator⁶⁰⁵:

⁶⁰³ Brokerzy agencyjni działają jako pośrednicy w realizacji zleceń klientów w systemie transakcyjnym. Maklerzy agencji muszą przestrzegać najlepszych przepisów wykonawczych. Broker Agencyjny wykonuje zlecenia klientów, natomiast Broker-Dealer prowadzi obrót papierami wartościowymi na własny rachunek lub w imieniu swoich klientów.

⁶⁰⁴ Art. 19 ust. 5 dyrektywy MiFID II; pytania i odpowiedzi EUNGiPW dotyczące kwestii struktur rynku MiFID II i MiFIR, EUNGiPW70-872942901-38, 02.04.2019, sekcje 5 i 5.1 Systemy wielostronne i dwustronne, pytanie i odpowiedź 1 ostatnio zaktualizowane 31.01.2017, s. 35.

⁶⁰⁵ Por. ulotka BaFin w Wielostronnym Systemie Obrotu z 07.12.2009, ostatnio zmieniona 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html.

- System obrotu instrumentami finansowymi jest warunkiem wstępnym dla systemu obrotu. Terminologia systemu ma być rozumiana w sposób neutralny pod względem technologicznym, a zatem obejmuje na ogół zbiory zasad. Na przykład handel głosowy również wchodzi w zakres koncepcji systemowej;
- System musi mieć z konieczności charakter wielostronny (łączenie interesów związanych z instrumentami finansowymi kupujących i sprzedających przez pośrednika - ale nie łączenie zleceń dopasowanych);
- Konieczne jest, aby system ten służył realizacji interesów stron transakcji lub, ostatecznie, zawieraniu zleceń klientów (jednakże operator MTF-u w szczególności nie może przeprowadzać transakcji we własnym imieniu i na własny rachunek i dlatego nie ma klientów, dlatego też nie może łączyć zleceń klientów w sensie dopasowanego obrotu kapitałem; na MTF-ie możliwy jest jedynie obrót agencyjny);
- W wyniku dopasowania interesów lub zleceń uczestników obrotu nie ma możliwości zawarcia transakcji z określonymi kontrahentami w poszczególnych przypadkach lub wyboru kontrahenta;
- Umowa zawierana jest w ramach systemu lub platformy, a nie poza nią (zawarcie umowy musi być oddzielone od wykonania - rozliczenia i w konsekwencji rozliczenia). Jeśli umowa jest

zawierana poza systemem, to czasami jest to czysty system informacyjny lub tablica ogłoszeń;⁶⁰⁶

- Ostatecznie system musi być zaprojektowany tak, aby łączył interesy dużej liczby uczestników obrotu, a nie tylko służył do zawierania poszczególnych transakcji handlowych. Zgodnie z art. 18 ust. 7 MiFID II, MTF lub OTF muszą mieć co najmniej trzech członków lub użytkowników, którzy mogą wchodzić w interakcje ze sobą w celu ustalania cen.

2.4.7 Reprodukacja CCP na żetony użytkowe i zalety łańcucha blokowego

322 System partnera centralnego (izb rozliczeniowych), często spotykany w prawie rynku finansowego, może być również naśladowany w związku z kojarzeniem żetonów, które nie są instrumentami finansowymi ani pieniądzem elektronicznym ("żetony użytkowe" lub "żetony towarowe" w rozumieniu treści cyfrowych lub walut wirtualnych). W celu⁶⁰⁷ przedstawienia zrozumiałego i znaczącego procesu powstaje założenie, że Użytkownik A chce nabyć BTC z ETH na platformie handlowej dla tokenów, a Użytkownik B chce nabyć odpowiednią kwotę w ETH za pomocą BTC lub sprzedać BTC z ETH. Poniżej przedstawiono możliwość przeprowadzenia takiego dopasowania:

⁶⁰⁶ Por. *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, wydanie 4, marza nr 4.64; w zależności od konkretnej formy możliwe jest jednak przyjmowanie i przekazywanie zleceń (załącznik 2 sekcja A ust. 1 wiersz 1 do Prawa bankowego); por. również rozdział II.2.5.

⁶⁰⁷ Może to być również interesujące w związku z wewnętrznym tokenem na krypto wymiany, o którym mowa w rozdziale II.2.2.2

- Użytkownicy A i B rejestrują się na platformie transakcyjnej dla tokenów, które nie reprezentują ani instrumentów finansowych, ani pieniądza elektronicznego;
- Użytkownik A chciałby nabyć BTC za pomocą swojej ETH;
- Użytkownik B chce sprzedać BTC (przeciwko ETH);
- Następnie wykonywane są dwa kroki w synchronizacji:
 - Użytkownik A przekazuje ETH operatorowi platformy handlowej na tokeny, przy czym powodem prawnym przekazania jest nabycie BTC od operatora platformy handlowej jako partnera centralnego zgodnie z umową (np. z odroczeniem płatności na jedną sekundę prawną);
 - Użytkownik B przekazuje BTC operatorowi platformy handlowej na tokeny. W tym przypadku powodem prawnym przeniesienia jest sprzedaż BTC operatorowi platformy handlowej jako kontrahentowi centralnemu zgodnie z umową.
- Operator platformy handlowej dla tokenów nabył następnie ETH od użytkownika A na co najmniej jedną legalną sekundę i jest winien użytkownikowi A BTC za to. Jednocześnie operator platformy handlowej nabył BTC od użytkownika B na co najmniej jedną legalną sekundę i jest winien ETH użytkownikowi A w zamian;
- Operator platformy obrotu żetonami wypełnia swoje zobowiązanie wobec Użytkownika A za pomocą BTC nabytych przez Użytkownika B. Jednocześnie operator platformy handlowej dla tokenów wypełnia swoją odpowiedzialność wobec

Użytkownika B za pomocą ETH zakupionego przez Użytkownika A.

- 323 Urok wykorzystania technologii łańcucha blokowego lub inteligentnych kontraktów do konkretnej realizacji w powyższym znaczeniu polega na tym, że operator platformy obrotu żetonami jako partner centralny posiada odpowiednie żetony przez co najmniej jedną sekundę prawną, jednak ze względu na wymogi technologiczne transakcja taka jest realizowana i przetwarzana automatycznie niemal w czasie rzeczywistym i za pośrednictwem inteligentnego kontraktu (zawarcie i realizacja kontraktu). W rezultacie ryzyko kontrahenta (ryzyko niewypłacalności) jest de facto całkowicie wyeliminowane, co stanowi ogromny potencjał dla rynku finansowego. Jeżeli w przyszłości technologia łańcuchów blokowych zostanie w pełni wdrożona, rynki o wysokim stopniu regulacji, takie jak wielostronne centra handlowe, będą mogły działać znacznie efektywniej i oszczędniej. Z tej perspektywy technologia łańcuchów blokowych i związane z nią technologie mogą⁶⁰⁸ być postrzegane jako zapowiedź efektywności

⁶⁰⁸ W kategoriach makroekonomicznych rynki takie nie wymagałyby żadnych lub przynajmniej mniej regulacji, aby osiągnąć efektywność Pareto. Asymetrycznemu rozkładowi informacji wynikającemu z konfliktu między głównym czynnikiem można również lepiej przeciwdziałać dzięki technicznemu nagłośnieniu i przejrzystości technologii niż poprzez regulacje. W ekonomii asymetryczna dystrybucja informacji jest jedną z czterech niedoskonałości rynku obok efektów zewnętrznych, siły rynkowej - monopolu/monopsonu i dóbr publicznych. Regulacja ma na celu zapobieganie i przeciwdziałanie nieprawidłowościom w funkcjonowaniu rynku, ale jest niezależnym czynnikiem kosztowym, dlatego też nie osiąga się doskonałej efektywności. Do tej sytuacji można by podchodzić za pomocą technologii łańcuchów blokowych. W tym kontekście zob. także problem monitorowania i

Pareto.⁶⁰⁹ Technologie rozproszonych ksiąg rachunkowych mogą przynajmniej częściowo zastąpić istniejące obciążenia regulacyjne technologia zapobiegającą nieprawidłowościom w funkcjonowaniu rynku. *“Z drugiej strony należy zauważyć, że konkurencja Fintechs z bankami uniwersalnymi prowadzi do niższych cen, lepszych produktów lub zwiększenia różnorodności ofert. Fakt, że w dłuższej perspektywie znaczna część zysków standardowej działalności bankowej zostanie prawdopodobnie przejęta przez Fintechs, jest również nieszkodliwy z punktu widzenia prawa konkurencji”*.⁶¹⁰

Dabei darf aber nicht übersehen werden, dass die Kryptomärkte bislang wirtschaftlich betrachtet ineffiziente Märkte sind, welche Arbitrage-Handel und auch Marktmanipulation ermöglichen; hierzu ein Auszug: *“Poprzez mapowanie łańcuchów blokowych Bitcoin i Tether, jesteśmy w stanie ustalić, że podmioty związane z giełdą Bitfinex używają Tether do zakupu Bitcoinu, gdy ceny spadają. Takie działania wspierające ceny są skuteczne, ponieważ ceny Bitcoinów rosną po okresach interwencji. Te efekty są obecne tylko po ujemnych zwrotach i okresach po wydruku Tetheru. Rzeczywiście, nawet mniej niż 1% ekstremalnej wymiany uwięzi na Bitcoin ma znaczące łączne skutki cenowe. [...] Ogólnie rzecz biorąc, nasze ustalenia stanowią istotne wsparcie dla poglądu, że manipulacja cenami może kryć się za znacznymi efektami zakłócającymi w kryptokursach. Ustalenia te sugerują,*

koszty agencji, *Jensen/Meckling*, Teoria firmy: Zachowanie kadry kierowniczej, koszty agencji i struktura własnościowa, str. 45 f.

⁶⁰⁹ Zob. BuA 2019/54, s. 80 f. w odniesieniu do unikania nadmiernej regulacji.

⁶¹⁰ Müller, *Europarechtliche Aspekte von Fintechs*, w: *Krimphove* (Hrsg), *Fintechs*, s. 83 (s. 92); z punktu widzenia prawa konkurencji nie należy zapominać, że prawo konkurencji nie zapewnia ochrony konkurencji.

*że zewnętrzny nadzór i monitorowanie rynku kapitałowego może być konieczne w celu uzyskania rynku, który jest naprawdę wolny. Bardziej ogólnie rzecz biorąc, nasze ustalenia potwierdzają historyczną narrację, że wątpliwe działania nie są jedynie produktem ubocznym aprecjacji cen, lecz mogą znacznie przyczynić się do zakłóceń cen i błędnej alokacji kapitału”.*⁶¹¹

- 325 Ogólny zakaz handlu walutami kryptograficznymi byłby jednak sprzeczny z prawami podstawowymi w UE i EOG, zgodnie ze swobodą przedsiębiorczości określoną w art. 16 Karty praw podstawowych (GRC), swobodą własności określoną w art. 17 GRC oraz zasadą równości określoną w art. 20 GRC, która daje prawo do konkurencji i neutralności technologicznej. Poszczególne ograniczenia byłyby jednak zasadniczo dopuszczalne, jeżeli byłyby uzasadnione (np. ze względu na ochronę konsumentów, w odniesieniu do których przepisy MiFID II dotyczące ochrony inwestorów mogą być również stosowane analogicznie w odniesieniu do instrumentów finansowych).⁶¹² Bardziej problematyczna wydaje się jednak ocena Libry pod kątem prawa konkurencji, uwzględniająca zakaz nadużyć zawarty w art. 102 TFUE. Takie nadużywanie pozycji dominującej na rynku wewnętrznym można dostrzec w szczególności w tym, że dominująca pozycja Facebooka w obszarze mediów społecznościowych jest wykorzystywana w celu osiągnięcia równie dominującej pozycji w obszarze usług płatniczych (monopolizacja danych).

2.5 DEX jako system obrotu i inne usługi inwestycyjne

⁶¹¹ *Griffin/Shams, Is Bitcoin Really Un-Tethered?*, 13.06.2018, S 33, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066.

⁶¹² W odniesieniu do Libry, zob. również uwagi na temat systemu pieniądza elektronicznego w nocie marginesowej 396.

Zdecentralizowana giełda (DEX) jest zdecentralizowanym miejscem handlu w oparciu o technologię rozproszonej księgi lub łańcucha blokowego. Konstrukcja oprogramowania jest różna, ale w większości przypadków system kojarzenia jest bezpośrednio zintegrowany ze zdecentralizowaną siecią i takie systemy oprogramowania regularnie dostarczają mechanizmów do zawierania i realizacji umów w odniesieniu do tokenów lub praw reprezentowanych przez tokeny. Dobrze znane praktyczne przykłady zdecentralizowanych miejsc handlowych to EtherDelta⁶¹³, IDEX⁶¹⁴, Token Store⁶¹⁵, OasisDex⁶¹⁶ czy Stellar DEX⁶¹⁷. W tych systemach zdecentralizowanych, tj. żetony peer-to-peer (P2P), które czasami reprezentują instrumenty finansowe, mogą być przedmiotem obrotu. Cechą charakterystyczną tych systemów jest to, że zarówno arkusz zleceń, w tym powiernicze, dopasowujące i rozliczeniowe, są realizowane w łańcuchu - czasami za pomocą Smart Contracts.⁶¹⁸

⁶¹³ <https://etherdelta.com/> dostęp: 15 września 2019, 17:46.

⁶¹⁴ <https://idex.market/eth/idex> wezwany na 09/15/2019, 17:46.

⁶¹⁵ <https://token.store/eth/portfolio> wezwany na 09/15/2019, 17:46.

⁶¹⁶ <https://eth2dai.com/exchange/WETH/DAI> wezwany w dniu 15.09.2019 r., 17:46.; wraz z Protokołem oazowym księga zamówień jest prowadzona w łańcuchu, a dopasowywanie i rozliczanie jest również prowadzone w łańcuchu, dlatego też protokół ten jest całkowicie zdecentralizowany. Oasis jest zdecentralizowanym protokołem wymiany P2P, który jest publiczny, niekomercyjny, na którym zlecenia związane z tokenami opartymi na ERC-20 są realizowane zgodnie z logiką niedozwolonych Smart Contracts.

⁶¹⁷ <https://stellarterm.com/> wezwany na 09/15/2019, 17:46.

⁶¹⁸ Wyjątki potwierdzają regułę - EtherDelta, na przykład, nie przewiduje dopasowania. Księga zamówień i dopasowanie są przechowywane lub wykonywane poza łańcuchem w IDEX-ie.

- 327 W odniesieniu do kryteriów opracowanych w rozdziale 2.4, a podsumowanych w szczególności w rozdziale 2.4.6 element składowy systemu obrotu instrumentami finansowymi jest więc zasadniczo spełniony. System technologiczny DEX spełnia wymogi systemu reprezentującego zbiór zasad, według których można handlować instrumentami finansowymi. Jednym z problemów jest jednak fakt, że obrót w zorganizowanych systemach obrotu w ramach systemu MiFID dotyczy wyłącznie instrumentów finansowych. Byłoby to jednak tylko nieprawidłowe wdrożenie w DEX-ie i nie można jeszcze wykluczyć istnienia rynku regulowanego, tylko dlatego, że handluje się na nim żetonami, które nie reprezentują instrumentów finansowych, jak również tymi, które reprezentują instrumenty finansowe. Jeżeli system systemów obrotu miałby mieć zastosowanie do DEX-u, oznaczałoby to, że można by tam handlować wyłącznie instrumentami finansowymi.
- 328 Jednakże drugie pojawiające się kryterium zorganizowanych systemów obrotu, jakim jest obowiązkowe istnienie systemów wielostronnych, już teraz powoduje poważne trudności. To z dwóch powodów: Z jednej strony, DEX nie posiada centralnego pośrednika do obsługi systemu, ale system techniczny jest praktycznie samowystarczalny. Z drugiej strony, w ramach takich systemów możliwa jest dwustronna wymiana handlowa, podczas gdy handel wielostronny niekoniecznie jest wymagany. Jeżeli jednak taki wielostronny system zostanie zintegrowany, to w zasadzie będzie on realizowany przez technologiczną instancję samego systemu. Realizacja interesów stron lub zawieranie zleceń klientów na podstawie zbioru zasad odbywa się również w oparciu o pośrednika centralnego (klienta lub uczestnika), który nie jest dostępny w sieci zdecentralizowanej lub w inteligentnej umowie tego

samego rodzaju, jednak ze względu na brak podmiotowości prawnej tego ostatniego.⁶¹⁹

Należy zauważyć, że powyższe uwagi są na ogół przedstawiane w sposób ogólny i bez szczegółowego omówienia technicznego konkretnych zdecentralizowanych platform. W celu dokonania konkretnej oceny, należy zawsze przeanalizować poszczególne procesy i procedury techniczne. Zwiążłość polega jednak na tym, że DEX nie może być regulowanym systemem obrotu ani uczestnikiem rynku finansowego. Wynika to już z faktu, że brakuje osoby prawnej zdolnej do regulacji, zwłaszcza że sama technologia nie może podlegać nadzorowi. Jednak współdziałanie z DEX-em przez podmioty centralne musi być oceniane oddzielnie. W związku z żetonami, które reprezentują instrumenty finansowe, mogą być czasami świadczone usługi inwestycyjne. Należy zatem dokonać rozróżnienia pomiędzy DEX-em jako "backend" a interfejsem do DEX-u jako "front-end" (również tablica informacyjna). 329

Interfejs taki w rozumieniu API⁶²⁰ może na przykład charakteryzować się tym, że informacje dotyczące ofert kupna i sprzedaży niektórych żetonów w łańcuchu blokowym, które reprezentują instrumenty finansowe, są udostępniane w formie przygotowanej graficznie, przy czym podstawowe informacje mogą być również przeglądane bezpośrednio 330

⁶¹⁹ Należy zauważyć, że operator interfejsu oprogramowania (w rozumieniu tablicy ogłoszeń) w DEX-ie mógłby być również uznany za pośrednika wolnego od ryzyka, który łączy w sobie interesy stron trzecich w odniesieniu do niektórych tokenów. Należy jednak wziąć pod uwagę, że regularnie istnieje znacznie więcej platformy czysto informacyjnej, która jest dostarczana przez dostawcę usług technicznych i że wniosek (a nie tylko spełnienie) ma miejsce poza systemem.

⁶²⁰ Interfejs programowania aplikacji.

w łańcuchu blokowym bez interfejsu. Taki mostek programowy może mieć na celu ułatwienie pozyskiwania informacji lub wymiany informacji dotyczących ofert kupna i sprzedaży od innych użytkowników łańcucha blokowego, ponieważ dane te są prezentowane w formie przetworzonej graficznie (platforma informacyjna, "tablica ogłoszeń"). Taka platforma informacyjna ułatwiłaby kontrolę i komunikację w zakresie ofert transakcji dotyczących niektórych żetonów w łańcuchu blokowym. W zależności od konstrukcji interfejsu, możliwe jest również, że nowe oferty kupna lub sprzedaży są notowane na łańcuchu blokowym za pośrednictwem platformy front-end. W związku z tym taka platforma oprogramowania umożliwiłaby użytkownikom przeglądanie i ocenę ofert kupna i sprzedaży składanych przez innych użytkowników w odniesieniu do niektórych tokenów reprezentujących instrumenty finansowe i obecnie prowadzonych w łańcuchu blokowym w sposób uproszczony i przetworzony graficznie; ponadto dzięki zastosowaniu takiego interfejsu oferty dotyczące tokenów obejmujących instrumenty finansowe mogłyby być tworzone bezpośrednio w łańcuchu blokowym.

- 331 Jeżeli platforma taka umożliwi klientom zawieranie transakcji na instrumentach finansowych, ułatwiając użytkownikom końcowym uzyskanie informacji na temat symbolizowanych instrumentów finansowych, które mogą być następnie wykorzystane do zainicjowania zawarcia umowy, powstaje pytanie, czy prowadzona jest wielostronna platforma obrotu, czy też świadczona jest inna usługa inwestycyjna. Zależy to od tego, czy system jest zaprojektowany tak, aby łączyć interesy użytkowników takiego front-endu oprogramowania zgodnie z określonymi z góry zasadami. Co do zasady jednak platforma taka nie będzie przeznaczona do przeprowadzania transakcji agencyjnych ani

dopasowanych transakcji z udziałem kapitału. Dostawcy usług oferujący oprogramowanie stanowiące pomost pomiędzy DEX-em a DEX-em będą raczej działać jako dostawcy usług w zakresie informacji technicznej i dostawcy usług (w rozumieniu "oprogramowanie jako usługa") dla osób zainteresowanych obrotem tokenowymi instrumentami finansowymi poprzez udostępnienie platformy oprogramowania z funkcją tablicy ogłoszeń (bulletin board) lub tablicy ogłoszeń⁶²¹ (tj. platformy czysto informacyjnej).⁶²²

Jeżeli taka platforma służy wyłącznie do identyfikacji zainteresowanych stron w odniesieniu do nabywania lub zbywania symbolicznych instrumentów finansowych i nie oferuje możliwości zawarcia umowy dotyczącej instrumentów finansowych lub innych treści na takiej platformie, a zatem nie ma obowiązku zawarcia umowy za pośrednictwem tej platformy, nie może istnieć żadna wielostronna platforma

332

⁶²¹ W raporcie ESMA 50-164-2430 z 12.07.2019, Licensing of FinTech business models, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf, margines nr 92, stwierdza się w tym względzie, że krajowe organy nadzoru sklasyfikowały takie platformy porównawcze lub tablice ogłoszeń jako zasadniczo całkowicie nieuregulowane, przy czym należy przeprowadzić analizę poszczególnych przypadków, aby móc ocenić wszelkie działania wymagające zezwoleń w zależności od konkretnego zakresu funkcji takich platform.

⁶²² W praktyce istnieje duża liczba takich platform programowych, w związku z czym nie zawsze łatwo jest szczegółowo zrozumieć, jak one działają lub czy interfejs do DEX-u jest dostępny, czy też sam DEX. Por. projekt DSTOQ, który wykorzystuje Stellar DEX - <https://dstoq.com/>; DStoQ (DSQ Token): Licensed Decentralized Stock & Crypto Exchange?, 04.08.2018, <https://bitcoinexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/> oraz First Blockchain Security Token Exchange - Built on Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, wszystkie wywołane 15.09.2019, 17:57.

obrotu, taka jak MTF lub OTF, ani żaden inny podmiot rynku finansowego, taki jak SI.⁶²³ Jeżeli taki interfejs oprogramowania jest zaprojektowany w taki sposób, że użytkownicy mogą według własnego uznania zaakceptować lub nie zaakceptować określonej oferty związanej z tokenowymi instrumentami finansowymi, lub jeżeli użytkownicy mają swobodę wyboru miejsca, w którym wykonują lub realizują ewentualną zawartą umowę, operator takiego interfejsu oprogramowania na DEX-ie świadczy jedynie nieregulowaną usługę techniczną. Decydujące znaczenie ma tu fakt, że zarówno zawarcie i negocjowanie kontraktu, jak i jego realizacja i wykonanie odbywa się poza mostem programowym⁶²⁴ do DEX-u, na którym możliwy jest obrót symbolicznymi instrumentami finansowymi.

- 333 Działalność taka nie stanowi sytuacji, która wymagałaby uzyskania zezwolenia zgodnie z załącznikiem 2 sekcja A ust. 1 pkt 6-9 w związku z art. 15 Prawa bankowego, ponieważ nie prowadzi się ani MTF ani OTF, ani też nie dokonuje się plasowania Instrumentów Finansowych z lub

⁶²³ Inne przedsiębiorstwa inwestycyjne są również możliwe; por. rozdział II.2.4.4 W przypadku systematycznego i znaczącego obrotu na własny rachunek na DEX-ie z żetonami reprezentującymi instrumenty finansowe, należy sprawdzić, czy istnieje podmiot systematycznie internalizujący transakcje. Por. progi transakcyjne do obliczenia, czy taki internalizator ma być założony <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>. Market Maker pozagięldowy mógłby również działać na DEX-ie. Należy jednak zauważyć, że niektóre instrumenty finansowe podlegają obowiązkowi obrotu, patrz rozdział II.2.4, nota wyjaśniająca 287.

⁶²⁴ Platforma programowa, -interfejs, -bridge, -frontend, platforma informacyjna, platforma nazewnicza itp. są tu używane synonimicznie dla wszystkich programów programowych, które umożliwiają dostęp do DEX-u, na którym można od czasu do czasu handlować tokenizowanymi instrumentami finansowymi.

bez zobowiązania do przejęcia przedsiębiorstwa, pod warunkiem, że dostawca usług technicznych jako operator interfejsu do DEX nie zapewnia kombinacji dopasowanych interesów w odniesieniu do tokenizowanych Instrumentów Finansowych i w związku z tym nie dokonuje rozrachunku ani rozliczenia, ale zarówno zawarcie, jak i wykonanie umowy odbywają się dwustronnie między kupującym a sprzedającym w DEX-ie, a zatem bezpośrednio w łańcuchu blokowym (lub w inteligentnej umowie, w której łańcuch blokowy jest dopasowany), w związku z czym oceniane lub przetwarzane są jedynie publicznie widoczne informacje lub dane z łańcucha blokowego. Operator platformy nie zajmuje się również plasowaniem ani emisją, ponieważ nie dochodzi do sprzedaży instrumentów finansowych. Transakcje te polegają na sprzedaży instrumentów finansowych w imieniu osoby trzeciej na rachunek osoby trzeciej w ramach umowy o plasowaniu bez stanowczego zobowiązania do gwarantowania (transakcja plasowania) lub emisji z umową plasowania z⁶²⁵ stanowczym zobowiązaniem do gwarantowania (gwarantowanie stanowczego zobowiązania; umowa o przejęcie wyemitowanych instrumentów finansowych do własnego portfela i tym samym przejęcie ryzyka sprzedaży; transakcja emisji).⁶²⁶ Interfejs taki mógłby być jednak

⁶²⁵ Emisja jest to emisja instrumentów finansowych dla szerokiego grona odbiorców, natomiast emisja skierowana jest do ograniczonej grupy odbiorców w celu sprzedaży instrumentów finansowych (również w ramach emisji prywatnej), por. *Seggermann w Brandl/Saria, WAG*, wydanie 2, § 1, nota marżowa 33.

⁶²⁶ BaFin Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, ostatnio zmieniona 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html; BaFin Merkblatt

wykorzystywany przede wszystkim do przyjmowania i przekazywania zleceń dotyczących jednego lub kilku instrumentów finansowych (maklerstwo handlowe zgodnie z załącznikiem 2 sekcja A ust. 1 wiersz 1 ustawy Prawo bankowe).

2.5.1 Maklerstwo przejęć

334 W celu świadczenia usług inwestycyjnych w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń dotyczących instrumentów finansowych, istotne jest, aby dostawca usług połączył interesy klientów w odniesieniu do przyszłej transakcji, w ramach której konkretna transakcja jest przeprowadzana po połączeniu i zazwyczaj jest wykonywana poza giełdą.⁶²⁷

335 Główną cechą mediacji przy zawieraniu transakcji jest pośredniczenie w możliwości konkretnego, a nie czysto abstrakcyjnego zawarcia transakcji dla klientów.⁶²⁸ Pośrednictwo w zawarciu transakcji zakłada zatem, że konkretne kluczowe szczegóły potencjalnej przyszłej transakcji zostaną przekazane przez pośrednika jego klientom po stronie kupującego i sprzedającego, a bez takiej mediacji zawarcie transakcji nie będzie możliwe.

Emissionsgeschäft, 07.01.2009, ostatnio zmieniona 24.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html. Zarówno plasowanie, jak i działalność emisyjna stanowią formę emisji loro, ponieważ instrumenty finansowe są plasowane publicznie w imieniu i na rachunek osoby trzeciej i nie są sprzedawane we własnym imieniu, jak ma to miejsce w przypadku emisji nostro. Patrz również *Seggermann* w *Brandl/Saria*, WAG, wydanie 2, § 1, nota wyjaśniająca 33 i nast.

⁶²⁷ *Zahradnik* w *Brandl/Saria*, WAG, wydanie 2, 2018, § 3 Rz 6.

⁶²⁸ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Prawo rynku kapitałowego, II edycja 2015, Rz 4/10.

Odpowiednie usługi, które mogą być traktowane jako pośrednictwo w zawieraniu umów, świadczone są przez osobę, która działa w znaczeniu posłańca i przekazuje oświadczenie woli klienta w celu umożliwienia konkretnej możliwości transakcji związanej z zakupem lub sprzedażą instrumentów finansowych poprzez podanie nazwy klienta. W tym zakresie musi to być jednak w każdym przypadku takie oświadczenie woli klienta, które jest przekazywane potencjalnym partnerom umownym i umożliwia konkretne zawarcie umowy.⁶²⁹ 336

Jeżeli jednak interfejs oprogramowania na DEX-ie funkcjonuje wyłącznie jako platforma informacyjna o istniejących zainteresowaniach lub ofertach nabycia lub sprzedaży i jeżeli klient ma możliwość zawarcia umowy i przeprowadzenia transakcji bez takiej platformy informacyjnej, nie stanowi to pośrednictwa w zawieraniu umów. Wynika to z faktu, że zwykła (graficzna) prezentacja publicznych informacji dotyczących ofert cenowych symbolizowanych instrumentów finansowych w DEX-ie może ułatwić ich przeglądanie, platforma informacyjna jest ostatecznie, lecz nie jest warunkiem sine qua non dostępności konkretnych szczegółów transakcji, a zatem nie ma związku przyczynowego z realizacją, a zatem ostatecznie z pośrednictwem konkretnej transakcji, ponieważ informacje ofertowe dotyczące symbolicznych instrumentów finansowych można również przeglądać bezpośrednio w łańcuchu blokowym lub w DEX-ie, co może prowadzić bezpośrednio do zawarcia umowy, w tym do jej realizacji. 337

⁶²⁹ BaFin, ulotka na temat pośrednictwa inwestycyjnego z dnia 17 maja 2011 r., ostatnio zmieniona 13 lipca 2017 r., https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html.

Jak już wyjaśniono, przyjmowanie i przekazywanie zleceń obejmuje również kojarzenie inwestorów, co pozwala na zawieranie transakcji między nimi.⁶³⁰ Połączenie może nastąpić tylko wtedy, gdy strony transakcji nie spotykają się - tzn. bez połączenia. W tym względzie usługa mediacji przy zawieraniu transakcji musi stanowić warunek przyczynowy, bez którego zawarcie transakcji nie miałyby miejsca. Miałyby to miejsce tylko wtedy, gdyby oferty transakcji można było przeglądać wyłącznie za pośrednictwem interfejsu programowego do (opartego na łańcuchu blokowym) DEX-u, ale nie za pośrednictwem samego łańcucha blokowego, nawet jeśli ostatecznie zostały na nim wykonane. Jeżeli jednak oferty na symboliczne instrumenty finansowe są i tak widoczne w łańcuchu blokowym, niezależnie od takiej platformy, i jeżeli inwestorzy mogą spotkać się bezpośrednio i zawrzeć transakcję nawet bez takiej platformy, taka platforma nie jest warunkiem sine qua non zbliżenia potencjalnych partnerów biznesowych i umożliwienia zawarcia transakcji, w tym jej przeprowadzenia. W związku z tym istniałaby platforma czysto informacyjna, która umożliwiałaby dostęp do pewnych informacji o symbolizowanych instrumentach finansowych w łańcuchu blokowym, co nie wymagałoby zezwolenia zgodnie z art. 15 w związku z załącznikiem 2 ust. A pkt 1 zdanie pierwsze ustawy Prawo bankowe, tym bardziej, że samo odzwierciedlenie informacji lub prezentacja informacji, które są publicznie i ogólnie dostępne, i tak nie stanowi pośrednictwa transakcyjnego.

2.5.2 Zarządzanie portfelem, doradztwo inwestycyjne i analiza finansowa

⁶³⁰ *Seggermann w Brandl/Saria, WAG, wydanie 2 2018, § 1 Rz 16 w nawiązaniu do motywu 20 do MiFID I.*

Obsługa interfejsu do DEX-u umożliwia realizację potencjalnie dalszych działań istotnych z punktu widzenia prawa rynku finansowego. W związku z tym pojawia się pytanie, czy można za jego pomocą realizować (indywidualne) zarządzanie portfelem, doradztwo inwestycyjne lub usługi dodatkowe, takie jak analiza papierów wartościowych i analiza finansowa lub inne formy ogólnych zaleceń dotyczących (symbolicznych) instrumentów finansowych, które służą wspieraniu klientów. 339

Zarządzanie portfelami to *zarządzanie portfelami na zasadzie indywidualnej z uprawnieniami uznaniowymi na podstawie upoważnienia udzielonego przez klienta, pod warunkiem, że portfele te zawierają jeden lub więcej instrumentów finansowych.*⁶³¹ Zarządzanie rozumiane jest jako ciągłe inwestowanie i monitorowanie aktywów. Sugeruje to pewną stałość na linii czasu. Zarządzanie inwestycjami na zasadzie indywidualnej oddziela zarządzanie portfelem od zarządzania portfelem zbiorczym lub zarządzanie aktywami (funduszami). Kolejną cechą charakterystyczną zarządzania portfelem jest to, że pełnomocnictwo klienta musi również określać dyskrecję w zarządzaniu aktywami, tym samym wyznaczając granicę do nieuznaniowego wykonywania zleceń w imieniu klientów. Należy⁶³² zauważyć w tym względzie, że poszczególne instrukcje lub wytyczne inwestycyjne nie są szkodliwe dla zarządzania portfelem.⁶³³ 340

341

⁶³¹ Artykuł 4 ust. 1 pkt 2 VVG.

⁶³² Załącznik 2 sekcja A ust. 1 nr 2 do Prawa bankowego.

⁶³³ Seggermann w Brandll/Saria, wydanie 2, 2018, § 1 Rz 26 mwN.

Jeżeli platforma oprogramowania jedynie tworzy technicznie przetworzony dostęp do już publicznej sieci zdecentralizowanej, nie obejmuje to (indywidualnego) zarządzania portfelem zgodnie z załącznikiem 2 sekcja A ust. 1 pkt 4 ustawy Prawo bankowe.

- 342 Doradztwo inwestycyjne polega na "udzielaniu klientowi osobistych rekomendacji, na jego prośbę lub z inicjatywy spółki zarządzającej aktywami, dotyczących jednej lub więcej transakcji na instrumentach finansowych".⁶³⁴
- 343 Doradztwo inwestycyjne dzieli się na dwa obszary działania - doradztwo w zakresie określonych instrumentów finansowych i strukturyzacji aktywów poprzez doradztwo związane z określonym portfelem. W związku z tym doradztwo inwestycyjne obejmuje wszystkie informacje i oceny, jak również oczekiwania dotyczące instrumentów finansowych, ale również doradztwo dotyczące konkretnych transakcji handlowych w celu promowania portfela. Doradztwo inwestycyjne wymaga zindywidualizowanej, osobistej rekomendacji. Ogólne informacje na temat instrumentów finansowych lub ogólne oczekiwania rynku zasadniczo nie kwalifikują się jako doradztwo inwestycyjne, ponieważ przy udzielaniu porady inwestycyjnej należy zawsze brać pod uwagę osobistą sytuację inwestora. W tym względzie doradztwo inwestycyjne odnosi się do niektórych instrumentów finansowych lub niektórych transakcji handlowych, które muszą być dostosowane do odpowiedniej sytuacji klienta w odpowiedni sposób, przy czym doradztwo inwestycyjne wskazuje na indywidualizację. W przeciwnym razie może istnieć zalecenie inwestycyjne, które stanowi usługę dodatkową.⁶³⁵

⁶³⁴ Artykuł 4 ust. 1 pkt 3 VVG.

⁶³⁵ Seggermann w Brandl/Saria, wydanie 2, 2018, § 1 Rz 28 i nast.

W odniesieniu do interfejsu na DEX-ie, w zależności od konkretnej konstrukcji, doradztwo inwestycyjne będzie regularnie zawierane ze względu na indywidualizację, ponieważ na różnych rodzajach symbolizowanych instrumentów finansowych wyświetlane są tylko ogólne informacje, które są publicznie dostępne, co wyklucza stosowanie załącznika 2 ust. A pkt 1 ppkt 5 ustawy Prawo bankowe.⁶³⁶ 344

Oprócz tych uwag na temat doradztwa inwestycyjnego należy dokładniej zbadać usługę pomocniczą rekomendacji inwestycyjnej dotyczącej transakcji z wykorzystaniem instrumentów finansowych lub papierów wartościowych oraz analizę finansową zgodnie z załącznikiem 2 sekcja B nr 5 Prawa bankowego.⁶³⁷ 345

W Austrii definicja zaleceń inwestycyjnych została uzupełniona o terminy "produkcja", "rozpowszechnianie" lub "przekazywanie". Jednakże jest to jedynie językowe określenie treści standardu, aby wyjaśnić, że zapobiega on sytuacji, w której jakakolwiek forma przekazania informacji dotyczących instrumentów finansowych stanowiłaby rekomendację inwestycyjną w rozumieniu usługi dodatkowej.⁶³⁸ 346

Przygotowanie rekomendacji inwestycyjnej oznacza, że została ona opracowana lub znacząco zredagowana. Rozpowszechnianie odnosi 347

⁶³⁶ Zgodnie z motywem 79 dyrektywy 2006/73/WE (MiFID-DRL) doradztwo dotyczące instrumentów finansowych udzielane w gazetach, czasopiśmie, magazynach lub innych mediach docierających do szerokiego grona odbiorców, takich jak Internet, telewizja lub radio, nie jest uważane za zindywidualizowane zalecenie zgodnie z wymogami doradztwa inwestycyjnego, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/73/oj>.

⁶³⁷ Artykuł 3 ust. 1 lit. b) pkt 1 VVG.

⁶³⁸ *Seggermann w Brandl/Saria, WAG*, wydanie 2 § 1 Rz 49.

się do zamierzonego lub rzeczywistego dostarczenia zalecenia inwestycyjnego pewnej liczbie osób poniżej publicznej definicji. Ostatnie z trzech kryteriów, upowszechnianie, odnosi się do przekazywania wszelkiego rodzaju informacji, za pomocą których informacje stron trzecich są udostępniane stronie trzeciej.⁶³⁹

- 348 Ponownie, wszystkie trzy kryteria będą musiały zostać wykluczone w przypadku interfejsu z DEX-em, na którym można handlować symbolicznymi instrumentami finansowymi, w zależności od konkretnej konstrukcji. Stworzenie to należy zanegować, ponieważ oferta jest już wymieniona w samym DEX-ie, a wizerunek tej oferty nie może sam w sobie stanowić stworzenia rekomendacji inwestycyjnej bez dalszych zmian w treści lub konkretnej rekomendacji. Jeżeli zalecenie inwestycyjne nie jest dostępne, nie można go w ogóle rozpowszechniać ani przekazywać, choć w każdym razie nie jest to możliwe w przypadku informacji, które same w sobie są publiczne. W tym zakresie regularnie wyłączana będzie również rekomendacja inwestycyjna zgodnie z załącznikiem 2 sekcja B nr 5 Prawa bankowego.

2.5.3 Podsumowanie Frontend i backend DEX, Market Making i SI

- 349 DEX jest zdecentralizowaną platformą transakcyjną, na której zlecenia dotyczące tokenizowanych instrumentów finansowych są składane, zawierane i realizowane w systemie peer-to-peer w łańcuchu blokowym. Księga zamówień obejmująca przechowywanie, kojarzenie i rozliczanie jest regularnie wykonywana na bieżąco - zazwyczaj w pełni zautomatyzowana za pomocą Smart Contracts.

⁶³⁹ *Seggermann w Brandl/Saria, WAG, wydanie 2 § 1 Rz 49.*

Na tej podstawie DEX jest systemem handlu instrumentami finansowymi i zapewnia konkretny zestaw zasad, zgodnie z którymi można handlować symbolizowanymi instrumentami finansowymi. Jednakże DEX nie powinien być klasyfikowany jako zorganizowana platforma obrotu jak MTF lub OTF, ponieważ zdecentralizowany charakter takiej platformy obrotu oznacza, że nie ma osoby prawnej zdolnej do regulacji, tj. operatora. Ponadto na DEX-ie często prowadzony jest jedynie dwustronny, a nie wielostronny handel; w przeciwnym razie wolny od ryzyka pośrednik zostaje zastąpiony przez podmiot technologiczny. W związku z tym DEX nie powinien być uznawany za system obrotu podlegający obowiązkowi uzyskania zezwolenia. 350

Podczas gdy taki DEX technicznie reprezentuje backend, istnieją również interfejsy programowe lub interfejsy, które reprezentują frontend do DEX i umożliwiają dostęp do informacji z niego pochodzących. Zazwyczaj taki interfejs pozwala użytkownikowi na przeglądanie publicznie dostępnych informacji o tokenach i zamówieniach na DEX-ie w formie graficznej. Te interfejsy są często nazywane również tablicami ogłoszeń lub tablicami ogłoszeń i stanowią system informacyjny, który może stanowić nieuregulowaną usługę techniczną, nawet jeśli żetony reprezentujące instrumenty finansowe są przedmiotem obrotu na DEX. Istotne jest, aby zawarcie i realizacja umowy odbywały się bezpośrednio w DEX-ie, a nie na interfejsie.⁶⁴⁰ 351

⁶⁴⁰ Jeżeli interfejs oprogramowania umożliwia jedynie przeglądanie i przekazywanie ofert transakcyjnych za pośrednictwem określonych tokenów w łańcuchu blokowym, zgodnie z prawem Liechtensteinu nie jest wykonywana żadna

352

Pojawia się jednak w szczególności pytanie, czy operator takiego interfejsu prowadzi pośrednictwo handlowe w odniesieniu do symbolizowanych instrumentów finansowych. Jeżeli jednak platforma informacyjna jest skonstruowana w taki sposób, że odbywa się jedynie graficzne przetwarzanie publicznie dostępnych informacji dotyczących tokenów i zleceń za pośrednictwem tokenów⁶⁴¹ reprezentujących instrumenty finansowe, taki front-end nie jest warunkiem sine qua non udostępnienia konkretnych szczegółów transakcji; na podstawie publicznie dostępnych informacji możliwe jest również zawarcie transakcji bez takiego systemu informacyjnego i nie są prowadzone żadne konkretne transakcje.

2.5.4 TVTG i DEX

353

W Federalnym Dzienniku Ustaw Budżetowych na rok 2019/54 w TVTG wymieniono zdecentralizowaną wymianę (DEX) w związku ze zmianami w DDA.⁶⁴² Odpowiedni art. 2 ust. 1 lit. z quater SPG, zmieniony

czynność wymagająca licencji; nie ma to również zastosowania, jeżeli nowe zlecenia kupna lub sprzedaży mogą być składane bezpośrednio w łańcuchu blokowym za pośrednictwem takiego interfejsu - pod warunkiem, że operator takiej platformy informacyjnej nie jest zaangażowany w kojarzenie, rozliczanie i rozrachunek pasujących interesów kupna lub sprzedaży. Funkcjonowanie systemu, który nie ma na celu zbliżania interesów użytkowników zgodnie ze szczegółowymi i wcześniej określonymi zasadami, lecz jest jedynie pomyślany jako dostawca informacji technicznych i usług dla osób zainteresowanych obrotem instrumentami finansowymi - tj. jako czysty interfejs informacyjny - i dlatego też interfejs ten umożliwia jedynie wymienianie nazwisk osób zainteresowanych kupnem lub sprzedażą instrumentów finansowych, nie jest regulowane przez prawo rynku finansowego.

⁶⁴¹ Zazwyczaj operatorzy interfejsów oferują również możliwość tworzenia nowych zamówień bezpośrednio na DEX-ie.

⁶⁴² BuA 2019/54, s. 305.

w roku 2019/54 oraz lit. zter, zmieniony w roku 2019/93, obejmuje operatorów platform obrotu wirtualnymi walutami i żetonami w ramach TVTG. Nie obejmuje ona wyraźnie operatorów interfejsów, które ułatwiają korzystanie z DEX-u dla warstw technicznych poprzez graficzne wyświetlanie informacji na niektórych żetonach i ofert dotyczących takich żetonów na stronie internetowej (tablicach ogłoszeń). Nie ma wątpliwości, że ten przepis w dauhańskiej agendzie rozwoju ma być przepisem "catch-all". Konsekwencje prawne w praktyce nie są jeszcze znane, ale przepis ten wydaje się być martwym prawem jeszcze przed wejściem w życie TVTG.

Dzieje się tak, ponieważ nadal nie jest jasne, które fakty powinny zostać 354 ostatecznie uwzględnione. Zgodnie z § 2 ust. 1 lit. r TVTG wymiana środków płatniczych na żetony, jak również żetonów na inne żetony, jest już⁶⁴³ uregulowana przez podmiot świadczący usługi w zakresie giełdy VT. Biuro Biuletynu nie powinno być objęte przepisami art. 2 ust. 1 lit. zquater SPG w brzmieniu zmienionym ustawą nr 2019/54 lub lit. zter w brzmieniu zmienionym ustawą nr 2019/93, ale może być objęte rolą dostawcy usług cenowych dla VT zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. t TVTG w brzmieniu zmienionym ustawą nr 2019/54 lub art. 2 ust. 1 lit. s TVTG w brzmieniu zmienionym ustawą nr 2019/93.

Dostawca usług cenowych VT publikuje aktualne zagregowane infor- 355 macje o cenach żetonów. Rząd odnosi się do operatora platformy, którego platforma funkcjonuje jak tablica ogłoszeń, i stwierdza, że czasami muszą oni korzystać z usług dostawców usług cenowych VT

⁶⁴³ IdF BuA 2019/54.

lub dostawców usług wymiany VT.⁶⁴⁴ Dostawcy usług cenowych w zakresie telewizji cyfrowej są zatem częściowo porównywalni z usługami w zakresie dostarczania danych określonymi w dyrektywach MiFID II i MiFIR.⁶⁴⁵ Jednak tablica ogłoszeń lub tablica ogłoszeń w DEX-ie nie musi być zarejestrowana jako dostawca usług cenowych VT. Taki biuletyn lub tablica informacyjna dostarcza użytkownikom systemów VT zbiorczą informację cenową, tj. średnią cenę sprzedaży lub kupna *"transakcji zawartych w systemie VT w odniesieniu do tokenów"* na podstawie⁶⁴⁶ ofert kupna i sprzedaży lub zawartych transakcji.

356 Tablica ogłoszeń odzwierciedla jednak przede wszystkim informacje z łańcucha blokowego odnoszące się do konkretnych żetonów i konkretnych zamówień i nie zawiera zagregowanych informacji o cenach w rozumieniu średnich cen transakcji zawieranych w systemie VT. Jeżeli wyświetlana jest tylko informacja o konkretnych ofertach DEX-u, nie jest podawana średnia cena, a tym samym nie jest podawana zbiorcza informacja o cenie. Jest rzeczą oczywistą, że operator tablicy ogłoszeń może również oferować takie usługi i dlatego musiałby zarejestrować taką usługę w FMA jako dostawca usług cenowych dla VT.⁶⁴⁷

357 Wracając do operatorów platformy handlowej dla wirtualnych walut lub żetonów zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. z quater SPG w brzmieniu zmienionym przez SPG 2019/54 lub lit. zter w brzmieniu zmienionym przez SPG 2019/93, należy zauważyć, że nawet jeśli operator ten nie

⁶⁴⁴ BuA 2019/54, s. 162.

⁶⁴⁵ Zob. rozdział II.2.5.6.

⁶⁴⁶ BuA 2019/54, s. 162.

⁶⁴⁷ Art. 2 ust. 1 lit. k i lit. t w związku z art. 11 ust. 1 i art. 12 ust. 1 w związku z art. 23 TVTG w brzmieniu zmienionym przez BuA 2019/54.

zmienia żetonów w stosunku do własnej księgi, lecz nabywa je od osób trzecich, na przykład na zlecenie, sytuacja taka⁶⁴⁸ jest odnotowywana przez powiernika żetonów VT lub powiernika klucza VT, ponieważ taki podmiot będzie koniecznie posiadał żeton lub klucz VT⁶⁴⁹ przez co najmniej jedną sekundę prawną przy realizacji odpowiedniej transakcji. Jednakże to właśnie te obszary działalności powinny zostać objęte art. 2 ust. 1 lit. z quater DDA zmieniony DDA 2019/54 oraz lit. zter zmieniony DDA 2019/93, zgodnie ze sprawozdaniem i wnioskiem. Wydaje się to zbędne, ponieważ podlegający rejestracji dostawcy usług VT, którzy dokładnie obejmują opisane powyżej modele działalności gospodarczej, podlegają badaniu due diligence zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. l) i n) do r TVTG w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/54 lub lit. k) i m) do q TVTG w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93.⁶⁵⁰ Jaka inna działalność mogłaby być rozumiana, nie jest jasne nawet w świetle dziennym, ponieważ stwierdza się również, że działalność operatora platformy handlowej w zakresie wirtualnych walut lub żetonów musi wykraczać poza

⁶⁴⁸ Art. 2 ust. 1 lit. n) i o TVTG zmieniony przez BuA 2019/54.

⁶⁴⁹ Por. uwagi dotyczące wymiany plików kryptograficznych w ramach dostawcy usług w zakresie wymiany informacji o telewizji cyfrowej, zawarte w dokumencie BuA 2019/54, s. 158 i następane, w szczególności s. 160 ostatni akapit.

⁶⁵⁰ Innymi słowy, VT token custodians, VT key custodians i VT exchange service providers (por. art. 3 ust. 1 lit. r DDA w brzmieniu zmienionym w latach 2019/93).

zwykłą działalność maklerską, bez jakiegokolwiek udziału w przepływach płatności.⁶⁵¹

2.5.5 Tablica Podsumowująca i DEX jako dostawca usług cenowych VT?

358 Rząd stwierdza w BuA 2019/54 na stronie 160, że operatorzy interfejsów lub systemów informatycznych, którzy mają dostęp do DEX-u i prezentują informacje na tokenach lub zamówienia wymienione na nim w formie przetworzonej, dostarczają zagregowane informacje o cenach. Choć może tak być, to nie jest to obowiązkowe. Operator takiej tablicy ogłoszeń, który uzyskuje i odzwierciedla informacje publiczne z DEX-u, dostarcza informacje z łańcucha blokowego dotyczące konkretnych żetonów i konkretnych zamówień, które mogą być zawierane dwustronnie. Procedura ta nie stanowi dostarczenia zagregowanych informacji cenowych w rozumieniu średnich cen transakcji zawieranych w systemie VT, ale odzwierciedla konkretne ceny konkretnych ofert sprzedaży lub kupna. Jeżeli jednak na DEX-ie przetwarzane są graficznie nie tylko informacje (cenowe) o konkretnych ofertach, ale faktycznie wyświetlane są średnie ceny, może być dostępny dostawca usług VT, który musi być zarejestrowany w FMA.

359 SPG w wersji zmienionej przez BuA 2019/54 obejmuje operatorów platform obrotu wirtualnymi walutami lub żetonami zgodnie z TVTG jako

⁶⁵¹ Stwierdzenia zawarte w BuA 2019/54 S 304, dotyczące przypisania inteligentnej umowy operatorowi platformy handlowej, również nie są przekonujące, ponieważ to regularnie nie tworzy żadnej technicznej kontroli ani wpływu na przetwarzanie transakcji, ponieważ inteligentna umowa stanowi autonomiczną strukturę w zdecentralizowanym łańcuchu blokowym, który może być kontrolowany przez każdego.

osoby podlegające badaniu due diligence. Nawet jeśli ma to być postrzegane jako zwykły haczyk, nie jest jasne, które role mają być pod tym względem brane pod uwagę. Objęte zostaną osoby prowadzące platformy handlowe, za pośrednictwem których możliwa jest wymiana wirtualnych walut na prawny środek płatniczy, inne wirtualne waluty lub żetony. Działalność giełdowa w stosunku do własnej książki jest już objęta działalnością dostawcy usług wymiany VT. W przypadku zakupu lub sprzedaży żetonów w ramach umowy o udzielenie pełnomocnictwa rząd sam stwierdza, że zgodnie z prawem przyjmuje się, iż żetony lub klucze prywatne są przechowywane lub zarządzane przez kontrahenta przez co najmniej jedną sekundę prawną,⁶⁵² dlatego też czynność ta jest objęta depozytariuszem żetonów lub kluczy VT. W związku z tym wydaje się, że dla operatora platform handlowych pozostało niewiele miejsca na wirtualne waluty lub żetony. Terminologia "platforma handlowa" sugerowałaby wielostronne transakcje, ale prawo stanowi, że działalność musi wykraczać *"poza zwykłą działalność pośrednictwa bez udziału w przepływie płatności"*. Jeśli⁶⁵³ jednak dojdzie do dopasowanego handlu głównego, operator takiej platformy działa z jednej strony przeciwko własnej książce, a z drugiej strony realizuje zamówienia klientów. Również w tym przypadku zapewnia się, że tylko jeden dostawca usług VT może przeprowadzać takie transakcje. W tym względzie praktyczne znaczenie tego przepisu w DDA wydaje się być możliwe do zrealizowania.

2.5.6 Usługi w zakresie dostarczania danych i tablice ogłoszeń

⁶⁵² BuA 2019/54, s. 160.

⁶⁵³ Art. 2 ust. 1 lit. z quater SPG, zmieniony przez BuA 2019/54.

Oprócz firm inwestycyjnych i rynków regulowanych dyrektywa MiFID II przewiduje również usługi w zakresie dostarczania danych, które mają⁶⁵⁴ być przypisane do segmentu sprawozdawczego (dostawcy usług w zakresie dostarczania danych).⁶⁵⁵ Zgodnie z MiFID II istnieją zatwierdzone systemy publikacji⁶⁵⁶, dostawcy znaczników danych skonsolidowanych⁶⁵⁷ oraz zatwierdzone mechanizmy sprawozdawcze.⁶⁵⁸ Te usługi w zakresie dostarczania danych są zasadniczo zróżnicowane między sprawozdawczością dotyczącą transakcji a sprawozdawczością dotyczącą handlu. W sprawozdaniach z transakcji informacje o transakcjach na instrumentach finansowych są przekazywane krajowemu organowi nadzoru w celu umożliwienia monitorowania rynku i wykrycia nieprawidłowości lub widocznego obrotu na wczesnym etapie.⁶⁵⁹ Natomiast Trade Reporting publikuje in-

⁶⁵⁴ Koszty licencjonowania usługi dostarczania danych w ramach FMA wynoszą 30.000,00 CHF (załącznik 1 sekcja A nr 1 lit. q do FMA). Roczna opłata nadzorcza wynosi co najmniej 20 000,00 CHF i co najwyżej 150 000,00 CHF (załącznik 2, tytuł I, sekcja I FMA).

⁶⁵⁵ Art. 4 ust. 1 nr 63 MiFID II; art. 3a ust. 1 Z 46-49 Prawa bankowego.

⁶⁵⁶ Zatwierdzony układ publikacji oder APA; art. 4 ust. 1 nr 52 MiFID II.

⁶⁵⁷ Dostawca taśm skonsolidowanych lub CTP; art. 4 ust. 1 nr 53 MiFID II. Jeżeli porówna się wersję angielską z niemiecką wersją MiFID II, można zauważyć, że w cytowanym przepisie znalazł się błąd w tłumaczeniu. APA (zatwierdzone systemy publikacji) zostały tutaj nieprawidłowo przetłumaczone jako "APS".

⁶⁵⁸ Zatwierdzony mechanizm sprawozdawczy oder ARM; art. 4 ust. 1 nr 54 MiFID II.

⁶⁵⁹ Zgłaszanie szczegółów transakcji właściwym organom (aspekt sprawozdawczy).

formacje o transakcjach na papierach wartościowych i tym samym udostępnia je innym uczestnikom rynku.⁶⁶⁰ Ma to na celu przeciwdziałanie asymetrycznemu rozkładowi informacji, a także umożliwienie znalezienia najlepszego miejsca do realizacji zleceń.

Procedura wydawania zezwoleń jest taka sama dla wszystkich usług w zakresie dostarczania danych.⁶⁶¹ APA jest obowiązkowe dla firm inwestycyjnych oraz podmiotów systematycznie internalizujących transakcje na instrumentach finansowych będących w obrocie w systemach obrotu na własny rachunek lub w imieniu klientów. Zgodnie z art. 20 i 21 MiFIR, w kontekście przejrzystości obrotu, obowiązkowe jest publikowanie wolumenu, ceny i czasu zawarcia transakcji na niektórych instrumentach finansowych. Dostawca oprogramowania, który oferuje interfejs do DEX-u, na którym handluje się również tokenami bezpieczeństwa, publikuje informacje handlowe dotyczące instrumentów finansowych, ale nie od banków, firm inwestycyjnych ani firm zarządzających aktywami, pod warunkiem że informacje te są przetwarzane i wyświetlane przez łańcuch blokowy. Byłoby to co najwyżej możliwe, gdyby na DEX-ie pojawił się systematyczny internalizator. W takim przypadku jednak, internalizator musiałby zapewnić, że ma on związek z zatwierdzonym APA.

Z tego powodu operator interfejsu do DEX-u⁶⁶² również nie jest CTP, ponieważ takie dane są konsolidowane w strumieniu danych na żywo,

⁶⁶⁰ Publikacja informacji handlowych (aspekt reklamowy).

⁶⁶¹ Art. 59 ff MiFID II.

⁶⁶² Patrz rozdział II.2.5 tablicami ogłoszeń lub tablicami ogłoszeń opartymi na oprogramowaniu.

za pośrednictwem którego można uzyskać dane dotyczące cen i wolumenu danych handlowych dla instrumentu finansowego. Informacje handlowe odnoszą się jednak wyłącznie do danych dotyczących konkretnych instrumentów finansowych na rynkach regulowanych, MTF, OTF i zatwierdzonych systemów publikacji.⁶⁶³ Zdecentralizowana giełda, na której czasami odbywa się obrót żetonami reprezentującymi instrumenty finansowe, nie stanowi takiego miejsca obrotu ani usługi dostarczania danych, dlatego też przepis w CTP nie ma również znaczenia dla takiej tablicy ogłoszeń lub platformy informacyjnej, która ma dostęp do DEX-u opartego na łańcuchu blokowym.

363 Taki usługodawca oferujący interfejs do DEX-u nie musi zgłaszać się do krajowego organu nadzoru lub do EUNGiPW, a zatem nie może stanowić ARM.

2.6 Kwestie związane z prospektem emisyjnym

364 Ustawa o prospekcie emisyjnym papierów wartościowych w Liechtensteinie (WPPG) transponowała⁶⁶⁴ do prawa krajowego do 21.07.2019 r. dyrektywę o prospekcie emisyjnym⁶⁶⁵ w sprawie sporządzania pros-

⁶⁶³ W art. 4 ust. 1 nr 53 MiFID II błędnie przetłumaczono jako "GSP".

⁶⁶⁴ LGBl 2007.196; błędnie i prawdopodobnie w oparciu o błąd redakcyjny, art. 1a ust. 2 lit. b BankV nadal odnosi się do WPPG zamiast do Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym 2017/1129 i WPPDG EOG.

⁶⁶⁵ Dyrektywa 2003/71/UE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/71/oj>.

pektu emisyjnego w związku z publiczną ofertą papierów wartościowych⁶⁶⁶ lub ich dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym.⁶⁶⁷⁶⁶⁸ Od 21.07.2019 r. Rozporządzenie w sprawie prospektu emisyjnego ma również bezpośrednie zastosowanie w EOG, a tym samym w całym Liechtensteinie, i zastępuje dyrektywę w sprawie prospektu emisyjnego.⁶⁶⁹ Implementacja nastąpiła w ustawie wykonawczej do ustawy o prospekcie emisyjnym papierów wartościowych EOG.⁶⁷⁰ Oprócz ułatwienia sporządzania prospektów emisyjnych, rozporządzenie koncentruje się przede wszystkim na wyjątkach od sporządzania prospektu emisyjnego. Emisje o całkowitej równowartości mniejszej niż 1 mln EUR w okresie dwunastu miesięcy nie mogą wymagać prospektu emisyjnego w żadnym z państw UE lub EOG. Liechtenstein korzysta z możliwości - oferowanej przez rozporządzenie - i ustala krajowy próg, poniżej którego nie jest wymagany prospekt emisyjny, na 8 mln EUR w okresie 12 miesięcy.⁶⁷¹

⁶⁶⁶ Termin "papiery wartościowe" odnosi się w szczególności do zbywalnych papierów wartościowych, a tym samym do instrumentów finansowych zgodnie z załącznikiem 2 sekcja C Prawa bankowego; por. art. 3 ust. 1 lit. a WPPG, LGBl 2007,196.

⁶⁶⁷ Artykuł 2 ust. 1 WPPG, LGBl 2007.196.

⁶⁶⁸ Rozporządzenie 2017/1129, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>.

⁶⁶⁹ Decyzja Wspólnego Komitetu EOG/Wspólnego Komitetu (JCD) 84/2019 z 29.03.2019; por. BuA 2019/36, s. 6; odnotowuje również dwa rozporządzenia delegowane dotyczące rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego EU/2019/979, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2019/980/oj oraz EU/2019/980, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/979/oj>.

⁶⁷⁰ EEA SPA, LGBl 2019.159.

⁶⁷¹ BuA 2019/36, s. 8; art. 3 lit. b) OSO EOG.

2.6.1 Definicja papierów wartościowych i oferty publicznej

365

Zgodnie z art. 1 ust. 1 w związku z art. 3 ust. 1 Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym, prospekt emisyjny papierów wartościowych musi być sporządzony w związku z publiczną ofertą papierów wartościowych i ich dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym w UE lub EOG. Zgodnie z art. 2 lit. a Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym, papiery wartościowe w tym znaczeniu są zbywalnymi papierami wartościowymi w rozumieniu art. 4 ust. 1 nr 44 MiFID II.⁶⁷² Zaproszenia do składania ofert (*invitatio ad offerendum*) nie zostały uwzględnione ani w OPS EOG w Liechtensteinie, ani w rozporządzeniu w sprawie prospektu emisyjnego, ani w dawnych austriackich CMM⁶⁷³ lub CMM 2019.⁶⁷⁴⁶⁷⁵

⁶⁷² Z wyjątkiem instrumentów płatniczych lub instrumentów rynku pieniężnego zgodnie z art. 4 ust. 1 nr 17 MiFID II o terminie zapadalności krótszym niż 12 miesięcy. Por. instrumenty finansowe wymienione w załączniku 2 sekcja C nr 1 BankG.

⁶⁷³ § 1 ust. 1 nr 1 KMG BGBl. nr 625/1991 z późniejszymi zmianami z dnia 02.01.2018 r.

⁶⁷⁴ Federalny Dziennik Ustaw I nr 62/2019; § 1 ust. 1 nr 1 austriackiej ustawy o rynku kapitałowym z 2019 r.

⁶⁷⁵ Por. *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, wydanie 2, § 1 Rz 8 mwN, zgodnie z którym zaproszenie do składania ofert oraz powiadomienia o wiedzy, w których zamiar sprzedaży jest immanentny, mogą być również objęte pojęciem oferty publicznej, ale należy to wykluczyć w odniesieniu do prawnego sformułowania "zaproszenie do składania ofert", konkretne warunki subskrypcji są również wymagane do subskrypcji. Istnienie konkretnego zamiaru sprzedaży jako wystarczającego kryterium oferty publicznej zostało krytycznie ocenione i odrzucone w obowiązującej doktrynie austriackiej. Potencjalny inwestor musi otrzymać co najmniej *Essentialia negotii* w zgłoszeniu dotyczącym zbywalnych

Ze względu na ochronę inwestorów, pojęcie zabezpieczenia należy interpretować szeroko.⁶⁷⁶ Istotne jest, aby były to zbywalne, a zatem zamienne "certyfikaty",⁶⁷⁷ które są wydawane "w dużych ilościach i o tej samej treści",⁶⁷⁸ tak aby inwestorzy nabywali identyczne prawa bez jakiegokolwiek indywidualizacji.⁶⁷⁹ 366

Termin "papiery wartościowe" w rozporządzeniu w sprawie prospektu emisyjnego opiera się zatem na trzech kryteriach: standaryzacji, zbywalności i zbywalności.⁶⁸⁰ W szczególności akcji imiennych o ograniczonej zbywalności nie należy zatem klasyfikować jako zbywalnych 367

papierów wartościowych. Jest to również zgodne z brzmieniem prawa, gdyż bez koniecznej treści umownej nie jest możliwy zapis i w związku z tym nie można wystosować zaproszenia do składania zapisów na zbywalne papiery wartościowe - por. w tym zakresie *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, wydanie 2, § 1 Rz 6 f mwN.

⁶⁷⁶ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, wydanie 1, § 1 Rz 40; *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, wydanie 2, § 1 Rz 62 mwN, Rz 65.

⁶⁷⁷ Nawet bez sekurytyzacji może istnieć papier wartościowy lub prawo do zapisu na rachunku w rozumieniu zbywalnych papierów wartościowych. Wynika to już z faktu, że prospekt emisyjny papierów wartościowych musi być również sporządzony i zatwierdzony przez właściwy organ nadzoru w celu dopuszczenia zbywalnych papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Dzieje się tak, ponieważ art. 3 ust. 1 CDPW wymaga, aby papiery wartościowe dopuszczone do obrotu w systemach obrotu - najpóźniej od 2023 r. lub 2025 r. - były rejestrowane za pomocą zapisów księgowych na rachunku papierów wartościowych. Użycie terminu "czyn" wydaje się zatem niedokładne. Dematerializacja zob. *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, wydanie 2, § 1 Rz 69 mwN.

⁶⁷⁸ *Zivny*, KMG, krótki komentarz, wydanie 2, § 1 Rz 61.

⁶⁷⁹ *Zivny*, KMG, krótki komentarz, wydanie 2, § 1 Rz 61.

⁶⁸⁰ Zob. rozdział II.2.3.1.

papierów wartościowych, a tym samym jako instrumentów finansowych. Nie musi to mieć miejsca w przypadku umów typu "lock-up".⁶⁸¹

- 368 Oferta publiczna charakteryzuje się komunikacją z niezdefiniowaną grupą osób⁶⁸² - tj. społeczeństwem. Takie powiadomienie może zostać dokonane w dowolny sposób i w dowolnej formie, pod warunkiem że dostępne są wystarczające informacje na temat warunków emisji i instrumentów finansowych, które mają zostać wyemitowane, aby umożliwić potencjalnemu inwestorowi dokonanie świadomego osądu, czy należy nabyć lub objąć odpowiednie zbywalne papiery wartościowe (decyzja inwestycyjna); dotyczy to również plasowania papierów wartościowych przez pośrednika finansowego.⁶⁸³ Nie ma specjalnych wymagań dotyczących pojęcia społeczeństwa. W opinii BaFin nawet oferta skierowana wyłącznie do określonej grupy osób - np. pracowników lub określonych grup zawodowych - jest zatem równoznaczna z ofertą publiczną⁶⁸⁴. Zdaniem Austrii jednak, aby zgłoszenie (wraz z wystarczającymi informacjami na temat warunków

⁶⁸¹ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 70 mwN; ESMA/2015/1874, Q&A, Prospekt emisyjny 23. zaktualizowana wersja - 15 grudnia 2015 r., pytanie 67, S 51 f.

⁶⁸² *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, wydanie 2, § 1 Rz 18; Podawanie do wiadomości publicznej.

⁶⁸³ Art. 2 lit. d Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym.

⁶⁸⁴ Patrz BaFin, obowiązek publikacji prospektu emisyjnego, 01.11.2013, ostatnio zmieniony 05.08.2019, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html

jego wystawienia) mogło spełniać element publiczny, musi być skierowane do zasadniczo nieograniczonej grupy adresatów.⁶⁸⁵

Elementem składowym oferty publicznej jest zatem, oprócz elementu 369 opinii publicznej lub ogłoszenia społeczeństwa, komunikat, który musi zawierać wystarczające informacje na ten temat. Termin "komunikacja" jest już z mocy prawa interpretowany bardzo szeroko i obejmuje każdy rodzaj komunikacji. Jednakże oferta publiczna musi zawsze opierać się na koncepcji prawa rynkowego. W związku z tym należy założyć, że oferta publiczna jest kierowana do potencjalnych inwestorów w sposób celowy i że zostali oni poinformowani o zasadniczej treści umowy, w szczególności o umawiającej się stronie i emitencie, rodzaju wyemitowanego produktu finansowego, terminie (jeśli dotyczy), konkretnej cenie i możliwościach subskrypcji, jak również o numerze ISIN⁶⁸⁶, jeśli dotyczy. Jeżeli w wyniku przekazania informacji inwestorzy są w stanie sami dokonać zapisu na zbywalne papiery wartościowe lub złożyć ofertę zapisu lub zamówienia na nie, należy przyjąć komunikat stanowiący ofertę publiczną.⁶⁸⁷

Niniejsze rozumienie oferty publicznej odnosi się również do 370 plasowania (z lub bez stanowczego zobowiązania do odbioru) papierów wartościowych przez osoby trzecie.⁶⁸⁸ Obowiązek sporządzenia prospektu emisyjnego papierów wartościowych ma zastosowanie do każdego, kto publicznie oferuje papiery wartościowe poprzez ich

⁶⁸⁵ *Zivny*, KMG, krótki komentarz, wydanie 2, § 1 Rz 18.

⁶⁸⁶ Międzynarodowy numer identyfikacyjny papierów wartościowych.

⁶⁸⁷ *Zivny*, KMG, Kurzkomentarz, wydanie 2, § 1 Rz 7; zob. także BuA 2007/38, s. 27.

⁶⁸⁸ Dostawcy w ofercie wtórnej są również uwzględniani.

emisję (emisja nostro lub emisja własna, ale także emisja loro lub emisja przez osoby trzecie).⁶⁸⁹ Osoba, która ostatecznie składa wniosek o dopuszczenie zbywalnych papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, podlega również obowiązkowi sporządzenia prospektu emisyjnego.⁶⁹⁰

371 Informacje i wpisy cen w systemach transakcyjnych i zleceń, jak również informacje w systemach informatycznych lub działalność animatora rynku nie są traktowane jako komunikat w rozumieniu oferty publicznej.⁶⁹¹

372 W tym aspekcie interfejsy oprogramowania do DEX-u będą⁶⁹² zazwyczaj - pod warunkiem że tylko informacje dotyczące tokenów lub zleceń w łańcuchu blokowym w odniesieniu do instrumentów finansowych są wyświetlane w formie przetworzonej - uznawane za system informacyjny, który nie pociąga za sobą obowiązku publikacji prospektu emisyjnego. W związku z tym, jak wyjaśniono, taki interfejs może być zaprojektowany w miarę możliwości bez regulacji na mocy prawa Liechtensteinu. Jednakże żetony zabezpieczające, za pomocą których informacje są wyświetlane na froncie, muszą być również wprowadzane do tyłu, tzn. do DEX-u na łańcuchu blokowym.

⁶⁸⁹ Jednakże gwarantowanie (z gwarancją przejęcia emisji) lub plasowanie (bez gwarancji przejęcia emisji) instrumentów finansowych stanowi usługę inwestycyjną zgodnie z załącznikiem 2 sekcja A ust. 1 nr 6 lub 7 Prawa bankowego.

⁶⁹⁰ Art. 3 ust. 3 Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym; niekoniecznie musi to być emitent jednocześnie (np. główny zarządca). Nie obejmuje to dopuszczenia do obrotu instrumentów finansowych na MTF lub OTF. Jednakże dopuszczenie do obrotu na MTF lub OTF będzie regularnie stanowić ofertę publiczną.

⁶⁹¹ *Zivny*, KMG, krótki komentarz, wydanie 2, § 1 Rz 13.

⁶⁹² Zob. rozdział II.2.5.

Będzie to zależało od konkretnej działalności. Odnosząc się do powyższej realizacji w odniesieniu do działalności animatora rynku, 373 należy zauważyć, że nie pociąga to za sobą obowiązku publikacji prospektu emisyjnego. Oprócz instrumentów finansowych, które podlegają wymogom obrotu, animatorzy rynku pozagiełdowego i podmioty systematycznie internalizujące transakcje mogą działać na DEX-ie i zawierać transakcje na tokenach, które reprezentują instrumenty finansowe.⁶⁹³ Dwustronne pojawienie się i obrót na własny rachunek na DEX-ie - niezależnie od tego, czy jest on prowadzony przez wyżej wymienione podmioty rynku finansowego, czy przez przedsiębiorstwa nieregulowane⁶⁹⁴ - wyklucza zatem istnienie zgłoszenia, a w konsekwencji oferty publicznej w rozumieniu Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym, a zatem nie należy sporządzać prospektu emisyjnego papierów wartościowych w odniesieniu do tej działalności.

Jeżeli, z drugiej strony, żadne transakcje dotyczące żetonów reprezentujących instrumenty finansowe nie są przeprowadzane na własny rachunek, ale żetony takie są oferowane na DEX-ie, który jest sam w sobie 374

⁶⁹³ Zob. rozdział II.2.4, w szczególności nota marginesowa 287 i rozdział II.2.5, w szczególności nota marginesowa 332.

⁶⁹⁴ I odwrotnie, jeżeli w działalności upoważnionego animatora rynku nie ma oferty publicznej, musi to mieć miejsce również w przypadku dwustronnego handlu na własny rachunek prowadzonego w sposób nieciągły przez przedsiębiorstwa nieregulowane.

publiczny⁶⁹⁵⁶⁹⁶, konieczne jest sporządzenie i zatwierdzenie prospektu emisyjnego papierów wartościowych, chyba że zastosowanie ma wyjątek. Potencjalnie stwarza to problem, że globalna oferta publiczna z globalnym kręgiem adresatów jest składana za pośrednictwem DEX-u, ale brak jest odpowiednich regulacji prawnych dotyczących różnych jurysdykcji.⁶⁹⁷ Ten problem nie jest nowy, ale istnieje od czasu pojawienia się Internetu.⁶⁹⁸ Wreszcie, w związku z symbolicznymi instrumentami finansowymi, należy również uwzględnić wymóg, aby prospekty emisyjne papierów wartościowych były łatwe do zrozumienia.⁶⁹⁹

2.6.2 Zwolnienia z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego

375 Publiczna oferta papierów wartościowych nie podlega obowiązkowi publikacji zatwierdzonego prospektu emisyjnego zgodnie z art. 3 ust. 1

⁶⁹⁵ Ograniczenie adresatów mogłoby jednak zostać wprowadzone technicznie bezpośrednio w żetonie, co w konsekwencji mogłoby wykluczyć możliwość publicznego lub, w najlepszym przypadku, zbywalności na rynku kapitałowym.

⁶⁹⁶ FMA zatwierdza jedynie prospekt emisyjny, a prospekt emisyjny nie jest zatwierdzany ani autoryzowany, ponieważ FMA sprawdza jedynie formalności związane z prospektem emisyjnym, a nie jego treść. Opłata pobierana przez FMA za zatwierdzenie prospektu emisyjnego wynosi 5.000,00 CHF (załącznik 1, dział C, nr 3 lit. a ustawy o FMA).

⁶⁹⁷ Przynajmniej teoretycznie udział lub subskrypcja mogą być technicznie wykluczone z niektórych jurysdykcji.

⁶⁹⁸ Por. uwagi BaFin, Prospekt emisyjny - stan prawny od 21.07.2019 r., ostatnio zmieniony w dniu 05.08.2019 r., sekcja II, pkt 4.

⁶⁹⁹ Art. 37 i 40 DelVO 2019/980; por. ulotka BaFin Badanie prospektów emisyjnych papierów wartościowych pod kątem ich zrozumiałości, WA 51-Wp 7115-2019/0099 i ulotka BaFin Drugi list informacyjny w sprawie prospektu emisyjnego i wymogów dotyczących zezwoleń w związku z emisją tzw. tokenów kryptograficznych, WA 51-Wp 7100-2019/0011 i IF 1-AZB 1505-2019/0003.

Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym, jeżeli taka oferta nie podlega obowiązkowi notyfikacji zgodnie z art. 25 Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym⁷⁰⁰ lub jeżeli całkowita wartość oferty publicznej w EOG w okresie dwunastu miesięcy nie przekracza 8 mln EUR lub równowartości tej kwoty we frankach szwajcarskich. Zgodnie z⁷⁰¹ motywem 13 rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego próg ten jest zmienny, ponieważ w poszczególnych państwach członkowskich UE lub EOG może zostać ustalony na poziomie od 1 mln EUR do 8 mln EUR. Poniżej całkowitej równowartości 1 mln EUR w ciągu 12 miesięcy w przypadku oferty publicznej w UE lub EOG, nie jest wymagany prospekt emisyjny.⁷⁰²

Dalsze wyjątki od obowiązku publikacji prospektu określone są w art. 376 1 ust. 2-5 Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym. Najważniejsze wyjątki w odniesieniu do ofert publicznych zgodnie z art. 1 ust. 4 Rozporządzenia o Prospekcie są następujące:

⁷⁰⁰ Tak jest na przykład w przypadku inwestycji na mocy prawa niemieckiego lub inwestycji na mocy prawa austriackiego. Ogólnie rzecz biorąc, odnosi się to do papierów wartościowych, których oferta publiczna podlega obowiązkowi publikowania informacji zgodnie z prawem krajowym, mimo że nie są to zbywalne papiery wartościowe, a zatem instrumenty finansowe w rozumieniu MiFID II, lecz są one jedynie klasyfikowane jako produkty inwestycyjne przez ustawodawcę krajowego.

⁷⁰¹ Limit 8 mln EUR w ciągu 12 miesięcy dotyczy tylko Liechtensteinu, a w innych jurysdykcjach niektóre arkusze informacyjne dotyczące papierów wartościowych lub formalny prospekt emisyjny mogą być wymagane w ciągu 12 miesięcy od 1 mln EUR.

⁷⁰² Art. 1 ust. 3 Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym.

- Oferta publiczna zbywalnych papierów wartościowych skierowana wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych⁷⁰³ (art. 1 ust. 4 lit. a Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym)
- Oferta papierów wartościowych skierowana do mniej niż 150 inwestorów niekwalifikowanych w każdym państwie członkowskim (art. 1 ust. 4 lit. b Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym);
- Oferta papierów wartościowych o minimalnym nominale jednostkowym lub minimalnej inwestycji w wysokości 100.000 EUR (art. 1 ust. 4 lit. c i d Rozporządzenia o prospekcie emisyjnym)

Należy zauważyć, że w przypadku powołania się na jeden z tych wyjątków, system paszportowy UE nie może być dłużej stosowany.⁷⁰⁴

2.6.3 Podmioty wnioskujące o DEX i wymóg dotyczący prospektu emisyjnego

377 Obowiązek sporządzenia prospektu emisyjnego powstaje w przypadku publicznej oferty zbywalnych papierów wartościowych

⁷⁰³ Ocena, czy inwestor jest profesjonalny czy nieprofesjonalny, musi zostać przeprowadzona przez emitenta zgodnie z załącznikiem 1 do AMA (załącznik II do MiFID II). Zasadniczo dokonuje się podziału na odpowiednich kontrahentów lub inwestorów instytucjonalnych, inwestorów branżowych i inwestorów nieprofesjonalnych. Inwestorzy branżowi dzielą się na urodzonych członków branżowych (instytucje finansowe lub pośrednicy finansowi) oraz wybranych członków branżowych (inwestorzy niezawodowi, którzy na wniosek mogą być traktowani jako klienci branżowi, jeśli spełniają określone kryteria; tzw. opt-in). Inwestorzy branżowi, a nawet instytucje finansowe mogą być traktowane jako klienci nieprofesjonalni poprzez rezygnację.

⁷⁰⁴ Zob. motyw 13 rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego.

(emisja nostro lub loro) lub dopuszczenia zbywalnych papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, chyba że zastosowanie ma wyjątek, ale nie obejmuje on dopuszczenia do obrotu na MTF lub OTF. Publiczna oferta wymaga, aby oferta została złożona w drodze publicznego ogłoszenia.

Na przykład, informacje i wpisy cen w systemach transakcyjnych i zleceń, dane w systemach informatycznych lub działalność animatora rynku nie są uważane za informacje, które byłyby wymagane w ramach oferty publicznej. 378

Systemy informacyjne (front-end), które przetwarzają i odtwarzają informacje z DEX-u (back-end) w odniesieniu do żetonów i pojedynczych zleceń za pomocą żetonów, które czasami reprezentują instrumenty finansowe, nie powodują powstania obowiązku sporządzenia prospektu emisyjnego ze względu na brak publicznej oferty zbywalnych papierów wartościowych. Jednak pytanie brzmi raczej, jak takie żetony bezpieczeństwa mogą w ogóle dostać się do DEX-u i czy została już złożona oferta publiczna. W takim przypadku problem polega na tym, że jeżeli nie jest to technicznie niemożliwe, za pośrednictwem DEX-u dokonywana jest globalna emisja, ale nie istnieją globalne regulacje dotyczące publicznych ofert instrumentów finansowych i prospektów emisyjnych papierów wartościowych. 379

W przypadku plasowania zbywalnych papierów wartościowych (w formie żetonów) w DEX-ie, pod warunkiem jednak, że zostaną podane do wiadomości zasadniczeia negotii i nie wystąpią żadne wyjątkowe okoliczności, zostanie przeprowadzona oferta publiczna i dlatego wymagany jest prospekt emisyjny. 380

381

Na DEX, na którym obraca się żetonami zabezpieczającymi, animatorzy rynku (pozagiełdowego) i systematyczni internalizatorzy rynku mogą zasadniczo działać jako uczestnicy rynku finansowego. Jak wyjaśniono powyżej, ich działalność nie stanowi oferty publicznej i w związku z tym nie wiąże się z wymogiem posiadania prospektu emisyjnego, ponieważ zapewniają one płynność na rynku kapitałowym poprzez ciągłe lub systematyczne i w znacznym stopniu prowadzenie obrotu instrumentami finansowymi na własny rachunek. Jednakże taki dwustronny obrót na podstawie własnej księgi lub we własnym imieniu i na własny rachunek nie stanowi publicznego udostępniania warunków ofert instrumentów finansowych. Należy uwzględnić zobowiązania handlowe mające zastosowanie do przedsiębiorstw inwestycyjnych w odniesieniu do kapitałowych papierów wartościowych i niektórych instrumentów pochodnych zgodnie z art. 23 i 28 MiFIR.

2.7 Stabilne monety i pieniądz elektroniczny

382

Termin stabilcoin nie jest definicją prawną, ale stabilcoin charakteryzuje się tym, że są one powiązane z różnymi aktywami ("zabezpieczone aktywami"; "zabezpieczone walutą") i są w dużej mierze usunięte ze zmienności przez te zdeponowane wartości. To właśnie poprzez powiązanie takich monet lub żetonów z legalnymi walutami spełniają one niekiedy funkcję przedstawiciela gotówki. W tym kontekście zawsze powstaje pytanie, czy stabilne monety stanowią pieniądz elektroniczny.⁷⁰⁵

383

⁷⁰⁵ Patrz rozdział II.2.2.2.

Poza pieniądzem elektronicznym, stabilne monety mogą być również instrumentami pochodnymi (towarowymi), w zależności od ich specyficznej formy. Jednym z możliwych przykładów może być żeton oparty na cenie złota. W tym przypadku, jak to jest w zwyczaju w przypadku kontraktów na instrumenty pochodne, czas zawarcia kontraktu mający znaczenie dla ceny oraz czas realizacji kontraktu mający znaczenie dla wartości różnią się od siebie, a wartość jest pochodną aktywów bazowych (ceny złota).⁷⁰⁶

Byłoby również możliwe, aby roszczenie rzeczowe w rozumieniu 384 roszczenia o zwrot było przedstawiane w formie żetonu jako odpływ pełnego tytułu prawnego odpowiadającego dokumentowi cywilnemu lub handlowemu dotyczącemu towarów.⁷⁰⁷ Aby pozostać przy przykładzie złota, można by symbolizować (w rem) roszczenie o zwrot określonej sztuki złota (w sensie specjalnego zadłużenia). Taki token nie zostałby zarejestrowany jako instrument finansowy na mocy prawa nadzoru Liechtensteinu.⁷⁰⁸

Wreszcie, wracając do pieniądza elektronicznego, należy zaznaczyć, że 385 przy wykupie pieniądza elektronicznego można pobierać jedynie bardzo ograniczone opłaty.⁷⁰⁹ Zasadniczo, na żądanie klienta i posiadacza

⁷⁰⁶ Por. uwagi w rozdziale II.2.3.3 dotyczące transakcji na instrumentach pochodnych; por. także, w odniesieniu do symbolizacji prawa własności, tytuł I. rozdział I.1.2, który nie stanowi instrumentu finansowego.

⁷⁰⁷ Ze względu na dematerializację, a tym samym brak elementu cielesności, jest to prawdopodobnie "prawo towarowe" lub prawo własności o rzeczywistym charakterze.

⁷⁰⁸ Por. dalej w tytule I. rozdział I.1.2 którym "quasi-normalizacja" może jednak zostać osiągnięta, na przykład w drodze umowy o przechowaniu.

⁷⁰⁹ Takich jak w formie opłat lub innych korzyści; art. 44 ECG.

pieniądza elektronicznego, odpowiednia kwota pieniądza elektronicznego będącego w posiadaniu klienta musi zostać wykupiona w dowolnym momencie (składnik niepamiętny) według wartości nominalnej. Ponadto warunki wykupu, w tym wszelkie roszczenia o wynagrodzenie, muszą być jasno i przejrzysto określone w umowie.⁷¹⁰

2.7.1 Ustawa o pieniądzu elektronicznym - zakres stosowania

386 Zakres stosowania ustawy o pieniądzu elektronicznym (EGG) rozciąga się na komercyjną emisję pieniądza elektronicznego przez emitentów pieniądza elektronicznego.⁷¹¹ Emitentami pieniądza elektronicznego są w szczególności instytucje kredytowe i pieniądza elektronicznego. Dotyczy⁷¹² to instytucji kredytowych w rozumieniu CRD IV, w⁷¹³ tym oddziałów spółek z państw trzecich na terenie Unii Europejskiej - zgodnie z odpowiednim prawem krajowym⁷¹⁴ - jak również tzw. zwol-

⁷¹⁰ Motyw 18 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego; zob. także II.2.7.6 dalszych wytycznych.

⁷¹¹ Artykuł 2 ust. 1 EKG; Artykuł 1 ust. 1 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego 2009/110/WE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/110/oj>.

⁷¹² Artykuł 3 ust. 1 lit. c) Traktatu WE; minimalny kapitał instytucji pieniądza elektronicznego wynosi 350 000,00 EUR lub równowartość tej kwoty w CHF (art. 8 ust. 2 Traktatu WE). Opłata licencyjna pobierana przez FMA dla instytucji pieniądza elektronicznego wynosi 30.000,00 CHF zgodnie z załącznikiem 1, sekcja A, nr 1, lit. g ustawy FMA. Opłata nadzorcza dla instytucji pieniądza elektronicznego wynosi co najmniej 20 000,00 CHF i co najwyżej 120 000,00 CHF rocznie (załącznik 2, część I, sekcja C, nr 1 i 5 FMAA).

⁷¹³ Pierwotne odniesienie odnosi się do poprzedniej regulacji CRD IV, dyrektywy 2006/48/WE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/48/oj>; por. art. 1 ust. 1 lit. a) dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego.

⁷¹⁴ Art. 1 ust. 1 lit. a) dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego w związku z art. 38 i art. 4 ust. 3 dyrektywy CRD III.

nionych osób prawnych (takich jak specjalne instytucje pieniądza elektronicznego zgodnie z art. 30 EGG). Inaczej⁷¹⁵ niż w Austrii, inne działania instytucji pieniądza elektronicznego zgodnie z art. 5 ust. 2 Traktatu WE nie muszą być wyraźnie objęte administracyjnym zakazem wydawania zezwoleń przez FMA w Liechtensteinie.⁷¹⁶

Instytucje pieniądza elektronicznego, wraz z ich odpowiednikami z państw trzecich, również kwalifikują się jako emitenci pieniądza elektronicznego na mocy dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego.⁷¹⁷ Należy zauważyć, że podmioty z państw trzecich muszą być

⁷¹⁵ Por. art. 2 nr 3 w związku z art. 1 ust. 3 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego. Rozporządzenie w sprawie oddziałów spółek mających siedzibę w państwach trzecich zostało uchylone zarówno w Traktacie WE (art. 28 ECG), jak i w prawie bankowym (art. 30p do 30r Banking Act). Ma to na celu wyjaśnienie, że oddziały państw trzecich w Liechtensteinie wymagają niezależnej podmiotowości prawnej (w przeciwieństwie do oddziałów) i zatwierdzenia. Por. BuA 2018/98, s. 83 f.

⁷¹⁶ Por. § 3 ust. 3 öEGG *"Ponadto, instytucje pieniądza elektronicznego mogą prowadzić następujące rodzaje działalności, pod warunkiem, że ich licencja do tego upoważnia:"* Miczajka, Konieczność i zakres zezwolenia w *Vonkilch* (red.), Komentarz do ustawy o pieniądzu elektronicznym z 2010 r., s. 70 (s. 73 f); ponadto może być prowadzona również inna działalność gospodarcza (art. 5 ust. 2 lit. e EGG; § 3 ust. 3 nr 5 öEGG; art. 6 ust. 1 lit. e dyrektywy o pieniądzu elektronicznym) - sposób, w jaki ma to funkcjonować w praktyce pozostaje niepewny - tamże, s. 70 (s. 77). Można by to zrealizować poprzez ścisły podział organizacyjny podobny do tego, jaki obowiązuje w przedsiębiorstwie inwestycyjnym prowadzącym MTF, za pośrednictwem którego można handlować żetonami zabezpieczającymi instrumenty finansowe i który oferuje również obrót żetonami nieregulowanymi (por. rozdział II.2.4.1, FN 568).

⁷¹⁷ Artykuł 1 ust. 1 lit. b) w związku z art. 2 ust. 1 i 3 w związku z art. 8 dyrektywy o pieniądzu elektronicznym.

zakładane zgodnie z prawem krajowym. W prawie krajowym odniesienie do państw trzecich było dotychczas⁷¹⁸ regulowane w art. 28 Traktatu WE. Zgodnie z oświadczeniami zawartymi w raporcie oraz wnioskiem rządu o wprowadzenie ustawy o ubezpieczeniu depozytów i odszkodowaniach dla inwestorów w bankach i firmach inwestycyjnych (EAG), przepisy te dotyczące stosunków z państwami trzecimi zostały uchylone w tym samym czasie, co przepisy dotyczące spółek z państw trzecich w art. 30p do 30r Prawa bankowego.⁷¹⁹⁷²⁰

- 388 W opinii rządu powinno to stanowić dostosowanie prawne, ponieważ oddziały z państw trzecich nie zostały utworzone zgodnie z dotychczasową praktyką, ale niezależne struktury korporacyjne zostały włączone do UE lub EOG i w związku z tym zatwierdzone.⁷²¹ Powinno to również wyjaśniać, że oddziały mogą być wdrażane wyłącznie na podstawie autonomicznego zezwolenia, a zatem z zachowaniem własnej podmiotowości prawnej. W związku z tym naprawione zostaną również niedociągnięcia związane z oddziałami przedsiębiorstw mających siedzibę w krajach trzecich, które uniemożliwiły im korzystanie z systemu Europass lub ze swobody świadczenia usług i swobody przedsiębiorczości.⁷²²

389

⁷¹⁸ IdF LGBl 2011.151.

⁷¹⁹ IdF LGBl 2011.243.

⁷²⁰ BuA 2019/13, S 100 f i BuA 2018/98 S 84 aE; EGG zmienione przez LGBl 2019.106; BankG zmienione przez LGBl 2019.105.

⁷²¹ W odróżnieniu od oddziałów nieposiadających osobowości prawnej, do systemu paszportowego mają dostęp także posiadacze licencji własnych.

⁷²² BUA 2018/98 s. 83 f; por. w odniesieniu do prawnej niezależności oddziałów, ich definicja w art. 3 ust. 1 nr 16 CRD IV w związku z art. 4 ust. 1 nr 17 CRR.

W przeciwieństwie do instytucji CRR, emitenci lub instytucje pieniądza elektronicznego nie podlegają obowiązkowi⁷²³ ustanowienia jako spółka akcyjna lub Societas Europaea (SE) na mocy prawa spółek i w związku z tym mogą być również ustanowione w innych formach prawnych. BaFin stoi na stanowisku, że zgodnie z używaną tam terminologią, centrala lub operator transakcji z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego może być również "*osobą fizyczną, spółką osobową lub inną większością osób, [...] osobami prawnymi lub strukturami korporacyjnymi nieposiadającymi zdolności prawnej*"⁷²⁴. Zgodnie z prawem Liechtensteinu instytucja pieniądza elektronicznego, a tym samym emitent pieniądza elektronicznego, musi być osobą prawną (art. 3 ust. 1 lit. a) i c) EKG).

Przedmiotowy zakres przedmiotowy stosowania dyrektywy w sprawie 390
pieniądza elektronicznego odnosi się zatem do emisji pieniądza elektronicznego, podczas gdy podmiotowy zakres stosowania odnosi się do emitentów pieniądza elektronicznego, co ostatecznie skutkuje faktycznym lokalnym zakresem stosowania, w ramach którego emitenci pieniądza elektronicznego mogą istnieć i uzyskać zezwolenie wyłącznie w EOG/UE. Należy zauważyć, że w przypadku dystrybucji pieniądza elektronicznego za pośrednictwem punktów sprzedaży działających w imieniu emitenta pieniądza elektronicznego, umowa

⁷²³ Art. 18 ustawy Prawo bankowe.

⁷²⁴ BaFin Merkblatt - Informacja o ustawie o nadzorze nad usługami płatniczymi (Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, ZAG) z 22.12.2011, ostatnio zmienionej 29.11.2017, rozdział 4 lit. a sublit bb, https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33.

jest zawierana pomiędzy klientem a emitentem, a nie pomiędzy klientem a punktem sprzedaży.⁷²⁵ Zgodnie z art. 14 ust. 2 EGG, emisja jest również zarezerwowana dla emitentów pieniądza elektronicznego. Dlatego też nie jest możliwe obejście systemu pieniądza elektronicznego poprzez emisję wartości pieniężnej w państwie trzecim, które rozprowadza te wartości pieniężne za pośrednictwem punktu sprzedaży w państwie członkowskim EOG lub UE.

2.7.2 Wnioski dotyczące terytorialnego zakresu stosowania systemu pieniądza elektronicznego

391 Dyrektywa o pieniądzu elektronicznym i jej krajowa implementacja w ustawie o pieniądzu elektronicznym obejmują zawodową emisję pieniądza elektronicznego w odniesieniu do materialnego zakresu stosowania. Osobisty zakres stosowania rozciąga się na emitentów pieniądza elektronicznego, którzy emitują pieniądz elektroniczny. Emitentami pieniądza elektronicznego są w szczególności instytucje kredytowe CRR i instytucje pieniądza elektronicznego. Ten osobisty zakres zastosowania w sposób dorozumiany skutkuje lokalnym zakresem zastosowania. Ponieważ instytucje takie mogą być zarejestrowane i autoryzowane wyłącznie w UE lub EOG, nie jest możliwe emitowanie pieniądza elektronicznego w obcych jurysdykcjach, które nie znają systemu pieniądza elektronicznego.

392 W związku z tym, jeżeli emitowany jest token, który stanowiłby pieniądz elektroniczny, gdyby został on wyemitowany w UE lub EOG, nie stanowi on pieniądza elektronicznego, pod warunkiem że emitent

⁷²⁵ *Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in Vonkilch (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, Rz 52 (s. 30 f).*

ma siedzibę w państwie trzecim, które nie uznaje pieniądza elektronicznego i prowadzi tam emisję. Przykładem takiego żetonu pieniądza elektronicznego, który w przypadku braku emisji w UE lub EOG nie stanowi pieniądza elektronicznego, ale który byłby traktowany jako pieniądz elektroniczny, gdyby został wydany w państwie członkowskim, jest Tether.⁷²⁶ Dystrybucja takiego żetonu przez stronę trzecią (ale nie przez punkt sprzedaży działający w imieniu emitenta) na obszarze EOG lub UE nie otwiera następnie zakresu stosowania systemu pieniądza elektronicznego, ani nie może być uznawana za usługę płatniczą, ponieważ przedmiotowy zakres stosowania ogranicza się do emisji pieniądza elektronicznego, jak wyjaśniono powyżej, a jeżeli taka wartość pieniężna jest emitowana w formie roszczenia wobec emitenta w państwie trzecim, od samego początku nie może być mowy o pieniądzu elektronicznym. Jednakże biorąc pod uwagę związek między działalnością w zakresie pieniądza elektronicznego a działalnością w zakresie depozytów, w danej jurysdykcji zagranicznej należałoby zbadać, czy taka działalność w zakresie depozytów byłaby prowadzona lub czy zostałyby wyemitowane obligacje lub inne obligacje.

2.7.3 żetony jako pieniądz elektroniczny, portfele i niektóre rachunki płatnicze dla pieniądza elektronicznego

Pieniądz elektroniczny składa się z sześciu elementów, które muszą się kumulować, aby stanowiły pieniądz elektroniczny. Zgodnie z⁷²⁷ ustawą o pieniądzu elektronicznym pieniądz elektroniczny definiuje

393

⁷²⁶ Zob. szczegółowo rozdział II.2.7.6

⁷²⁷ Sprawozdanie EBA z poradami dla Komisji Europejskiej w sprawie aktywów kryptograficznych, 09.01.2019, S 13, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

się jako (i) przechowywany elektronicznie lub magnetycznie (ii) wartość pieniężną, która znajduje odzwierciedlenie w (iii) roszczeniu wobec emitenta pieniądza elektronicznego, które (iv)⁷²⁸ jest emitowane za zapłatą określonej kwoty w celu (v) wykonania transakcji płatniczych

⁷²⁸ W angielskiej wersji językowej art. 2 ust. 2 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego termin "funds" jest używany w odniesieniu do kwot pieniężnych (emitowanych po otrzymaniu środków), które mogą być interpretowane szerzej niż niemiecki termin "Geldbeträge". Termin "fundusze" musi być jednak również interpretowany wąsko w znaczeniu funduszy, a nie szeroko w znaczeniu zasobów finansowych lub aktywów. Wynika to również z motywu 18 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego, zgodnie z którym pieniądz elektroniczny musi być zawsze wykupiony według wartości nominalnej; por. również orzeczenie Trybunału EFTA z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie E-9/17 między Edmund Falkenhahn AG a Urzędem ds. Rynku Finansowego w Liechtensteinie, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>, nota uzupełniająca 27 - *"Emitentowi pieniądza elektronicznego nie wolno zatem uzależniać wartości jednostki pieniądza elektronicznego od jakiegokolwiek innej wartości referencyjnej, takiej jak uncja złota, niż wartość nominalna waluty bazowej.* For Liechtenstein, this also results from Article 3 paragraph 3 lit a BankG, according to which, merely by legal fiction, no deposit transaction exists if the amount of money received is directly exchanged for e-money; however, if no deposit transaction exists, an e-money transaction can also never exist as a consequence. Fakt, że możliwość wykupu pieniądza elektronicznego jest faktyczna i że wymóg ten może mieć zastosowanie jedynie do prawnego środka płatniczego i samego pieniądza elektronicznego, wynika ponadto wyraźnie z faktu, że depozyty są środkami bezwarunkowo podlegającymi spłacie oraz że pieniądz elektroniczny nie stanowi, na mocy prawnej fikcji, depozytu, jeżeli kwota otrzymanych środków pieniężnych jest wymieniana bezpośrednio na elektronicznie przechowywaną wartość pieniężną (pieniądz elektroniczny).

(w rozumieniu ustawy o usługach płatniczych; UUP) i które jest również akceptowane przez (vi) osoby fizyczne lub prawne inne niż emitent pieniądza elektronicznego.⁷²⁹

Pieniądze elektroniczne są wykorzystywane przede wszystkim do celów płatniczych, a nie do oszczędzania. Akceptując środki w trakcie emisji pieniądza elektronicznego, nie ma zatem, zgodnie z prawną fikcją, transakcji depozytowej.⁷³⁰ Instytucjom pieniądza elektronicznego zabrania się również udzielania pożyczek ze środków lub odsetek od środków otrzymanych w związku z emisją pieniądza elektronicznego.⁷³¹ 394

Jednakże niektóre waluty kryptograficzne są z natury rzeczy generowane lub wykopywane przez tzw. górnictwo i nie są emitowane przez podmiot centralny. Jeżeli nie istnieje emitent centralny, emitent taki nie 395

⁷²⁹ Art. 3 ust. 1 lit. b) EKG; Uwaga: cyfry rzymskie w nawiasach służą wyjaśnieniu poszczególnych elementów wykroczenia; zob. sprawozdanie EBA, sprawozdanie z zaleceniami dla Komisji Europejskiej w sprawie aktywów kryptograficznych, 09.01.2019, s. 13.

⁷³⁰ Por. art. 3 ust. 3 ustawy o bankowości i motyw 13 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego; por. rozdział II.2.2.2 - działalność w zakresie depozytów nie może być już wznowiona, nawet jeżeli istnieje wyjątek od działalności w zakresie pieniądza elektronicznego, ponieważ w tym przypadku, z dogmatycznego punktu widzenia, pieniądz elektroniczny - choć "nieuprawniony" - jest nadal obecny.

⁷³¹ Motyw 13 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego; jednakże odsetki mogą być przyznane, jeżeli nie są one związane z okresem posiadania. Ponadto art. 18 ust. 4 lit. b) dyrektywy w sprawie usług płatniczych II zezwala również instytucjom płatniczym na udzielanie pożyczek krótkoterminowych, które mają być spłacone w ciągu dwunastu miesięcy.

może wyemitować ani zobowiązać się do nabycia wiarygodności.⁷³² Waluty kryptograficzne, takie jak Bitcoin i eter, również nie powinny być klasyfikowane jako pieniądz elektroniczny, ponieważ nie istnieje żaden emitent pieniądza elektronicznego, przeciwko któremu mogłoby być skierowane roszczenie - reprezentowane w magnetycznej lub elektronicznej wartości pieniężnej. Jest to zgodne z poglądem EBA,⁷³³ który nie uważa walut kryptograficznych za porównywalne z konwencjonalnymi usługami płatniczymi lub ogólnie z regulacjami rynku finansowego UE,⁷³⁴ choć z przyczyn, które prawdopodobnie są błędne.⁷³⁵

396 Ponadto, kryptocurrencies, takich jak BTC lub ETH zazwyczaj nie reprezentują roszczeń, ale raczej, jako "tokeny wartości", niezależny żeton w sensie treści cyfrowych jako towar (dane lub oprogramowanie), a tym samym wirtualnych walut. Żetony takie jak Bitcoin lub eter nie stanowiłyby zatem pieniądza elektronicznego, nawet jeśli byłyby emitowane centralnie, o ile nie stanowią roszczenia wobec emitenta. Pogląd ten wyraził Mersch, członek Zarządu EBC, w przemówieniu skierowanym do EBC w związku z tokenem Facebooka "Libra": *"Pierwsze wyzwanie dotyczy zasadniczo prawnego charakteru Libry. Zasadniczo wybór polega na tym, czy traktować Librę jako pieniądz elektroniczny, jako instru-*

⁷³² Vgl die Ausführung in EBA Opinion on "virtual currencies", EBA/Op/2014/08 vom 04.07.2014, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>, Rz 179 - "absence of a redeemer".

⁷³³ Europejski Organ Nadzoru Bankowego.

⁷³⁴ Twierdzi się, że waluty kryptograficzne nie powinny podlegać systemowi pieniądza elektronicznego lub usług płatniczych, ponieważ zapewniłoby to im wiarygodność, której rzekomo by nie posiadały.

⁷³⁵ EBA/Op/2014/08 z 04.07.2014, Rz 179 f.

ment finansowy, czy też jako walutę wirtualną. Wydaje się, że Libra nie kwalifikuje się jako pieniądź elektroniczny, ponieważ nie zawiera roszczeń jej posiadaczy wobec Libra Association⁷³⁶. Żetony mogą reprezentować roszczenia, a tym samym pieniądź elektroniczny, ale jeśli reprezentują one żeton o rzeczywistej wartości niezależnej od roszczenia (denominowany w pieniądzu), przestępstwo związane z pieniądzem elektronicznym nie może istnieć. Takie żetony reprezentują dane lub oprogramowanie w rozumieniu towarów lub treści cyfrowych i nie stanowią roszczeń do ksiąg, a zatem nie są przedmiotem powiązanych triady lub statków przekazujących pieniądź elektroniczny, depozytów lub instrumentów finansowych.⁷³⁷ Nawet gdyby BTC były emitowane centralnie, nigdy nie mogłyby stanowić pieniądza elektronicznego, gdyby nie były reprezentowane roszczenia wobec emitenta, jak sugeruje *Terlau*.⁷³⁸ Pogląd ten jest dogmatycznie błędny pod wieloma względami i musi zostać odrzucony, co zostanie przedstawione poniżej.

Pojawia się pytanie, czy w momencie powstania roszczenia wobec emitenta należy koniecznie wejść w obszar prawa rynku finansowego 397 dotyczącego instrumentów finansowych, depozytów lub pieniądza elektronicznego. Na przykład, bon w formie żetonu może być wydany

⁷³⁶ *Mersch*, przemówienie na konferencji prawnej EBC, Frankfurt nad Menem, 2 września 2019 r., <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedded9219.en.html>, wygłoszone w dniu 04.10.2019 r., 22:10.

⁷³⁷ Por. także rozdział II.2.2.2 dotyczący tego rozgraniczenia.

⁷³⁸ *Terlau* w *Schimansky/Bunte/Lwowski* (hrsg), Instrukcja Prawa Bankowego § 55a, Rz 148.

w zamian za płatność w formie pieniężnej. Jeżeli stanowi to wiarygodność z tytułu nabycia towarów lub usług, bon taki nie stanowi instrumentu finansowego, ponieważ jest on instrumentem płatniczym. W przypadku braku bezwarunkowego obowiązku spłaty przekazanych środków, nie ma również transakcji depozytowej.⁷³⁹ Powstaje jednak pytanie, czy bon może następnie przedstawiać wartość pieniężną (argument: emisja za pomocą pieniądza elektronicznego), w formie roszczenia (argument: roszczenie o otrzymanie towarów lub usług od emitenta), z którym można dokonać transakcji płatniczych (argument: realizacja lub płatność za towary lub usługi przy pomocy takiego bonu elektronicznego).

398 Jednak kwalifikacja ta nie spełnia już pierwszego kryterium wartości pieniężnej. Taka kwalifikacja może odnosić się tylko do wiarygodności pieniężnej, która jest również związana z podaniem kwoty pieniężnej. Warunkiem wstępnym jest to, że wartość pieniężna musi być konieczną kwotą pieniężną i że roszczenie może odnosić się tylko do takiego roszczenia z datą waluty w formie pieniężnej, a więc transakcja płatnicza musi być dokonana zgodnie z art. 2 nr 2 EKG w związku z art. 4 nr 5 DPZ II lub art. 3 ust. 1 lit. b EKG w związku z art. 4 ust. 1 nr 54 ZDG. W związku z tym dostarczanie, przekazywanie lub wycofywanie środków, które są zdefiniowane jako pieniądze księgowo, gotówka i pieniądz elektroniczny zgodnie z art. 4 ust. 1 nr 18 ZDG (art. 4 nr 25 PSD II), ma zasadnicze znaczenie dla transakcji płatniczych.

399

⁷³⁹ Przewidując wynik, w przypadku odrzucenia transakcji depozytowej, nie można już prowadzić działalności związanej z pieniądzem elektronicznym.

W rezultacie, roszczenie o otrzymanie towarów lub usług nigdy nie może stanowić pieniądza elektronicznego. Jest to również logiczne, ponieważ pieniądz elektroniczny jest prawnie fikcyjnym szczególnym przypadkiem działalności depozytowej - działalność depozytowa zawsze koncentruje się na całkowicie zwrotnych środkach. BaFin przyjmuje następujące stanowisko: *"Pojęcie wartości pieniężnej obejmuje nie tylko prawny środek płatniczy, ale również każdy rodzaj środka płatniczego, który jest ogólnie przyjęty jako zapłata za określone towary lub usługi lub nawet tylko w określonym środowisku społeczno-kulturalnym lub tylko przez strony wielostronnej umowy ramowej.*⁷⁴⁰ Również Auffenberg propaguje tę opinię z niewielkim zróżnicowaniem: *"Jednostki płatnicze oparte na łańcuchach blokowych już teraz spełniają te wymagania ze względu na immanentny przypadek użycia płatności, całkiem niezależnie od ich konkretnego projektu technicznego i kwestii, czy funkcjonują jako oryginalne jednostki blokowe poprzez otwarty i zdecentralizowany łańcuch blokowy, czy też są jednostkami inteligentnej umowy na łańcuch blokowy wydanej przez centralnego wystawcę, czyli programistę inteligentnej umowy.*⁷⁴¹ Ten ostatni opiera się na Terlau'u w swojej opinii.⁷⁴²

Terlau twierdzi, że Bitcoin reprezentuje wartości pieniężne, ponieważ 400
BTC działają jako środek wymiany i płatności.⁷⁴³ Z podanych powodów pogląd ten jest dogmatycznie błędny i musi zostać jednoznacznie

⁷⁴⁰ Ulotka BaFin - Informacje na temat ustawy o nadzorze nad usługami płatniczymi, P 4 a, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html

⁷⁴¹ Auffenberg, e-money on block-chain basis, BKR 2019, s. 341 (s. 342).

⁷⁴² Terlau w Casper/Terlau, ZAG, § 1a Rz 41 mwN.

⁷⁴³ Terlau w Schimansky/Bunte/Lwowski (hrsg), Instrukcja Prawa Bankowego § 55a, Rz 148.

odrzucony. Wartość pieniężna może odnosić się wyłącznie do roszczenia pieniężnego z tytułu wykonania transakcji płatniczych; jeżeli nie było to roszczenie pieniężne, wówczas, jak wyjaśniono, od początku nie można było wykonać żadnej transakcji płatniczej w rozumieniu PSD II, która opiera się na dostarczeniu, wypłacie lub przekazaniu środków. Moreover, e-money transactions are merely a variant of the deposit business; if the existence of a deposit business is a priori impossible, there can never be an e-money transaction (argumentum a maiore ad minus, which is why the e-money transaction regulated in the ECL does not constitute a *lex specialis* to the deposit business under the Banking Act, as it could in this case derogate from the latter)⁷⁴⁴. Roszczenie, które uprawnia posiadacza do otrzymania towarów lub usług, może stanowić lub funkcjonować jako środek wymiany, ale ze względu na brak daty waluty w sensie pieniężnym nie spełnia kryteriów wartości pieniężnej, z jaką można przeprowadzać transakcje płatnicze.

401 Jest to również rygorystyczne, ponieważ pieniądź elektroniczny dogmatycznie stanowi depozyt lub bezwarunkowo zwrotne środki i

⁷⁴⁴ Por. rozdział II.2.2.2, FN 377 ponadto zarówno ustawa bankowa, jak i ustawa wprowadzająca do Traktatu WE stanowią szczególne akty prawne. W kaskadzie nadzoru regulacja banków odpowiada nawet bardziej szczegółowej regulacji. Postrzeganie działalności w zakresie pieniądza elektronicznego jako *lex specialis* w odniesieniu do działalności związanej z depozytami nie wydaje się jednak całkowicie poprawne, ponieważ zarówno ustawa bankowa, jak i ustawa wprowadzająca regulują działalność w zakresie depozytów, przy czym w przypadku działalności związanej z depozytami pod pewnymi warunkami, z działalnością w zakresie pieniądza elektronicznego wiążą się szczególne konsekwencje. Działalność związana z depozytami i pieniądzem elektronicznym to zatem dwie odrębne instytucje prawne, które regulują działalność w zakresie depozytów.

istnieje tylko fikcja prawna, że otrzymane środki nie stanowią depozytu, jeżeli otrzymane kwoty są wymieniane bezpośrednio lub natychmiast na pieniądź elektroniczny.⁷⁴⁵ W związku z tym jest również dogmatycznie rygorystyczne, że gdy wyjątek od systemu pieniądza elektronicznego jest uzasadniony, działalność w zakresie depozytów nie może być już wznowiona na podstawie tej fikcji. Wynika to z faktu, że chociaż zakres stosowania Traktatu WE jest otwarty, wyjątek - np. ograniczone sieci - oznacza, że wydanie takiego pieniądza elektronicznego nie wymaga zezwolenia. Nie ma zatem depozytu, ponieważ emitowany jest pieniądź elektroniczny; emisja pieniądza elektronicznego może być jednak zwolniona z obowiązku uzyskania zezwolenia, jeżeli zostanie wprowadzony wyjątek. Nie wyklucza to jednak od samego początku zakresu stosowania Traktatu WE, a co za tym idzie, nie wpływa na zakres stosowania Prawa bankowego, które reguluje działalność depozytową. Jest to dodatkowo wzmocnione przez fakt, że takie wyjątki od działalności związanej z pieniądzem elektronicznym muszą być również zgłaszane do FMA.⁷⁴⁶

⁷⁴⁷Słuszne jest jednak stwierdzenie, że pieniądź elektroniczny jest trze- 402
cją, obok gotówki i pieniądza księgowego, formą pieniądzy, w której
pieniądź elektroniczny nie ma na celu oszczędzania i nie może być

⁷⁴⁵ Por. art. 6 ust. 3 Dyrektywy o pieniądzu elektronicznym oraz art. 3 ust. 3 lit. a) ustawy o bankowości.

⁷⁴⁶ Art. 3 ust. 3 ZDG.

⁷⁴⁷ Terlau w *Schimansky/Bunte/Lwowski* (hrsg), Instrukcja Prawa Bankowego § 55a, Rz 11.

oprocentowany⁷⁴⁸, lecz jest przeznaczony do dokonywania płatności niewielkich kwot. Wynika to już z motywów pierwszej dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego⁷⁴⁹ - *"Do celów niniejszej dyrektywy pieniądz elektroniczny może być uważany za elektroniczny substytut monet i banknotów, który jest przechowywany elektronicznie [...] i który zasadniczo jest przeznaczony do dokonywania płatności detalicznych drogą elektroniczną"*.⁷⁵⁰ Argumentowano już tutaj, że otrzymane środki pieniężne nie stanowią depozytów, jeżeli pieniądz elektroniczny jest emitowany natychmiast *"ze względu na jego szczególne cechy jako elektronicznego substytutu monet i banknotów"*⁷⁵¹; należy również zauważyć, że zgodnie z pierwszą dyrektywą w sprawie pieniądza elektronicznego, jeżeli pieniądz elektroniczny był przechowywany na rachunku kredytowym, transakcja depozytowa była nadal zawierana, w przeciwieństwie do drugiej dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego.⁷⁵²

403 Auch die nationale Aufsichtsbehörde Anglisty, die Financial Conduct Authority oder kurz FCA, führt diese Argumentationslinie ins Treffen. Unionsrechtsgesetzgeber konstatiert hierbei die gesetzliche Fiktion, dass die Annahme von Geldern bei darauf folgendem Eintausch in E-Geld kein Einlagengeschäft zu begründen vermag: *"Jeżeli wartość pieniężna jest przechowywana na rachunku, który może być używany w sposób nieelektroniczny, to wskazuje to na to, że jest to depozyt. Na przykład konto,*

⁷⁴⁸ Zob. motyw 13 i art. 12 drugiej dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego.

⁷⁴⁹ Dyrektywa 2000/46/WE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2000/46/oj>.

⁷⁵⁰ Motyw 3 dyrektywy 2000/46/WE.

⁷⁵¹ Motyw 7 dyrektywy 2000/46/WE.

⁷⁵² Motyw 8 dyrektywy EL 2000/46/WE.

na którym można realizować czeki, prawdopodobnie nie jest pieniądzem elektronicznym. Jeżeli produkt jest zaprojektowany w taki sposób, że istnieje prawdopodobieństwo, iż może być wykorzystywany jedynie do dokonywania płatności w ograniczonych kwotach, a nie jako środek oszczędnościowy, cecha ta wskazuje na to, że jest to pieniądz elektroniczny. Innymi słowy, depozyt wiąże się z utworzeniem relacji dłużnik-wierzyciel, w ramach której osoba przyjmująca depozyt przechowuje wartość dla ewentualnego zwrotu. Pieniądz elektroniczny natomiast wiąże się z zakupem środka płatniczego”.⁷⁵³ Dem folgend ergibt sich, dass das Einlagengeschäft und das E-Geldgeschäft dogmatisch eng verbunden sind und zwingend auf eine Forderung lautend auf Geld abstellen. Poszczególne państwa członkowskie zobowiązane są do przestrzegania przepisów dotyczących ochrony środowiska i ochrony przed szkodami wyrządzonymi przez żeliwa europejskie.

EBC może również przedstawić dalsze argumenty przemawiające za 404
tym, że depozyt i pieniądz elektroniczny są ze sobą powiązane prawnie i gospodarczo: *“Należy zatem przyjąć założenie, że instytucje pieniądza elektronicznego zawsze przyjmują depozyty, nawet jeśli okres czasu, jaki upływa pomiędzy złożeniem depozytu a wyczerpaniem odpowiedniej wartości pieniężnej, jest dość ograniczony”*.⁷⁵⁴ Działalność w zakresie pieniądza elektronicznego jest szczególną formą działalności depozytowej, która jest

⁷⁵³ PERG, rozdział 3A, wytyczne dotyczące zakresu rozporządzeń w sprawie pieniądza elektronicznego z 2011 r., sekcja 3A.3: definicja pieniądza elektronicznego, wydanie 42, wrzesień 2019 r., S 4 (Q15).

⁷⁵⁴ Athanassiou/Mas-Guix, ECB Legal Working Paper Series, Electronic Money Institutions - Current Trends, Regulatory Issues and Future Prospects, No 7 / July 2008, S 34, FN 91.

również regulowana w różny sposób ze względu na różne okoliczności, takie jak brak celu oszczędnościowego i zakaz płacenia odsetek.

- 405 Diese Auseinandersetzung hat ihren Ursprung jedoch bereits in den 1990er Jahren. Die EZB hat die wirtschaftliche Similarität von E-Geld und Einlagen schon 1994 und 1998 in Zusammenhang mit der ersten E-Geld-RL 2000/46/EG aufgezeigt. Gemäss diesen Erwägungen werden Einlagen insbesondere für Voluminösere Transaktionen herangezogen, da für betragsmässig kleine Überweisungen verhältnismässig hohe Gebühren fällig würden. W celu uzyskania dodatkowych informacji na temat rodzaju dostawy, należy skontaktować się z firmą E-Geld: *”Raport z 1994 r. wykazał podobieństwa pod względem ekonomicznym między depozytami a vista w systemie bankowym z jednej strony, a wartością naliczaną na kartach przedpłaconych z drugiej strony. W rzeczywistości w obu przypadkach klient powierza część swojego majątku instytucji. Dlatego też w wielu przypadkach pieniądź elektroniczny staje się konkurencją dla tradycyjnego pieniądza bankowego, co budzi obawy co do równych szans. W przypadku depozytów a vista, dostępne środki mogą być mobilizowane za pośrednictwem różnych instrumentów płatniczych, takich jak czek, polecenia przelewu itp. W przypadku pieniądza elektronicznego, dostępne środki mogą być mobilizowane wyłącznie za pomocą określonego instrumentu płatniczego, który jest nośnikiem reprezentującym siłę nabywczą. W każdym przypadku, gdy emitent pieniądza elektronicznego jest instytucją kredytową, pieniądź elektroniczny staje się, w kategoriach ekonomicznych, podzbiorem pieniądza bankowego, chociaż istnieją oczywiste różnice praktyczne i techniczne. Na przykład tradycyjny pieniądź bankowy nie jest często wykorzystywany do nabywania towarów i usług o bardzo niskiej wartości, ponieważ koszty przetwarzania za pośrednictwem instrumentów płatniczych, które z niego*

korzystają, stanowiłyby zbyt wysoki udział w kosztach transakcji; z drugiej strony, pieniądz elektroniczny nie może być wykorzystywany do transakcji o wysokiej wartości”.⁷⁵⁵

The fact that e-money can only have a monetary value in the sense of a value denominated in money also follows from the EFTA Court's judgment in the Edmund Falkenhahn AG case - according to which e-money cannot be used for investment purposes either; therefore, if a token is subject to market volatility, it can be acquired for investment purposes, e-money can never be present: *”Aby pełnić swoją funkcję elektronicznego zamiennika monet i banknotów, przechowywany pieniądz elektroniczny, który ma być zwrócony w dowolnym momencie według wartości nominalnej, musi mieć w każdym momencie wartość odpowiadającą wartości kwot zapłaconych za niego. W związku z tym, pieniądz elektroniczny nie może być wykorzystywany do celów oszczędnościowych lub inwestycyjnych. W związku z tym model biznesowy, w którym wartość pieniądza elektronicznego byłaby powiązana z ceną złota na ryzyko posiadacza pieniądza elektronicznego, nie wchodzi w zakres stosowania dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego. Gdyby pieniądz elektroniczny mógł być powiązany z ceną złota, rzeczywisty zwrot według wartości nominalnej w oparciu o cenę złota byłby czysto przypadkowy. Dlatego też pieniądz elektroniczny nie może być powiązany z niczym innym, jak tylko z jego wartością pieniężną.*⁷⁵⁶ Oznacza to, że żetony, które reprezentują dane lub oprogramowanie o 406

⁷⁵⁵ Raport EBC o pieniądzu elektronicznym, sierpień 1998 r., str. 8, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

⁷⁵⁶ EFTA E-9/17, pkt 46.

nieodłącznej wartości, a tym samym treści cyfrowe w rozumieniu towarów lub specjalnie zdefiniowanych wirtualnych walut, i które w związku z tym mogą podlegać wahaniom rynkowym, nigdy nie mogą reprezentować pieniądza elektronicznego, nawet jeśli mają one również funkcję reprezentacji płatności.⁷⁵⁷

407 Z powyższego wynika, że możliwość wykupu pieniądza elektronicznego jest elementem składowym faktów, a nie tylko konsekwencją prawną, ponieważ możliwość wykupu oznacza istnienie roszczenia. (bezwarunkowa) spłata środków jest nieodłącznym elementem działalności depozytowej. Transakcja z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego zawsze stanowi transakcję depozytową, która jednak podlega innemu systemowi, gdy natychmiast zostaje wyemitowana elektronicznie przechowywana wartość pieniężna. Jeżeli jednak nie może dojść do transakcji depozytowej, nie może dojść do transakcji z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego. W związku z tym prawo do wykupu wartości pieniężnej podanej w wartości nominalnej ma zastosowanie zarówno do transakcji depozytowej, jak i do transakcji z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego.

408 Podczas gdy płatność kartą debetową jest tym samym ustanowiona jako "system "pay-now", a płatność kartą kredytową funkcjonuje zgodnie z "systemem pay-later", w przypadku płatności z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego płatność ta jest dokonywana na zasadzie quasi-z góry na rzecz emitenta pieniądza elektronicznego, a następnie

⁷⁵⁷ Zob. także rozdział II.2.7.8; zob. także EFTA-EFTA E-9/17, R 27, zgodnie z którymi pieniądz elektroniczny może być powiązany tylko z pewną kwotą pieniędzy i musi zawsze odpowiadać wartości nominalnej otrzymanej waluty.

wartość ta jest jedynie przekazywana w celu wykonania transakcji płatniczej ("pay-before system").⁷⁵⁸ Jeżeli nie ma żądania - zwrotu danej kwoty pieniędzy - i jeżeli takie żądanie nie pojawia się po stronie pasywów w księgach spółki, nie może być również mowy o pieniądzu elektronicznym; transakcje płatnicze są, jak wyjaśniono, oparte wyłącznie na kwotach pieniężnych, zatem roszczenia dotyczące towarów nie mogą stanowić mowy elektronicznej. Jeżeli istnieje prawo do wykupu kwoty pieniężnej, wykup według wartości nominalnej nie jest jedynie logicznym ciągiem i konsekwencją prawną istnienia roszczenia lub prawa do wykupu, ale wykup lub spłata według wartości nominalnej jest w rzeczywistości wzorowy dla istnienia depozytów lub pieniądza elektronicznego. Dogmatycznie jest to również spójne, a możliwość wykupu wartości nominalnej jako konstytutywne kryterium istnienia pieniądza elektronicznego wynika z wymogu wartości pieniężnej w formie wierzytelności (bezwzględnie zwrotnych środków lub kwot pieniężnych w wyniku transakcji depozytowej). Nie⁷⁵⁹ powinno to

⁷⁵⁸ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, margin no. 51 (s. 30).

⁷⁵⁹ Krytycy mogliby argumentować, że wymóg, a tym samym możliwość wykupu, jest ustanowiony w art. 3 ust. 1 lit. b) EKG i art. 2 ust. 2 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego, podczas gdy możliwość wykupu według wartości nominalnej nie jest zdefiniowana w tym terminie, ale została transponowana do art. 44 EKG i art. 11 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego, a tym samym możliwość wykupu według wartości nominalnej - w przeciwieństwie do możliwości wykupu - jest jedynie konsekwencją prawną. Jednakże, jak już wyjaśniono, tak nie jest, ponieważ transakcja depozytowa musi zawsze być brana pod uwagę przy ocenie transakcji dotyczącej pieniądza elektronicznego, a zatem zwrot wartości nominalnej musi również opierać się na realistycznym przykładzie. Nie można dokonać innej oceny, nawet biorąc pod uwagę odmienne traktowanie depozytów w związku z ich celem

jednak i nie może prowadzić do łatwego obchodzenia systemu pieniądza elektronicznego, na przykład poprzez żądanie jedynie wykupu w określonym ułamku procentowym. Nie będzie to jednak regularnie stanowiło problemu w odniesieniu do żetonów, ponieważ, jak stwierdza prawodawca UE w motywie 10 piątej dyrektywy w sprawie przeciwdziałania praniu pieniędzy, wirtualne waluty i pieniądz elektroniczny wzajemnie się wykluczają.

409 Tylko roszczenia mogą być umarzane w tym procesie. Żetony, które reprezentują treści cyfrowe w znaczeniu towaru lub nawet wirtualnej waluty, nie są zatem pieniądzem elektronicznym, ale mogą być odkupione przez emitenta niezależnie od tego, co może mieć konsekwencje podatkowe lub, z regulacyjnego punktu widzenia, może być również bureau de change.⁷⁶⁰ Pieniądz elektroniczny reprezentuje pieniądz banku centralnego, który został już wyemitowany i nie służy do tworzenia nowych jednostek pieniężnych lub jednostek wartości, takich jak żetony. Pieniądz elektroniczny może istnieć tylko wtedy, gdy żeton faktycznie reprezentuje pieniądz fiat, który został wyemitowany.⁷⁶¹

oszczędnościowym, co oznacza, że dopuszczalne są odsetki, a czasami wyższe stawki opłat niż w przypadku pieniądza elektronicznego.

⁷⁶⁰ Patrz rozdział II.2.9 o biurach zmian.

⁷⁶¹ Por. *Lintner in Vonkilch (Hrsg), E-Geldgesetz 2010*, § 1 Rz 15 i 16 w odniesieniu do BaFin Merkblatt ZAG 2011: *"Ten link do "konwencjonalnej gotówki lub pieniądza księgowego" w połączeniu z "obowiązkiem wykupu" [...] ma na celu w dużej mierze zabezpieczenie wpływu banków centralnych na politykę pieniężną i służy ochronie monopolu walutowego państwa. [...] Emisja pierwotnego pieniądza jest nadal zarezerwowana wyłącznie dla banku centralnego i instytucji kredytowych, które tworzą "pieniądz lustrzany". Zobowiązanie do emisji pieniądza elektronicznego w wysokości wartości nominalnej kwoty otrzymanego pieniądza jest również motywowane polityką*

Pojęcie "za zapłatą określonej kwoty pieniężnej" należy rozumieć w szerszym znaczeniu niż "za zapłatą środka płatniczego" i odnosi się ono z jednej strony do tego samego prawnego środka płatniczego, tj. gotówki i pieniędzy księgowych, a z drugiej strony do samego pieniądza elektronicznego, który pełni funkcję reprezentacyjną jako środek płatniczy. W odniesieniu do ZDG ustawodawca wyraźnie stwierdził, że pieniądz elektroniczny jest również objęty pojęciem kwoty pieniężnej.⁷⁶² Należy zauważyć, że żetony wydawane przeciwko pieniądzu elektronicznemu mogą z kolei stanowić pieniądz elektroniczny.⁷⁶³ Jeżeli żeton można nabyć zarówno za zapłatą kwot pieniężnych, jak i za zapłatą innych żetonów, które nie reprezentują ani depozytów, ani pieniądza elektronicznego, może to w praktyce prowadzić do tego, że te żetony, które nabywane są za kwoty pieniężne, prawnie reprezentują pieniądz elektroniczny, natomiast te, które nabywane są za pomocą innych żetonów w powyższym znaczeniu, nie reprezentują pieniądza elektronicznego (w tym przypadku roszczenie musiałoby dotyczyć spłaty przekazanych aktywów - raz kwot pieniężnych, raz innych żetonów). Z prawnego punktu widzenia taka konstelacja dawałaby zatem dwa różne żetony w zależności od rodzaju nabycia; nawet jeśli technicznie możliwe jest wydanie tylko jednego

pieniężną [...]. Z drugiej strony, jeżeli, na przykład, zamiast kwoty pieniężnej przekazywane są towary lub usługi, wymiana ta za pośrednictwem elektronicznych systemów płatności nie wchodzi w zakres definicji pieniądza elektronicznego zgodnie z jasnym brzmieniem ustawy o pieniądzu elektronicznym, nawet jeżeli spełniona jest podobna funkcja gospodarcza.

⁷⁶² Artykuł 3 ust. 1 lit. b) WE w związku z art. 4 ust. 1 pkt 54 i 18 ZDG.

⁷⁶³ Zob. szczegółowo *Nägele/Bergt*, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht - Regulatistische Grauzone?, LJZ 2/18, s. 63 (s. 67).

żetonu, takie mieszanie pieniądza elektronicznego z innym niż pieniężny byłoby prawnie niedopuszczalne, gdyby ten sam żeton został nabyty za pomocą innych walut kryptograficznych⁷⁶⁴, ponieważ nie byłoby możliwe zrozumienie, które żetony tego samego rodzaju mają reprezentować pieniądz elektroniczny, a które nie. Aby kwalifikować się jako pieniądz elektroniczny, należy zatem rozróżnić, czy nabycie dokonywane jest za pomocą sumy pieniężnej, czy też za pomocą żetonów, które same w sobie nie stanowią pieniądza elektronicznego. Kluczową kwestią prawną wydaje się być to, czy pieniądz elektroniczny może być obecny, jeżeli żeton, który ma być wyemitowany, może być nabyty jedynie za pomocą pieniądza fikcyjnego i żetonów, które nie reprezentują pieniądza elektronicznego.⁷⁶⁵ W tym przypadku podawane są nie tylko kwoty pieniężne, co jest sprzeczne z istnieniem pieniądza elektronicznego.⁷⁶⁶ Jeżeli jednak istnieje zapotrzebowanie na spłatę podanych kwot pieniędzy i żetonów, można by również argumentować, że wszystkie kryteria dla pieniądza elektronicznego są spełnione (w tym przypadku "za zapłatą kwoty pieniężnej") oraz że "nadpłata" spłaty (w postaci żetonów, które muszą być odłożone na bok oprócz kwot zapłaconych) nie jest szkodliwa dla istnienia pieniądza elektronicznego (i dlatego też obchodzenie przepisów jest również niemożliwe).

411

⁷⁶⁴ Które z kolei nie stanowią e-pieniądza.

⁷⁶⁵ Na przykład, jeśli nabycia można dokonać jedynie poprzez przekazanie 50% fiatów i 50% innych nieuregulowanych żetonów, niezależnie od tego, czy jest to ekonomicznie wykonalne.

⁷⁶⁶ Por. także EFTA E-9/17 z 30.05.2018 - nie ma pieniądza elektronicznego w przypadku emisji w zamian za złoto.

W końcu prawdopodobnie konieczne będzie ponowne rozróżnienie w odniesieniu do nabywania za pomocą pieniądza fikcyjnego i innych żetonów - które nie są regulowane przez prawo Liechtensteinu - a konstelacja ta wydaje się również być jedynie kolejnym przejawem problemu opisanego powyżej, w którym żeton można nabyć w zamian za pieniądze fikcyjne lub inne żetony. Jeżeli przewiduje się przynajmniej częściowe nabycie za pomocą pieniądza fikcyjnego, można przyjąć, że nabyte w ten sposób żetony reprezentują również pieniądź elektroniczny, jeżeli spełnione są pozostałe elementy przestępstwa związanego z pieniądzem elektronicznym - w przeciwieństwie do tych nabytych za pomocą walut kryptonimowych. Co uderzające, nie ma znaczenia, czy nowo wydany token jest wydawany w zamian za fiat money lub tokeny, czy też w zamian za fiat money i tokeny.⁷⁶⁷ Jeżeli żeton jest wydawany w zamian za pieniądź wirtualny, będzie on również reprezentował taki żeton, jeżeli pozostałe elementy koncepcji pieniądza elektronicznego są spełnione, podczas gdy żeton o tym samym wzorze wydawany w zamian za waluty kryptońskie nie reprezentuje pieniądza elektronicznego. W przypadku nabycia żetonu w stosunku do środków pieniężnych i walut kryptograficznych problem ten staje się jedynie bardziej dotkliwy; jeżeli na przykład nowo wyemitowany żeton nabywany jest za 50% w stosunku do CHF i 50% w stosunku do ETH, to 50% lub 0,5 jednostki żetonu będzie stanowić pieniądź elektroniczny, o ile spełnione są wszystkie inne cechy, a

⁷⁶⁷ Chodzi tu o to, że w pierwszym przypadku żeton w ramach Oferty Żetonowej może być nabyty za fiat money lub wirtualne waluty (obie są przyjmowane jako zapłata), natomiast w drugim przypadku konieczne jest, aby żetony mogły być nabywane wyłącznie za fiat money i wirtualne waluty (np. za zapłatą 50 % ceny nabycia w CHF i 50 % w BTC).

pozostałe 50% nie będzie stanowić pieniądza elektronicznego; stosunek ten musi być prawnie nieistotny. Choć takie wdrożenie jest technicznie możliwe, jest ono prawnie niedopuszczalne, ponieważ musiałyby być wydawane dwa różne żetony, a ponadto wymagane byłoby zezwolenie jako instytucja pieniądza elektronicznego, przynajmniej w przypadku żetonów reprezentujących pieniądź elektroniczny.

- 412 Wartość pieniężna pieniądza elektronicznego jest oparta na oprogramowaniu lub przechowywana na nośniku fizycznym (np. karcie/chipsie).⁷⁶⁸ Kluczową cechą pieniądza elektronicznego jest to, że do autoryzacji płatności nie jest wymagany dostęp do rachunku płatniczego i nie są wymagane żadne indywidualne elementy, takie jak hasło, PIN lub wpis TAN oraz podpis.⁷⁶⁹
- 413 Definicja pieniądza elektronicznego nie powinna utrudniać innowacji technicznych.⁷⁷⁰ W tym kontekście pojawia się pytanie, czy decentralizacja łańcucha blokowego jest sprzeczna z reżimem pieniądza elektronicznego pomimo zamiaru neutralności technologicznej. System pieniądza elektronicznego umożliwia zarządzanie wartością pieniądza elektronicznego na serwerze emitenta (*specjalny rachunek dla pieniądza elektronicznego*). Nie powinno to jednak prowadzić do wniosku, że pieniądź elektroniczny może być przechowywany wyłącznie na takich specjalnych rachunkach dla pieniądza elektronicznego (które mają być prowadzone przez emitenta).

⁷⁶⁸ W tym przypadku dostępny byłby zindywidualizowany instrument, tj. instrument płatniczy zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 48 ZDG.

⁷⁶⁹ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in Vonkilch (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, Rz 1 ff (s. 12 f).

⁷⁷⁰ Motyw 8 dyrektywy o pieniądzu elektronicznym 2009/110.

Pieniądz elektroniczny może być raczej przechowywany w wyżej wymienionych systemach kartowych i programowych oprócz tych systemów serwerowych. Szczególnie w przypadku systemów opartych na oprogramowaniu możliwe jest przechowywanie danych na nośnikach danych, takich jak dysk twardy komputera. Dotyczy to jednak również łańcucha blokowego lub portfeli, które ostatecznie są przechowywane na nośnikach danych w ten sam sposób, aczkolwiek w sposób zdecentralizowany, tj. na kilku nośnikach danych. W duchu neutralności technologicznej sformułowanie motywu 8 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego, który odnosi się do pieniądza elektronicznego *"na nośniku będącym w posiadaniu posiadacza pieniądza elektronicznego"*, należy interpretować w ten sposób, że "posiadanie" odnosi się do uprawnienia do rozporządzania elektronicznymi żetonami w rozumieniu roszczenia w monetach cyfrowych lub elektronicznej torebce/portfelu, zwłaszcza że krajowe systemy prawa cywilnego będą się różnić w tych jurysdykcjach, które podlegają prawu unijnemu, a celem regulacji z pewnością nie jest uzależnienie od odpowiedniego krajowego prawa cywilnego tego, czy pieniądz elektroniczny jest dostępny, czy nie, ani w jaki sposób ma być wdrażany lub przekazywany w odniesieniu do przechowywania.⁷⁷¹ Przekazanie takiego przechowywanego pieniądza elektronicznego może nastąpić poprzez cesję reprezentowanego roszczenia. Nie jest konieczne, aby został on przeniesiony na specyficzny dla danego pieniądza elektronicznego rachunek płatniczy u nowego wierzyciela. Zamiast tego, emitent pieniądza elektronicznego musi zostać powiadomiony jako dłużnik nowego

⁷⁷¹ Por. *Gerhartinger*, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, margin no. 1 ff (p 12 f) and Recital 8 of the E-Money Directive 2009/110.

wierzyciela. Można tego dokonać poprzez przedstawienie e-pieniądza od strony uprawnionej do jego wykorzystania.

- 415 Biorąc pod uwagę powyższe oraz biorąc pod uwagę zasady prawa cywilnego i pamiętając, że pieniądz elektroniczny stanowi wiarygodność wobec emitenta, musi istnieć możliwość przechowywania w portfelu żetonów reprezentujących pieniądz elektroniczny, a także przenoszenia ich na zasadzie "peer-to-peer" w łańcuchu blokowym. Zgodnie z prawem wyłącznie cywilnym dłużnik nie musi być informowany o cesji pomiędzy cedentem (byłym wierzycielem) a cesjonariuszem (nowym wierzycielem). Jednakże cesjonariusz, tj. emitent pieniądza elektronicznego, może nadal dokonywać płatności na rzecz poprzedniego wierzyciela w ramach spłaty zadłużenia zgodnie z § 1395 ABGB, jeżeli ten ostatni (cesjonariusz) nie został poinformowany o cesji. W praktyce jest to jednak prawdopodobnie mniejszy problem w odniesieniu do żetonów, ponieważ prawo do wykupu, a tym samym roszczenie odzwierciedlone w pieniądzu elektronicznym, jest również związane z pieniądzem elektronicznym - w przypadku pieniądza elektronicznego w formie żetonu - z żetonem. (nowy) wierzyciel odróżnia się od dłużnika, przedstawiając pieniądz elektroniczny.⁷⁷² Należy zauważyć, że portfel bonifikowanego

⁷⁷² Posiadacz pieniądza elektronicznego - również w formie żetonów - musi udowodnić emitentowi, że jest jego prawowitym posiadaczem, tj. że jest uprawniony do dysponowania pieniądzem elektronicznym; ze względu na rozgłos i trwałość łańcucha blokowego, dowód ten będzie regularnie łatwy do uzyskania, a zatem można mu zapobiec za pomocą środków technicznych z probatio diabolica. Nie jest jednak wymagane stosowanie białej listy, w tym sensie, że tokenizowany pieniądz elektroniczny może być przekazywany tylko do zidentyfikowanych portfeli lub posiadaczy portfeli.

pieniądza elektronicznego udostępniany przez emitenta pieniądza elektronicznego lub innego usługodawcę należy klasyfikować jako rachunek płatniczy, ponieważ pieniądź elektroniczny stanowi kwotę pieniężną zgodnie z art. 4 ust. 1 nr 18 ZDG, a rachunek płatniczy zgodnie z art. 4 ust. 1 nr 51 ZDG to rachunek na rzecz użytkowników usług płatniczych, który może być wykorzystywany do wykonywania transakcji płatniczych.⁷⁷³ Taki portfel, na którym można przechowywać elektroniczne żetony pieniężne, byłby zatem klasyfikowany jako rachunek płatniczy. Prowadzenie rachunków płatniczych przez dostawców usług płatniczych jest związane w szczególności z transakcjami wpłat i wypłat lub z innymi dostawcami usług płatniczych prowadzącymi rachunki.⁷⁷⁴ Ponadto jednak musi istnieć również możliwość posiadania żetonów elektronicznych w portfelu prywatnym, pod warunkiem że protokół żetonu i portfela jest technicznie zgodny; taki prywatny portfel nie może jednak stanowić rachunku płatniczego w rozumieniu ZDG.

⁷⁷³ Należy zauważyć, że ZDG ma zastosowanie wyłącznie do profesjonalnego świadczenia takich usług płatniczych (art. 2 ust. 1 ZDG) w odniesieniu do realizacji transakcji płatniczych za pośrednictwem portfela, w którym można przechowywać pieniądź elektroniczny; nie dotyczy to osób fizycznych, chyba że świadczą one usługi płatnicze niezależnie, regularnie i z zamiarem uzyskania korzyści gospodarczej, tj. na zasadach profesjonalnych. Należy również zauważyć, że wewnętrzne rachunki pomocnicze emitenta, które np. odzwierciedlają pieniądź elektroniczny emitenta w obiegu, nie są uznawane za rachunki płatnicze, ponieważ nie są przeznaczone do wykonywania transakcji płatniczych, por. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG), 22.12.2011, ostatnio zmieniona 29.11.2017, s. 2. a).

⁷⁷⁴ Por. art. 4 ust. 1 Z 5, 12 i 24 ZDG.

2.7.4 Zawarcie wartości pieniężnej i zarządzanie pieniądzem elektronicznym w portfelach

416

Jak już wielokrotnie stwierdzono ze względu na jego znaczenie, zasadniczą cechą charakterystyczną pieniądza elektronicznego jest istnienie roszczenia pieniężnego wobec emitenta. Jeżeli żeton jako niezależny żeton ma wewnętrzną wartość i dlatego wartość tę należy postrzegać analogicznie do pieniądza towarowego lub wirtualnej waluty, ale nie jako pieniądz fiat money⁷⁷⁵, to reprezentuje on towar w postaci oprogramowania, które jest sprzedawane przez usługodawcę w dziedzinie rozwoju oprogramowania i nie zawiera roszczenia pieniężnego wobec emitenta; wartość takiego żetonu jest tworzona na podstawie rynku według podaży i popytu, porównywalnego do Bitcoin, Ether lub żetonu najbardziej znanej firmy sieci blokowej w Liechtensteinie, Aeternity. Wartość ta nie wynika jednak z roszczenia umownego wobec Emitenta. Działalność związana z pieniądzem elektronicznym jest zasadniczo działalnością depozytową, która jest traktowana inaczej ze względu na fikcję prawną, jeśli spełnione są pewne warunki. Związek z działalnością w zakresie depozytów oznacza jednak, że wartość pieniężna transakcji z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego w formie roszczenia zgodnie z koncepcją pieniądza elektronicznego opiera się wyłącznie na bezwarunkowo zwrotnych środkach lub kwotach pieniężnych, a roszczenia dotyczące zakupu towarów i/lub usług nie są uwzględniane. Prawo do wykupu według wartości nominalnej, a dokładniej - prawo do wykupu przekazanych pieniędzy, jest więc konstytutywnym elementem pieniądza elektronicznego.

⁷⁷⁵ Zob. motyw 8 piątej dyrektywy w sprawie prania pieniędzy, który kwalifikuje pieniądz elektroniczny jako pieniądz "fiat money".

Pieniądz elektroniczny nie powinien stać na drodze do innowacji technicznych. W związku z tym nawet decentralizacja łańcucha blokowego jest zgodna z systemem pieniądza elektronicznego. Pieniądzem elektronicznym można zarządzać na serwerze emitenta (specjalny rachunek dla pieniądza elektronicznego). Z drugiej strony, pieniądz elektroniczny może być również przechowywany w systemach opartych na kartach lub oprogramowaniu. Zgodnie z prawem czysto cywilnym, przekazanie pieniądza elektronicznego następuje poprzez cesję wierzycielności reprezentowanej przez pieniądz elektroniczny. Jeżeli takie przeniesienie tokenowego pieniądza elektronicznego na łańcuch blokowy odbywa się poprzez przeniesienie odpowiedniego tokena na portfel, emitent pieniądza elektronicznego jako dłużnik nie musi być koniecznym informowany o tej procedurze. Zgodnie z § 1395 ABGB emitent, jako cessus lub dłużnik, może nadal dokonywać płatności na rzecz poprzedniego wierzyciela z tytułu spłaty zadłużenia, jeżeli ten ostatni nie został powiadomiony o cesji. Nie stanowi to jednak de facto problemu, ponieważ roszczenie - a tym samym możliwość jego wykupu lub umorzenia po wartości nominalnej pieniądza elektronicznego - jest powiązane z tokenem. Każdy, kto zbliża się do emitenta jako strona uprawniona do dysponowania elektronicznym tokenem pieniężnym, jest uprawniony do wykupu wierzycielności i jednocześnie informuje emitenta o cesji; prawo do dysponowania takim elektronicznym tokenem pieniężnym może być zagwarantowane właśnie ze względu na technicznie zagwarantowaną możliwość śledzenia transakcji w łańcuchu blokowym.

Portfel, w którym można przechowywać, a następnie przekazywać pieniądz elektroniczny, należy klasyfikować jako rachunek płatniczy,

jeżeli jest on udostępniany przez samego emitenta pieniądza elektronicznego lub usługodawcę będącego osobą trzecią. Niezależnie od tego możliwe jest również, jak wyjaśniono powyżej, przechowywanie pieniądza elektronicznego w portfelach prywatnych bez konieczności uzyskania zezwolenia jako instytucja płatnicza na podstawie przepisów prawa cywilnego dotyczących przekazywania pieniądza elektronicznego.

2.7.5 E-pieniądze i zwolnienia

419 Kolejnym elementem pieniądza elektronicznego jest możliwość dokonywania transakcji płatniczych zgodnie z ZDG. Transakcja płatnicza jest definiowana jako przekazanie, wycofanie lub przekazanie środków zainicjowane przez zleceniodawcę lub odbiorcę.⁷⁷⁶

420 Wreszcie, aby zostać zaklasyfikowanym jako pieniądz elektroniczny, wartość pieniężna w powyższym znaczeniu musi być również akceptowana przez osoby trzecie. ETO nie stosuje się do wartości pieniężnej, która jest akceptowana wyłącznie przez jego własnego emitenta. Ponadto wyjątek od wymogu uzyskania zezwolenia na emisję pieniądza elektronicznego ma zastosowanie, jeżeli wartość pieniężna jest emitowana na instrumencie przedpłaconym, który może być wykorzystywany tylko w bardzo ograniczonym zakresie. W tym przypadku, podobnie jak w przypadku ZDG, zastosowanie mają wyjątki dotyczące bardzo ograniczonego asortymentu produktów (zakres towarów lub usług) oraz ograniczonej sieci dostawców usług

⁷⁷⁶ Art. 4 ust. 1 Z 54 ZDG.

(ograniczone sieci).⁷⁷⁷ Sieć należy uznać za ograniczoną, jeżeli instrument jest przyjmowany wyłącznie w celu zakupu towarów lub usług w biurze odbiorcy lub w sieci sklepów (sieć detaliczna; rozwiązanie franczyzowe lub typu "shop-in-shop"⁷⁷⁸) (połączenie stron umową handlową).⁷⁷⁹ Asortyment produktów uważa się za bardzo ograniczony, jeżeli cel instrumentu płatniczego jest *"faktycznie ograniczony do określonej liczby funkcjonalnie powiązanych towarów lub usług"*. W⁷⁸⁰ tym kontekście należy wziąć pod uwagę szczególnie grupy towarów lub towary, które są ze sobą powiązane.⁷⁸¹ Praktycznymi przykładami takich instrumentów - nie twierdząc, że są wyczerpujące - są karty klientów, bilety podróżne i parkingowe, karty paliwowe, karty członkowskie itp.⁷⁸²

⁷⁷⁷ Artykuł 2 ust. 2 EKG w związku z art. 3 ust. 1 lit. g) oraz i) ZDG; por. rozdział II.2.8.2.

⁷⁷⁸ Rozwiązanie "shop-in-shop" odnosi się do towarów lub usług dostarczanych przez danego sprzedawcę detalicznego zgodnie z motywem 13 dyrektywy PSD II. Wyjątek ten może być istotny, jeżeli Crypto-Exchange chce wyemitować wewnętrzny instrument płatniczy (w formie żetonów), za pomocą którego można uzyskać inne wirtualne żetony walutowe (również lub w szczególności, jeżeli Crypto-Exchange jest wielostronny).

⁷⁷⁹ Motyw 5 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego w związku z art. 3 lit. k dyrektywy w sprawie usług płatniczych II.

⁷⁸⁰ Motyw 13 PSD II.

⁷⁸¹ Na przykład, jeżeli instrument może być wykorzystany wyłącznie do nabycia geodanych lub pewnych produktów inwestycyjnych. W szczególności możliwość uzyskania poszczególnych rodzajów produktów lub usług za pomocą instrumentu będzie regularnie uzasadniać ten wyjątek. Patrz rozdział II.2.3.1a terminu ogólnego.

⁷⁸² Motyw 5 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego w związku z motywem 14 dyrektywy w sprawie usług płatniczych II.

421

Zgodnie z PSD II krajowy organ nadzorczy, tj. FMA w Liechtensteinie, musi zostać powiadomiony, jeżeli taki wyjątek dotyczący ograniczonej sieci jest stosowany, a całkowita wartość transakcji płatniczych przekracza 1 mln EUR w ciągu poprzednich 12 miesięcy. W związku z tym należy również powiadomić FMA o tym, jaki wyjątek jest stosowany.⁷⁸³

2.7.6 Handel Stablecoins i pieniądzem elektronicznym na przykładzie Tether

422

Ten rozdział będzie dotyczył żetonów lub stabilnych monet, które reprezentują e-pieniądze. W przeciwieństwie do Niemiec, dwustronna wymiana handlowa przeciwko własnej księdze żetonów reprezentujących pieniądź elektroniczny nie podlega żadnemu nadzorowi. Zgodnie z rozumieniem Liechtensteinu pieniądź elektroniczny (również w formie żetonów) nie jest instrumentem finansowym.⁷⁸⁴ Ustawa Prawo bankowe (KWG) przewiduje jednak w § 1 ust. 11 nr 7, że jednostki rachunkowe, czyli tokeny w rozumieniu walut wirtualnych, stanowią również instrumenty finansowe. W związku z tym zgodnie z prawem niemieckim może istnieć potencjalna konkurencja między (symbolicznym) pieniądzem elektronicznym a instrumentami finansowymi w ramach KWG. Jednakże, nawet jeśli istnieje wyjątek dla pieniądza elektronicznego (podlegającego obowiązkowi uzyskania zezwolenia), w prawie niemieckim jest mało prawdopodobne, aby pojęcie instrumentów finansowych zostało wprowadzone w życie, ponieważ

⁷⁸³ Artykuł 37 ust. 2 PSD II, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>; Artykuł 3 ust. 3 ZDG. W ZDG, w drodze odstępstwa od dyrektywy, wartość progowa została ustalona na 1 milion CHF lub równowartość w euro.

⁷⁸⁴ Zob. rozdział II.2.2.2, nota wyjaśniająca 221.

taka wartość pieniężna w formie żetonu (jednostki rozliczeniowej) nadal stanowi pieniądz elektroniczny z dogmatycznego punktu widzenia, nawet jeśli nie jest wymagane zezwolenie jako instytucja pieniądza elektronicznego.

Wracając do prawa Liechtensteinu, obrót pieniądzem elektronicznym 423 na własny rachunek nie stanowi emisji ani dystrybucji pieniądza elektronicznego, które byłyby objęte zakresem działania EGG lub ZDG. Nie stanowi to również wykupienia wierzytelności przez emitenta lub inny podmiot, który można mu przypisać.⁷⁸⁵ Zgodnie z prawem cywilnym stanowiłoby to cesję wierzytelności, a w przypadku komercyjnego nabycia wierzytelności może również stanowić rzeczywistą transakcję faktoringową, która zgodnie z prawem Liechtensteinu nie stanowi transakcji bankowej.⁷⁸⁶

To prawda, że pieniądz elektroniczny jest roszczeniem złożonym w pi- 424 eniądzu. To roszczenie może być przedstawione w formie żetonu. Nie może nastąpić transakcja giełdowa lub zamiana w rozumieniu działalności kantorskiej w rozumieniu art. 2 ust. 1 lit. 1 DDA⁷⁸⁷ na emitenta pieniądza elektronicznego z tokenem reprezentującym pieniądz elektroniczny. Jeżeli wierzytelność wobec emitenta zostanie "wymieniona", zostaje ona faktycznie wykupiona i wygasa. Pogląd, że wymiana pi-

⁷⁸⁵ *Terlau w Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 111.

⁷⁸⁶ Zob. rozdział II.2.2.4.

⁷⁸⁷ IdF LGBl 2009.047; zob. rozdział II.2.9.

eniądza elektronicznego lub pieniądza elektronicznego reprezentowanego przez żetony na prawny środek płatniczy lub waluty wirtualne⁷⁸⁸ stanowi działalność kantorów wymiany w rozumieniu dauhańskiej agendy rozwoju odzwierciedla dominujący pogląd (nadzorczy) de lege ferenda (z wdrożenia piątej poprawki do dauhańskiej agendy rozwoju). Dyrektywa w sprawie przeciwdziałania praniu pieniędzy⁷⁸⁹ oraz, ze względu na doktrynę prawa cywilnego, pogląd ten jest rygorystyczny zgodnie z wyżej opisanymi względami, ponieważ pieniądz elektroniczny stanowi reprezentowaną elektromagnetycznie wartość pieniężną w postaci roszczenia o bezwarunkową spłatę środków pieniężnych lub kwot pieniężnych wobec podmiotu emitującego pieniądz elektroniczny; klasyfikacja przez prawodawcę unijnego jako pieniądz "fiat money" sugeruje, że pieniądz elektroniczny stanowi

⁷⁸⁸ W motywie 8 piątej dyrektywy w sprawie prania pieniędzy, pieniądz elektroniczny jest uważany za pieniądz "fiat money". Ponieważ piąta dyrektywa w sprawie przeciwdziałania praniu pieniędzy nie została jeszcze wdrożona w Liechtensteinie, obecnie obejmuje ona jedynie zmianę prawnego środka płatniczego w stosunku do walut wirtualnych, a nie przejście z pieniądza elektronicznego na waluty wirtualne lub prawny środek płatniczy.

⁷⁸⁹ Zob. motyw 8 piątej dyrektywy w sprawie prania pieniędzy, 2018/843 (Status: Przyjęty akt prawny podlegający kontroli przez EOG EFTA), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>; natomiast czwarta dyrektywa w sprawie prania pieniędzy, 2015/84, obowiązuje od 1 sierpnia 2019 r., chociaż została już wcześniej transponowana w DDA z LGBl 2017.047 (BuA 2016/159), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/849/oj> (<https://www.efta.int/eea-lex/32015L0849>) szósta dyrektywa w sprawie prania pieniędzy 2018/1673, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/1673/oj>, jednak na razie nie ma znaczenia dla EOG; *Nägele/Bergt*, waluty kryptograficzne i technologia łańcuchów blokowych w prawie nadzorczym Liechtensteinu - szara strefa regulacyjna? LJZ 2/18, s. 63 (s. 66) - tutaj błędnie przyjęto, że pieniądz elektroniczny jest walutą wirtualną, chociaż pieniądz elektroniczny i waluty wirtualne wzajemnie się wykluczają.

roszczenie pieniężne - podobnie jak depozyty.⁷⁹⁰ W Liechtensteinie wprowadzenie TVTG zmienionej odpowiednio przez BUA 2019/54 i BUA 2019/93 nie wdrożyło prawnego wymogu wymiany środków pieniężnych na inne środki pieniężne lub waluty wirtualne w związku z istnieniem kantorów wymiany walut lub dostawców usług wymiany VT.⁷⁹¹ Niezależnie od tego, zgodnie z dykcją motywu 8 piątej dyrektywy w sprawie prania pieniędzy, oczywiste jest, że z ekonomicznego punktu widzenia waluty wirtualne nie stanowią środka wymiany bez wewnętrznej wartości, tj. pieniądza "fiat". Prawodawca unijny zakłada zatem również, że waluty wirtualne mają nieodłączną wartość zbliżoną do pieniądza towarowego.⁷⁹²

Kolejną kwestią jest to, czy dopasowanie (jako wolny od ryzyka 425 pośrednik lub w trakcie dopasowanego obrotu kapitałem) jest możliwe w odniesieniu do pieniądza elektronicznego (zwłaszcza w formie żetonów). Jeżeli system jest wzorowany na partnerze centralnym⁷⁹³, wówczas w końcu dochodzi do transakcji tylko w stosunku do własnej księgi i jest to możliwe, jak już wyjaśniono, w odniesieniu do pieniądza elektronicznego. Można temu przeciwdziałać poprzez fakt, że pieniądz

⁷⁹⁰ Tak więc kryteria "wartości pieniężnej", "w formie roszczenia", "za zapłatą sumy pieniężnej" i "w celu przeprowadzenia transakcji płatniczych z nim" są ściśle powiązane i odnoszą się do roszczeń pieniężnych wobec emitenta, które są wykazane w jego księgach po stronie pasywów - podobnie jak depozyty w sensie działalności depozytowej.

⁷⁹¹ Zob. szczegółowo rozdział II.2.9.

⁷⁹² Zob. rozdział II.2.7.8.

⁷⁹³ Zob. rozdział II.2.4.7.

elektroniczny musi podlegać wykupowi w każdej chwili według wartości nominalnej, bez minimalnego limitu możliwości wykupu.⁷⁹⁴ W związku z tym pojawia się pytanie o przydatność wielostronnych miejsc obrotu pieniądzem elektronicznym - pieniądz elektroniczny lub wiarytelność bazowa muszą być wykupione przez emitenta w dowolnym czasie po cenie nominalnej. Dlaczego więc ktoś miałby płacić za pieniądz elektroniczny więcej lub mniej niż odpowiadającą mu wartość nominalną, skoro pieniądz elektroniczny ma być zawsze wykupywany według wartości nominalnej i dlatego nie podlega zmienności i nie nadaje się do celów oszczędnościowych, ale służy przede wszystkim realizacji transakcji płatniczych?⁷⁹⁵ Przynajmniej jeden powód może leżeć na przykład w spekulacyjnych transakcjach walutowych. Ponieważ jednak roszczenie jest skierowane przeciwko emitentowi, który musi zwrócić wartość nominalną, wierzyciel roszczenia (posiadacz pieniądza elektronicznego) może również sprzedać je według własnego uznania. Nie ma to wpływu na obowiązek emitenta do przekazania odpowiedniej wartości nominalnej osobie uprawnionej do dysponowania pieniądzem elektronicznym w zamian za wykup lub wykup pieniądza elektronicznego.⁷⁹⁶

⁷⁹⁴ Motyw 18 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego.

⁷⁹⁵ Trybunał EFTA z dnia 30.05.2018 r. w sprawie E-9/17.

⁷⁹⁶ Por. art. 11 ust. 1 i 2 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego oraz art. 44 Traktatu WE dotyczący emisji i zwrotu wartości pieniądza elektronicznego według wartości parytetowej. Zob. także orzeczenie Trybunału Sprawiedliwości EFTA z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie E-9/17 między Edmund Falkenhahn AG a Urzędem ds. Rynku Finansowego w Liechtensteinie, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>. W tym konkretnym przypadku jednostki rozliczeniowe zwane "World" i "Money" po-

W przypadku takiej zbieżności interesów w odniesieniu do pieniądza elektronicznego lub żetonów reprezentujących pieniądz elektroniczny powstaje pytanie, czy spełnia ona definicję podziału pieniądza elektronicznego. Oprócz samych emitentów pieniądza elektronicznego, jedynie ich agenci lub osoby zgodnie z art. 14 ust. 1 EKG mogą⁷⁹⁷ dokonywać takiej dystrybucji.⁷⁹⁸ Podczas gdy emisja pieniądza

winny być emitowane w legalnych walutach, przy czym wartość jednostek rozliczeniowych powinna być uzależniona od wartości rynkowej złota. Środki klienta powinny być zabezpieczone poprzez inwestowanie w złoto. W rezultacie było to sprzeczne z dyrektywą w sprawie pieniądza elektronicznego, ponieważ, jak wyjaśniono, pieniądz elektroniczny podlega spłacie w dowolnym momencie według wartości nominalnej, a ponadto złoto nie jest bezpiecznym aktywem o niskim ryzyku ani bezpiecznym aktywem płynnym.

⁷⁹⁷ Por. definicję zawartą w art. 14 ust. 2 EKG *"zakazuje się emisji pieniądza elektronicznego za pośrednictwem agentów lub osób, o których mowa w ust. 1"*, z której wynika, że osoby określone w art. 14 ust. 1 EKG nie są agentami; agentów charakteryzuje fakt, że mogą oni dystrybuować i/lub wykupywać pieniądz elektroniczny i inne usługi płatnicze w imieniu instytucji pieniądza elektronicznego (art. 3 ust. 1 lit. e) EKG). Poza tym ważne zadania operacyjne - w tym wykup i/lub dystrybucja pieniądza elektronicznego - mogą być zlecane na zewnątrz. Outsourcing ważnych zadań operacyjnych emitenta pieniądza elektronicznego nie może być dokonywany w taki sposób, aby istotnie pogorszyć jakość kontroli wewnętrznej i działań nadzorczych FMA (art. 13 ETO). Zaleca się, aby instytucja płatnicza i dostawca usług zawarli na piśmie jasne porozumienie w sprawie praw i obowiązków. The distinction between the activities of agents and the outsourcing of important operational tasks was regulated more comprehensibly in the Austrian article 15 of the Introductory Act to the Austrian Banking Act in conjunction with article 21 and 22 of the Austrian Law on Financial Services Authority (öZaDiG) than in Liechtenstein, where it is immediately apparent that these activities are different.

⁷⁹⁸ Artykuł 14 i art. 5 ust. 2 lit. a) Traktatu WE w związku z art. 7 ust. 4-6 i art. 25 ZDG.

elektronicznego, tj. emisja wartości pieniężnych w formie elektronicznych lub magnetycznych jednostek rozliczeniowych w zamian za przedpłatę kwot pieniężnych, jest zarezerwowana dla emitenta (odpowiednia wiarygodność jest zapisywana w księgach podmiotu emitującego), dystrybucja jest również możliwa za pośrednictwem agentów.⁷⁹⁹ Dystrybucja natomiast opiera się na wykupie, odsprzedaży publicznej, wykupie na żądanie klienta pieniądza elektronicznego lub uzupełnianiu produktów z zakresu pieniądza elektronicznego lub udostępnianiu kanału dystrybucji pieniądza elektronicznego.⁸⁰⁰ Samo dopasowanie lub połączenie interesów związanych z pieniądzem elektronicznym na danej platformie nie jest zatem objęte wąską definicją dystrybucji. Ponadto cechą charakterystyczną agentów i innych osób, które można przypisać (agentów zastępczych) jest to, że świadczą oni usługi płatnicze w imieniu emitenta. Emitent pieniądza elektronicznego ponosi również odpowiedzialność za działania swoich agentów i innych osób, którym można przypisać odpowiedzialność.⁸⁰¹ Jednakże osoby trzecie muszą mieć swobodę sprzedaży wszelkich środków elektronicznych (wiarygodności), które nabyły na własny rachunek i na własne ryzyko.⁸⁰² Należy jednak zauważyć, że wraz z częściowym

⁷⁹⁹ *Muri*, Dystrybucja pieniądza elektronicznego przez osoby trzecie, outsourcing i agenci w *Vonkilch* (red.), Komentarz do ustawy o pieniądzu elektronicznym z 2010 r., § 15 Rz 3 (s. 213).

⁸⁰⁰ *Muri*, Dystrybucja pieniądza elektronicznego poprzez osoby trzecie, outsourcing i agentów w *Vonkilch* (Hrsg), Komentarz do ustawy o pieniądzu elektronicznym z 2010 r., § 15 Rz 5 f (S 213 f).

⁸⁰¹ Art. 15 EGG jako *lex specialis* do § 44 Wydział Końcowy PGR.

⁸⁰² Zgodnie z prawem cywilnym stanowi to synallagmatyczne nabycie lub cesję wiarygodności i nie jest to rezerwa, przekazanie lub wycofanie kwoty pieniężnej przez płatnika lub odbiorcę. Taka transakcja nie stanowi transakcji

włączeniem piątej dyrektywy w sprawie prania pieniędzy do dorobku prawnego EOG oraz z krajowym wdrożeniem tego aktu prawnego w Liechtensteinie, zmiana pieniądza elektronicznego w stosunku do innego pieniądza trwałego lub zmiana pieniądza trwałego, takiego jak pieniądz elektroniczny w stosunku do walut wirtualnych, stanowi działalność biura ds. zmian.⁸⁰³

Podobnie, musi istnieć możliwość łączenia interesów związanych z pi- 427
niądziem elektronicznym bez⁸⁰⁴ kwalifikowania się jako agent lub inna osoba, którą można przypisać, zwłaszcza że, jak wyjaśniono powyżej, nie stanowi to nawet działalności handlowej ukierunkowanej na sprzedaż. Nawet w przypadku sprzedaży w takim scenariuszu należy ją pozostawić sprzedającemu na jego własne ryzyko i we własnym imieniu, a nie w imieniu emitenta.

O ile samo połączenie interesów związanych z nabywaniem i zbywa- 428
niem pieniądza elektronicznego wydaje się bezproblemowe z punktu widzenia ostrożności, o tyle rzeczywiste rozliczenie takich transakcji jest usługą płatniczą. W takim rozliczeniu strony otrzymują z jednej

płatniczej, ponieważ kwota pieniężna (należność) jest nabywana przez płatnika lub odbiorcę. W przypadku braku transakcji płatniczej nie jest świadczona usługa płatnicza (w tym usługa inicjowania płatności); zob. art. 4 ust. 1 pkt 54 i 40, pkt 39, pkt 41 ZDG w związku z art. 2 ust. 2 ZDG. Por. także definicję kantorów wymiany walut w art. 2 ust. 1 lit. 1 DDA zmienionym przez LGBI 2009.047, która w dużej mierze opiera się na motywie 8 piątej dyrektywy ARC. Przepis dotyczący wymiany pieniądza elektronicznego na inne środki pieniężne lub waluty wirtualne byłby nieaktualny, gdyby i tak stanowił on transakcję płatniczą, a tym samym usługę płatniczą w rozumieniu DDA.

⁸⁰³ Zob. uwaga marginesowa 424 i rozdział II.2.9.

⁸⁰⁴ Osoby takie muszą być identyfikowalne wobec instytucji pieniądza elektronicznego i ujawniać swoje przedstawicielstwo osobom trzecim.

strony prawne środki płatnicze lub waluty wirtualne, a z drugiej środki pieniężne (pieniądz elektroniczny).⁸⁰⁵ Od czasu PSD II wyjątek dla agentów handlowych został ograniczony w tym sensie, że nie mogą oni reprezentować jednocześnie strony kupującej i strony sprzedającej, ale agent handlowy może działać jedynie w imieniu zleceniodawcy lub odbiorcy, a nie w imieniu obu stron.⁸⁰⁶

429 Następnie konieczne będzie przeanalizowanie, na podstawie sprawy "Tether", która została zakwestionowana przez media i ma praktyczne znaczenie, czy stabilna moneta USD Tether (USDT) reprezentuje pieniądz elektroniczny, ponieważ jest ona często spotykana jako odpowiednik par handlowych na platformach transakcyjnych dla żetonów.⁸⁰⁷ Dla celów niniejszej analizy należy bardziej szczegółowo omówić charakter prawny uwięzi. Tether został wydany lub jest wydawany na bieżąco przez Tether Limited, Hongkong.⁸⁰⁸ Zasady i warunki Tether Limited określają, że Tether jest w 100% pokryty przez Tether Reserve. Na przykład, jeśli USDT jest kupowany przez Tether Limited, to jest on powiązany 1:1 z dolarem amerykańskim. W przypadku

⁸⁰⁵ Przekazanie środków pieniężnych jako transakcja płatnicza w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 54 ZDG. Przekazanie pieniądza elektronicznego nabytego w systemie wielostronnym przy użyciu żetonów również stanowi usługę płatniczą, gdyż stanowi ona kwotę pieniężną w rozumieniu ZDG.

⁸⁰⁶ BuA 2019/11, s. 36 f; motyw 11 PSD II. W przypadku gdy agent handlowy działa w imieniu zleceniodawcy i odbiorcy, zwolnienie może zostać utrzymane jedynie wtedy, gdy agent handlowy w żadnym momencie nie kontroluje środków klienta. Wyjątek ten byłby możliwy do zastosowania w przypadku agenta handlowego i dostawcy usług inicjowania płatności na mocy art. 4 ust. 1 Z 40 i 39 w związku z art. 2 ust. 2 lit. e) ZDG.

⁸⁰⁷ Na przykład na platformie <https://www.bitpanda.com/de> obsługiwanej przez Austrian Bitpanda GmbH, wywołanej 15.09.2019, 18:11.

⁸⁰⁸ <https://tether.to/contact-us/> dostęp: 29 lipca 2019 r., 17:45 p.m.

zakupu USDT 100,00, Tether Limited będzie posiadać rezerwy o wartości 100,00 USD w celu utrzymania tych żetonów na jak najbardziej stabilnym poziomie wartości lub w celu zagwarantowania wykupu. To⁸⁰⁹ samo jest możliwe również z Euro, więc nowo wyemitowane Euro Tether (EURT) można nabyć poprzez dodanie Euro w stosunku 1:1. Ponadto Tether Limited jest umownie zobowiązany do wykupu wyemitowanego Tetheru, przy czym Tether Limited zastrzega sobie prawo do uprzywilejowania "wykupu" Tetheru i zasadniczo wyklucza Tether Limited z odpowiedzialności za wszelkie niedogodności związane z wykupem.⁸¹⁰

⁸⁰⁹ Wartość Tether nie jest wewnętrzną wartością samego tokena (w znaczeniu tokena lub oprogramowania jako towaru), ale wymogiem wymiany tokena na odpowiednią, równoważną wartość. Tether są również zniszczone "płonące", gdy są one podejmowane z powrotem, patrz *Valera, Tether Burns Pół miliarda USDT Monety w akcie odkupienia*, 25.10.2018, <https://www.cryptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, dostęp na 29.07.2019, 18:39.

⁸¹⁰ <https://tether.to/legal/> in der Fassung vom 26.02.2019, aufgerufen am 29.07.2019, 17:46 - insb Klausel 3 "About Tether Tokens; General Restrictions" und Klausel 14.8 "Limitation of Liability & Release"; vgl auch <https://tether.to/>, aufgerufen am 15.03.2019, wonach es heisst wie folgt: *"Every tether is always 100% backed by our reserves, which include traditional currency and cash equivalents and, from time to time, may include other assets and receivables from loans made by Tether to third parties, which may include affiliated entities (collectively, "reserves")."*, während dieselbe Seite am 19.02.2019 noch verlautbarte: *"Każdy uwiązek jest zawsze zabezpieczony od 1 do 1, przez tradycyjną walutę przechowywaną w naszych rezerwach. Tak więc 1 USD\$ jest zawsze równowartością 1 USD."*, <https://web.archive.org/web/20190219054619/https://tether.to/> - vgl hierzu *Khatri*, 14.03.2019, 13:20, *Tether Says Its USDT Stablecoin May Not Be Backed By Fiat Alone*, <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone><https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone>, aufgerufen am 07.10.2019, 20:58.

430

W oparciu o to uformowane założenie, uwiązanie reprezentuje elektronicznie zapisaną wartość pieniężną. Wartość ta wynika z roszczenia umownego wobec Tether Limited (emitenta) o wymianę uwięzi z powrotem na odpowiednią kwotę pieniężną. Można zatem stwierdzić, że pasek mocujący jest emitowany w formie wierzytelności wobec emitenta (pasek mocujący ograniczony) za różne kwoty pieniężne, ponieważ emitent pierwotnie zobowiązał się do bezwarunkowego, a później z częściowymi ograniczeniami, wykupu paska mocującego. Dzięki powiązaniu więzi z prawnym środkiem płatniczym, oczywiste jest, że więź może być wykorzystywana do rozliczania transakcji płatniczych. Ponadto, istnieje akceptacja Tether do realizacji takich transakcji płatniczych z dala od Emitenta.⁸¹¹

431

In conclusio, Tether byłby wzorem dla unijnego systemu e-pieniądza. Jak wynika z motywów 13 i 18 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego,⁸¹² przyjmowanie środków pieniężnych nie jest przyjmowaniem depozytów lub innych środków podlegających zwrotowi, pod warunkiem że pieniądz elektroniczny jest emitowany bezpośrednio w zamian. ⁸¹³Logiczną konsekwencją fikcji prawnej rozgraniczenia działalności depozytowej jest zatem to, że faktyczna emisja wartości pieniężnej w formie roszczenia opiera się na

⁸¹¹ Spełnienie ostatniego elementu pieniądza elektronicznego, akceptacja przez osoby inne niż emitent, zakładana jest na podstawie notoryczności; por. także platforma obrotu żetonami wymienionymi w FN 807, na której akceptowany jest uwiązanie.

⁸¹² Por. także rozgraniczenie w art. 3 ust. 3 lit. a BankG.

⁸¹³ *Lintner*, Federalna ustawa o emisji pieniądza elektronicznego oraz podejmowaniu, wykonywaniu i nadzorowaniu działalności instytucji pieniądza elektronicznego w *Vonkilch* (red.), Komentarz do ustawy o pieniądzu elektronicznym z 2010 r., § 1, nota objaśniająca 11 (s. 45).

bezwarunkowym charakterze roszczenia o zwrot lub należność.⁸¹⁴ Jeżeli istnieje bezwarunkowe roszczenie o spłatę kwot pieniężnych, logiczną konsekwencją jest odpowiednie roszczenie o wykonanie (w szczególności roszczenie o spłatę). Jeżeli jednak transakcja depozytowa może zostać wyeliminowana w drodze umownego porozumienia dotyczącego jedynie warunkowego roszczenia o zwrot, musi to mieć tym większe zastosowanie do transakcji z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego. Nie ma również miejsca na argument, że wartość pieniężna w formie roszczenia w związku z systemem pieniądza elektronicznego odnosi się do transakcji płatniczych i że podstawowym problemem nie jest bezwarunkowy obowiązek spłaty przekazanych środków, ponieważ w tym przypadku większość bonów (elektronicznych) również musiałaby zostać zakwalifikowana jako pieniądz elektroniczny, chyba że zastosowanie miałoby wyjątek od ograniczonej sieci. W tym przypadku bony takie musiałby również podlegać realizacji, ponieważ niewłaściwie wdrażałyby system pieniądza elektronicznego - taka interpretacja jest jednak niemożliwa do przyjęcia; nie można zatem oddzielić roszczenia wobec emitenta za wartość pieniężną (tj. pieniądz elektroniczny) od roszczenia o zwrot kwoty przekazanej (w zamian za wartość pieniężną). Jeżeli jednak chodzi o pieniądz elektroniczny, organy nadzorcze zastrzegają, że wykup pieniądza elektronicznego musi podlegać ścisłym warunkom i nie może być ogra-

⁸¹⁴ Por. art. 44 ust. 1 i 2 EKG, zgodnie z którym emitent musi zwrócić pieniądz elektroniczny według wartości nominalnej w dowolnym momencie na żądanie.

niczony ani pod względem czasu, ani kwoty. Każdy pasek jest zabezpieczony zapłaconą wartością nominalną⁸¹⁵ i nie ma warunkowego żądania zwrotu.

- 432 Istotne jest jednak, aby ustawa o pieniądzu elektronicznym i dyrektywa w sprawie pieniądza elektronicznego, na podstawie których dokonano transpozycji ustawy o pieniądzu elektronicznym do prawa krajowego, miały na celu umożliwienie instytucjom pieniądza elektronicznego podejmowania, prowadzenia i nadzorowania ich działalności. Zakres stosowania ustawy o pieniądzu elektronicznym rozciąga się zatem wyłącznie na komercyjną emisję pieniądza elektronicznego przez emitentów pieniądza elektronicznego.⁸¹⁶ Emitentami pieniądza elektronicznego są przede wszystkim instytucje pieniądza elektronicznego i banki.⁸¹⁷ Ponieważ jednak pieniądz elektroniczny oparty na prawodawstwie UE istnieje legalnie tylko w UE i EOG, tylko emitenci pieniądza elektronicznego emitujący go na terenie EOG i UE są nim objęci. I odwrotnie - a dokładniej - ograniczenie działalności polegającej na emitowaniu pieniądza elektronicznego, która jest regulowana głównie przez dyrektywę w sprawie pieniądza elektronicznego, do instytucji kredytowych i instytucji pieniądza elektronicznego objętych zakresem dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego, w sposób dorozumiany oznacza lokalny zakres dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego, która obejmuje terytorium UE/EOG w odniesieniu do

⁸¹⁵ Patrz Rz 429.

⁸¹⁶ Artykuły 1 i 2 ust. 1 ECG; art. 1 ust. 1 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego; zob. również rozdział II.2.7.1.

⁸¹⁷ Artykuł 3 ust. 1 lit. c) EKG; art. 1 ust. 1 lit. a) i b) dyrektywy o pieniądzu elektronicznym.

emisji pieniądza elektronicznego, ponieważ wyżej wymienione instytucje mogą uzyskać zezwolenie tylko na tym terytorium.⁸¹⁸

W związku z tym pieniądz elektroniczny może być emitowany 433 wyłącznie w UE i EOG. W przypadku konstelacji z punktami sprzedaży w EOG lub UE, które działają w imieniu (zagranicznego) emitenta, emisja będzie jednak miała miejsce w UE lub EOG. W przypadku Tether, zakłada się jednak, że Tether Limited lub podmioty, które można mu przypisać, nie będą miały wpływu na daną kwestię w UE lub EOG. Chociaż więc w ten sposób zasadniczo spełnia wszystkie elementy i cechy charakterystyczne pieniądza elektronicznego, więc ograniczona działa poza tym obszarem geograficznym i emituje więc w jurysdykcji, która prawdopodobnie nie zna się na pieniądzu elektronicznym.⁸¹⁹ W związku z tym wyklucza to również istotny zakres zastosowania, ponieważ opiera się on na roszczeniu wobec emitenta pieniądza elektronicznego. Jednakże z perspektywy Liechtensteinu Tether Limited z siedzibą w Hongkongu nie jest emitentem pieniądza elektronicznego w rozumieniu prawa UE. Ponieważ dyrektywa w sprawie pieniądza elektronicznego, jak wyjaśniono powyżej, dotyczy wyłącznie emisji pieniądza elektronicznego, dalsza dystrybucja żetonu, który zasadniczo stanowiłby pieniądz elektroniczny, gdyby został wyemitowany w UE lub EOG przez spółkę trzecią w UE

⁸¹⁸ Zob. rozdział II.2.7.1.

⁸¹⁹ Zasadniczo jednak w przypadku odmowy przyjęcia pieniądza elektronicznego należy zadbać o to, by transakcja depozytowa nie została mimo to przeprowadzona zgodnie z odpowiednią zagraniczną jurysdykcją, ponieważ mają one podobny charakter, jak wyjaśniono powyżej.

lub EOG - która nie jest powiązana z emitentem - nie jest objęta nadzorem. Krótko⁸²⁰ mówiąc, uwięzienie nie stanowi (dozwolonego) pieniądza elektronicznego w rozumieniu dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego lub ustawy o pieniądzu elektronicznym (ale wymagałoby zezwolenia jedynie w przypadku emisji w UE lub EOG), a obrót takim pieniądzem elektronicznym, na który nie udzielono zezwolenia (dwu- lub wielostronny) przez odrębną, niezależną spółkę w Liechtensteinie nie powoduje obowiązku uzyskania zezwolenia.⁸²¹

2.7.7 Zakończenie dwustronnych i wielostronnych działań w zakresie pieniądza elektronicznego

434 Handel własny pieniądzem elektronicznym lub żetonami reprezentującymi pieniądź elektroniczny jest trudny do odróżnienia od dystrybucji pieniądza elektronicznego. Na podstawie art. 2 ust. 1 nr 3 lit. g piątej dyrektywy w sprawie przeciwdziałania praniu pieniędzy, wymiana pieniądza trwałego (tj. pieniądza elektronicznego) na waluty wirtualne jest usługą bureau de change podlegającą należytej staranności, ale niekoniecznie usługą płatniczą; wiarygodność stanowiąca pieniądź elektroniczny jest przekazywana w drodze cesji. Nawet dystrybucja pieniądza elektronicznego jest czasami trudna do odróżnienia od emisji pieniądza elektronicznego, przy czym emisja pieniądza elektronicznego jest ustalana na podstawie tego, kto występuje w

⁸²⁰ Przynajmniej jeśli nie jest to inaczej regulowane na szczeblu krajowym. Rozmieszczenie uwięzi w Liechtensteinie musi być nieuregulowane z podanych powodów.

⁸²¹ Przynajmniej w takim zakresie, w jakim nie jest to instrument finansowy. Por. rozdział II.2.2.2 Ustawy o Bankowości (KWG) w tym zakresie oraz w odniesieniu do własnego obrotu pieniądzem elektronicznym jako usługi finansowej.

księgach rachunkowych z rozszczeniem wynikającym z emisji pieniądza elektronicznego.⁸²² W przypadku gdy agent sprzedaży działa w imieniu i na ryzyko emitenta pieniądza elektronicznego, emitent ten emituje pieniądź elektroniczny bezpośrednio; zakazuje się również outsourcingu emisji pieniądza elektronicznego lub emisji przez agentów.⁸²³ Dystrybucja w rozumieniu dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego lub ECA, jak sama nazwa pośrednio wskazuje, jest jednak zawsze dokonywana w imieniu emitenta pieniądza elektronicznego i jest dozwolona przez osoby zgodnie z art. 14 ust. 1 ECA lub agentów, do których mają zastosowanie odpowiednie przepisy. Handel pieniądzem elektronicznym we własnym imieniu (dystrybucja we własnym imieniu) nie stanowi jednak działalności wymagającej zezwolenia jako instytucja pieniądza elektronicznego lub instytucja płatnicza. W⁸²⁴ przeciwieństwie do Niemiec, gdzie KWG⁸²⁵ przewiduje, że jednostki rozliczeniowe należy traktować jako instrumenty finansowe; taka klasyfikacja w prawie niemieckim wydaje się prowadzić do sprzecznej konkurencji między pieniądzem elektronicznym a instrumentami finansowymi, gdy na przykład symboliczny pieniądź elektroniczny jest sprzedawany w obrocie na własny rachunek, dla którego licencja jako instytucja finansowa wydaje się zatem odpowiednia.⁸²⁶

⁸²² Muri, *Vertrieb von E-Money über Dritte, Auslagerung und Agents in Vonkilch* (Hrsg), *Commentary on the E-Money Act 2010*, § 15 Rz 6 (s. 214).

⁸²³ *Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in Vonkilch* (Hrsg), *Commentary on the E-Money Act 2010*, Rz 52 (s. 30 f).

⁸²⁴ *Terlau w Casper/Terlau* (Hrsg), *ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money*, § 1a ZAG, Rz 110 f.

⁸²⁵ Por. § 1 ust. 11 nr 7 KWG - "Jednostki rozliczeniowe".

⁸²⁶ *Terlau w Casper/Terlau* (Hrsg), *ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money*, § 1a ZAG, Rz 111.

Dopasowany główny obrót (symbolizowany) pieniądzem elektronicznym również wydaje się być bezproblemowy w świetle prawa Liechtensteinu, ponieważ również tutaj wykonawca lub operator takiej platformy handlowej działa jako partner centralny i tym samym działa we własnym imieniu na własny rachunek. Platforma handlowa dla (symbolizowanego) pieniądza elektronicznego o wielostronnej strukturze, w której operator działa jako wolny od ryzyka pośrednik i jedynie łączy interesy związane z nabywaniem i zbywaniem pieniądza elektronicznego, również z punktu widzenia nadzoru nie stwarza żadnych problemów. Jeżeli jednak taki pośrednik wykonuje również wykonanie umowy (rozliczenie), stanowi to usługę płatniczą podlegającą autoryzacji, ponieważ w takiej transakcji z jednej strony jest to prawny środek płatniczy, a z drugiej środki pieniężne (pieniądz elektroniczny) są czasami przekazywane. Taki obrót pieniądzem elektronicznym nie stoi w sprzeczności z prawem do wykupu pieniądza elektronicznego według wartości nominalnej, ponieważ roszczenie wobec emitenta pozostaje bez zmian; zmienia się jedynie posiadacz roszczenia. Od czasu wdrożenia dyrektywy PSD II wyjątek dotyczący agenta handlowego nie może być już stosowany, jeżeli ktoś działa jako agent handlowy lub pośrednik na mocy ADHGB obowiązującego w Liechtensteinie zarówno w odniesieniu do sprzedawcy, jak i nabywcy. W przypadku komercyjnego świadczenia usług w zakresie wyżej wymienionych transakcji związanych z pieniądzem elektronicznym może czasami istnieć faktoring rzeczywisty, ale nie wymaga on licencji na mocy prawa rynku finansowego w Liechtensteinie (w przeciwieństwie do Austrii, gdzie zarówno faktoring rzeczywisty, jak i nierdzenny jest kwalifikowany jako działalność bankowa).

Pojęcie pieniądza elektronicznego nie obejmuje tych instrumentów pieniężnych, które, chociaż zasadniczo reprezentują pieniądz elektroniczny, jeżeli są emitowane w UE/EOG, to są emitowane w państwach trzecich, które nie znają systemu pieniądza elektronicznego. W związku z tym obrót lub wprowadzanie do obrotu takich żetonów przez osoby trzecie, tj. spółki niepowiązane z emitentem, nie powoduje powstania wymogu uzyskania licencji zgodnie z prawem rynku finansowego w Liechtensteinie. 436

Przykładem takiego elektronicznego żetonu nie wymagającego zezwolenia jest Stablecoin Tether. Zasadniczo spełnia to wszystkie wymogi związane z pieniądzem elektronicznym, ponieważ istnieje prawo do wykupu w dowolnym momencie według wartości nominalnej; gdyby Tether został wyemitowany w UE lub EOG, jego szczególny wzór stanowiłby jedynie nieprawidłowe wdrożenie systemu pieniądza elektronicznego. 437

2.7.8 Wartość pieniężna - Ożywienie klauzuli dzwonka?

Pieniądz elektroniczny, ze swoją wartością pieniężną, jest obowiązkowo potrącany z roszczeniem wyrażonym w pieniądzu. Pieniądz elektroniczny jest zatem również pieniądzem fiat, co w sposób nieunikniony wynika z motywu 8 piątej dyrektywy w sprawie prania pieniędzy, który dotyczy również obecnej regulacji walut wirtualnych: *"Dostawcy usług, którzy ułatwiają wymianę między walutami wirtualnymi a pieniądzem fiat (tzn. monety i banknoty zgłoszone jako legalny środek płatniczy i pieniądz elektroniczny kraju akceptowanego jako środek wymiany w kraju emisji) oraz podmioty udostępniające portmonetki elektroniczne nie są* 438

zobowiązane przez Unię do zgłaszania podejrzanej działalności".⁸²⁷ Żeton, który w ten sposób reprezentuje wirtualne waluty analogicznie do pieniądza towarowego, ponieważ ze względu na wyświetlane dane lub oprogramowanie i jego funkcjonalność nie może reprezentować pieniądza "fiat money", a tym samym również żadnego pieniądza elektronicznego. Prawodawca unijny jasno stwierdził, że waluty wirtualne nie reprezentują przedmiotów nieposiadających wewnętrznej wartości (tj. pieniądza kwotowego), które funkcjonują jako środek wymiany - w tym przypadku wystarczające byłoby wykorzystanie wyłącznie pieniądza kwotowego. Żetony, nawet jeśli nie reprezentują żadnych praw per se, takich jak Bitcoin, nie reprezentują fiat money. Zostało to również wyraźnie wyjaśnione przez prawodawcę UE w motywie 10 piątej dyrektywy GW: *"Walut wirtualnych nie należy mylić z pieniądzem elektronicznym w rozumieniu [dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego], z szerszym pojęciem "środków" w rozumieniu [PSD II], z usługami lub transakcjami płatniczymi zgodnie z [PSD II] lub z walutami stosowanymi w grach, które mogą być używane wyłącznie w danym środowisku gier. Chociaż waluty wirtualne mogą być często wykorzystywane jako środki płatnicze, mogą być one wykorzystywane do innych celów i mogą mieć szersze zastosowanie, takie jak środki wymiany, inwestycje, produkty służące zachowaniu wartości lub do użytku w kasynach internetowych"*.⁸²⁸ Poza dyrektywą o pieniądzu elektronicznym prawodawca europejski stwierdza

⁸²⁷ Motyw 8 piątej dyrektywy ARC 2018/843.

⁸²⁸ Motyw 10 piątej dyrektywy Rady 2018/843; zgodnie z art. 3 nr 18 piątej dyrektywy Rady 2018/843, waluty wirtualne definiuje się jako: *"cyfrową reprezentację wartości, która nie została wyemitowana lub zagwarantowana przez bank centralny lub organ publiczny i która niekoniecznie jest powiązana z walutą określoną prawem i która nie ma statusu prawnego waluty lub pieniądza, ale jest akceptowana przez osoby fizyczne lub prawne jako środek wymiany i która może być przekazywana, przechowywana i handlowana elektronicznie"*.

zatem, że waluty wirtualne i pieniądz elektroniczny wzajemnie się wykluczają. Żetony, które kwalifikują się jako waluty wirtualne, nie mogą stanowić pieniądza elektronicznego. Niemniej jednak żetony niekoniecznie muszą reprezentować waluty wirtualne i mogą rzeczywiście reprezentować pieniądz elektroniczny, pod warunkiem że jest to zamierzone; w związku z tym zakres systemu pieniądza elektronicznego w związku z żetonami będzie prawdopodobnie bardzo ograniczony.

Dies hat auch die EBA bereits vor langem erkannt: "VC [Anm: Waluty 439 wirtualne] mogą być (i) przenoszone od jednego użytkownika do drugiego za pomocą środków elektronicznych, (ii) przechowywane na urządzeniu elektronicznym lub serwerze oraz (iii) przedmiotem handlu elektronicznego. [...] Celem powyższej definicji jest odróżnienie walut wirtualnych od waluty (fiata), a w szczególności od pieniądza elektronicznego, jako cyfrowej reprezentacji waluty krajowej [Anm: Waluta fiata]. W teorii ekonomii pieniądz pełni trzy różne funkcje: (1) jednostkę rozliczeniową, (2) środki wymiany oraz (3) magazyn wartości. Co do zasady, VC mogą potencjalnie spełniać jedną lub więcej funkcji pieniądza. Powyższa definicja VC odzwierciedla jednak fakt, że funkcje te nie są, przynajmniej w chwili obecnej, porównywalne pod względem jakości i nie zawsze są realizowane w tym samym czasie co inne funkcje lub w tym samym stopniu. Ponadto z regulacyjnego punktu widzenia włączenie terminu "waluta" do określenia "VC" jest mylące, ponieważ oznacza on najwyższą płynność składnika aktywów, szeroką lub powszechną akceptację w ramach geografii, a także wymiennialność z innymi walutami (wirtualnymi i fiat),

co niekoniecznie musi mieć miejsce w przypadku każdego pojedynczego systemu VC".⁸²⁹

- 440 Pojęcie wartości pieniężnej nie zostało dokładnie zdefiniowane w dyrektywie w sprawie pieniądza elektronicznego. Jednakże element ten jest ściśle związany z innymi elementami "w formie roszczenia wobec emitenta", "wyemitowany za opłatą pieniężną" i "w celu dokonania transakcji płatniczych" i musi być interpretowany wąsko z teleologicznego punktu widzenia. W związku z tym oczywiste jest, że wartość pieniężna opiera się wyłącznie na pieniądzu w rozumieniu ekonomicznej teorii EBA jako jednostce rozliczeniowej, środka wymiany i przechowywaniu wartości, jak wspomniano powyżej. Charakterystyka wartości pieniężnej może być następnie zrównana z elementem "w formie roszczenia wobec emitenta", który powstaje w momencie przyjęcia kwot pieniężnych w rozumieniu EBA. Podawana jest więc kwota pieniężna, która skutkuje roszczeniem o zwrot tej samej kwoty pieniężnej i tym samym określa wartość pieniężną w formie roszczenia, które jest przechowywane elektronicznie. W związku z tym ta wartość pieniężna może być również wykorzystywana do przetwarzania transakcji płatniczych, co z kolei wymaga dostarczenia, wycofania lub przekazania kwoty pieniężnej; wartość pieniężna może zatem być oparta wyłącznie

⁸²⁹ Opinia EBA w sprawie "walut wirtualnych", EBA/Op/2014/08 z 04.07.2014, S. 12, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>.

na roszczeniu pieniężnym.⁸³⁰ Opinia BaFin oraz część doktryny niemieckiej, zgodnie z którą wartość pieniężna stanowi dowolny środek wymiany, jest zatem dogmatycznie błędna i musi zostać odrzucona w ramach wykładni prawa krajowego zorientowanego na wymogi prawa europejskiego (wykładnia zgodna z dyrektywami lub prawem wspólnotowym). Jest to tym bardziej prawdziwe, że działalność w zakresie pieniądza elektronicznego ostatecznie stanowi transakcję depozytową, która z prawnego punktu widzenia, w powiązaniu z pewnymi warunkami (w rozumieniu Traktatu WE), ma inne konsekwencje niż transakcja depozytowa w rozumieniu Prawa bankowego; transakcja depozytowa opiera się koniecznie na przyjęciu (bezw warunkowo) środków podlegających zwrotowi.⁸³¹

Elektronicznie przechowywana wartość pieniężna ma funkcję dowodową i taka wartość zapisuje z jednej strony roszczenie wobec emitenta, a z drugiej strony kwotę roszczenia pieniężnego.⁸³² 441

Pogląd, że żetony jako treści cyfrowe reprezentują dane lub oprogramowanie o nieodłącznej wartości lub, ze względu na ich zaklasyfikowanie jako waluty wirtualne, nie reprezentują pieniądza "fiat money", w związku z motywem 6 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego, zasadniczo przemawia przeciwko przejmowaniu żetonów w ramach systemu pieniądza elektronicznego. According to this 442

⁸³⁰ Por. art. 1 nr 4 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego: "*Niniejsza dyrektywa nie ma zastosowania do wartości pieniężnej przechowywanej na instrumentach objętych derogacją na mocy art. 3 lit. k)*" PSD I. Wartość pieniężna może zatem odnosić się jedynie do kwot pieniężnych, za pomocą których mogą być dokonywane transakcje płatnicze.

⁸³¹ Zob. szczególnie rozdział II.2.7.3.

⁸³² *Gerhartinger*, the civil law assessment of e-money in *Vonkilch* (Hrsg), E-Money Act 2010, s. 11 (s. 28; margin note 46).

recital, the scope of the E-Money Directive is not open to monetary assets which can be used to acquire digital goods or services if an operator or issuer adds an additional intrinsic value to a monetary asset, e.g. *"in the form of access, search or transmission facilities"*.⁸³³ This further presupposes that the *"good or service can only be used with a digital device, such as a mobile phone or computer, and the operator of the telecommunications, digital or IT system or network does not merely act as an intermediary between the payment service user and the supplier of the goods or services"*.⁸³⁴ Można by założyć, że płatność jest dokonywana bezpośrednio na rzecz operatora i nie powstaje relacja dłużnik-wierzyciel pomiędzy użytkownikiem a dostawcą towarów lub usług.

- 443 Ten wyjątek od zakresu stosowania Traktatu WE i dyrektywy o pieniądzu elektronicznym, znany również w Niemczech jako klauzula dzwonka,⁸³⁵ ma zastosowanie do towarów lub usług cyfrowych udostępnianych przez operatora. *"Jeżeli operator jest przynajmniej zaangażowany w tworzenie wartości produktu, nie jest on wyłącznie pośrednikiem i dlatego wyjątek ten ma zastosowanie"*.⁸³⁶ W tym kontekście operator jest zaangażowany w tworzenie wartości dodanej, jeżeli do produktu dodana jest niezależna wartość w rozumieniu dodatkowej funkcji, takiej jak funkcja dostępu, wyszukiwania lub transferu, o której mowa w dyrektywie w sprawie pieniądza elektronicznego. *"Tak więc*

⁸³³ Motyw 6 dyrektywy o pieniądzu elektronicznym 2009/110.

⁸³⁴ Motyw 6 dyrektywy o pieniądzu elektronicznym 2009/110.

⁸³⁵ Patrz *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* w *Weilinger* (hrsg), Ustawa o usługach płatniczych, § 2 ZaDiG, str. 38 (marża 51 mwN).

⁸³⁶ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* w *Weilinger* (hrsg), Ustawa o usługach płatniczych, § 2 ZaDiG, s. 38 f (nota marżowa 51).

samo samo udostępnienie linii komunikacyjnej, za pomocą której produkt jest transmitowany, może być takim dodaniem wartości dodanej.⁸³⁷

Wszystko to wydaje się mieć zastosowanie do protokołów sieciowych 444 opartych na łańcuchach blokowych, a emitent opracowujący łańcuch blokowy lub platformę programową może czasami skorzystać z tego wyjątku, zwłaszcza że samo dostarczenie lub opracowanie technologii, która następnie umożliwi transfer żetonów, musi stanowić wartość dodaną na tle cytowanej powyżej doktryny. Żetony posiadają również regularnie dodatkowe funkcje, które są im przypisane przez ich emitenta, np. dostęp do platformy; również tutaj można założyć tworzenie wartości dodanej, która jest dodawana do żetonu przez jego emitenta. W związku z tym wydaje się, że technologia łańcucha blokowego lub powiązane z nią technologie doprowadziły do cichego ożywienia klauzuli dzwonka, co usuwa dodatkowy powód z zastosowania systemu pieniądza elektronicznego do żetonów lub walut wirtualnych.⁸³⁸ System pieniądza elektronicznego wydaje się być w dużej

⁸³⁷ Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann w Weilinger (hrsg), Ustawa o usługach płatniczych, § 2 ZaDiG, s. 39 (nota marżowa 51).

⁸³⁸ Vgl auch EZB, Virtual Currency Schemes, Oktober 2012, S 16,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrency-schemes201210en.pdf><https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrency-schemes201210en.pdf>, deren Aussagen im Kerngehalt in dieselbe Kerbe schlagen, wonach virtuelle Währungen von E-Geld zu differenzieren sind: "[...] należy do końca wyraźnego rozróżnienia między wirtualnymi systemami walutowymi a pieniądzem elektronicznym [...]. Although some of these criteria [Anm: von E-Geld] are also met by virtual currencies, there is one important difference. W systemach pieniądza elektronicznego zachowane jest powiązanie między pieniądzem elektronicznym a tradycyjnym formatem pieniądza i ma ono podstawę prawną, ponieważ przechowywane środki są wyrażone w tej samej jednostce rozliczeniowej (np. dolarach amerykańskich, euro itp.). W wirtualnych systemach walutowych jednostka rozliczeniowa jest zmieniana na wirtualną (np. dolary lipowe, Bitcoins)". Wirtuozeria z E-

mierze nieodpowiedni do uregulowania kwestii żetonów, chyba że faktycznym zamiarem emitenta jest również emisja pieniądza elektronicznego w formie żetonów. Rodzi to jednak pytanie, czy zalety zdecentralizowanej technologii można pogodzić z regulacją w zakresie pieniądza elektronicznego, czy też z ekonomicznego punktu widzenia nie prowadzi to do "najgorszego z obu światów".

2.8 Usługi płatnicze i modele biznesowe oparte na żetonach

445 Ustawa o usługach płatniczych (ZDG), która weszła w życie z⁸³⁹ dniem 1 października 2019 r., jest krajową implementacją PSD II.⁸⁴⁰ ZDG ma zastosowanie do komercyjnego świadczenia usług płatniczych przez dostawców usług płatniczych.⁸⁴¹ Dostawcami usług płatniczych są banki lub instytucje kredytowe CRR, instytucje pieniądza elektronicznego i instytucje płatnicze.⁸⁴²

Geldu, która w tym samym czasie, jak i w tym samym czasie, w którym została powołana do życia, jest w pełni ukształtowana przez szersze bogactwo E-Geldu, a także przez małżeństwo z E-Geldem.

⁸³⁹ LGBl 2019.213.

⁸⁴⁰ Dyrektywa 2015/2236, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>.

⁸⁴¹ Art. 2 ust. 1 ZDG; art. 2 ust. 1 PSD II.

⁸⁴² Art. 2 ust. 3 ZDG; art. 1 ust. 1 PSD II. Wynika to z kaskadowego systemu licencjonowania. Tak więc banki i instytucje pieniądza elektronicznego mogą również świadczyć usługi płatnicze; por. art. 5 ust. 2 lit. a EGG).

Usługi płatnicze obejmują transakcje płatnicze⁸⁴³⁸⁴⁴, transakcje płatnicze, transakcje dotyczące instrumentów płatniczych⁸⁴⁵⁸⁴⁶, transakcje 446

⁸⁴³ Art. 4 ust. 1 pkt 5 i 12 ZDG; usługi umożliwiające wpłatę lub wypłatę gotówki na rachunek płatniczy lub z rachunku płatniczego, a także wszelkie transakcje wymagane do prowadzenia rachunku płatniczego.

⁸⁴⁴ art. 4 ust. 1 nr 45 ZDG (Z 46 część cit. w przypadku wykonywania transakcji płatniczej, w której kwota odnosząca się do transakcji płatniczej jest objęta kredytem); wykonywanie transakcji płatniczych - tj. przekazywanie, udostępnianie lub wycofywanie środków przez zleceniodawcę lub odbiorcę (art. 4 ust. 1 nr 54 ZDG) - w tym przekazywanie środków na rachunki płatnicze (art. 4 ust. 1 nr 51 ZDG). Obejmuje to płatności typu pull (takie jak polecenia zapłaty) i push (polecenia przelewu, zlecenia stałe).

⁸⁴⁵ Emisja instrumentów płatniczych lub nabywanie instrumentów płatniczych (przyjmowanie i rozliczanie). Instrumenty płatnicze są definiowane jako zindywidualizowane instrumenty lub procedury uzgodnione między użytkownikiem usług płatniczych a dostawcą usług płatniczych w celu wydawania zleceń płatniczych (art. 4 ust. 1 nr 48 ZDG, art. 4 nr 14 PSD II). Nie jest wymagany żaden element fizyczny, a PIN, podpis lub PIN i TAN mogą również stanowić taką spersonalizowaną procedurę, a tym samym instrument płatniczy.

⁸⁴⁶ Art. 4 ust. 1 nr 17 ZDG; art. 4 nr 22 PSD II. Usługa płatnicza, w przypadku której nie jest założony rachunek płatniczy. Kwota pieniężna zleceniodawcy jest przekazywana dostawcy usług płatniczych działającemu w imieniu odbiorcy.

przekazu pieniężnego oraz, od czasu PSD II, również usługi inicjowania płatności i usługi informacji o rachunku.⁸⁴⁷

447 Usługa inicjacji płatności jest usługą, w ramach której użytkownik usług płatniczych inicjuje, na żądanie, zlecenie płatnicze na rachunek płatniczy prowadzony przez innego dostawcę usług płatniczych.⁸⁴⁸ W odniesieniu do żetonów, przepis ten może mieć znaczenie dla operatora platformy handlowej w zakresie żetonów, jeżeli chce on umożliwić swoim klientom, za pośrednictwem banku zintegrowanego w modelu biznesowym, posiadanie depozytów w celu nabycia żetonów u nich na platformie handlowej. Jeżeli operator platformy handlowej przekazuje odpowiednie zlecenia płatności w imieniu klientów, stanowi to usługę uruchamiania płatności.⁸⁴⁹ Jeżeli nie zostanie uruchomione żadne zlecenie płatnicze, a jedynie informacja o saldzie rachunku zostanie odzwierciedlona, na przykład w ramach platformy, nie ma usługi

⁸⁴⁷ Art. 2 ust. 2 ZDG; art. 4 nr 3 w związku z załącznikiem I PSD II.

⁸⁴⁸ Art. 4 ust. 1 Z 39 ZDG; art. 4 nr 15 PSD II. Dostawcy usług inicjowania płatności (PISP) dają odbiorcy pewność, że płatność została zainicjowana, tak aby odbiorca mógł natychmiast dostarczyć towary lub świadczyć usługę (zob. motyw 29 PSD II).

⁸⁴⁹ Jednakże w tym przypadku potencjalnie można by zastosować wyjątek dotyczący przedstawiciela handlowego, zob. motyw 11 dyrektywy w sprawie usług płatniczych II.

inicjacji płatności, ale istnieje usługa informacji o rachunku.⁸⁵⁰ Usługi informacji o kontaktach są usługami online służącymi do przekazywania zbiorczych lub skonsolidowanych informacji o rachunkach płatniczych użytkownika usług płatniczych.

Godną uwagi jest minimalna regulacja kapitałowa instytucji płatniczych w ZDG, która implementuje II dyrektywę w sprawie usług płatniczych. Ze względu na zmieniony kurs CHF/EUR od czasu PSD I, zostały one faktycznie zmniejszone o połowę. Podczas gdy minimalny kapitał dla instytucji płatniczych wynosi⁸⁵¹⁸⁵² 250 000,00 CHF i 40 000,00 CHF dla instytucji płatniczych świadczących usługi w zakresie przekazów pieniężnych, minimalny kapitał de lege lata wynosi 125 000,00 CHF dla instytucji płatniczych świadczących usługi płatnicze zgodnie z art. 2 ust. 2 lit. a), b) i f) do h) ZDG⁸⁵³ oraz 20 000,00 CHF dla

⁸⁵⁰ Art. 4 ust. 1 nr 25 ZDG; Art. 4 nr 16 PSD II (również Usługodawca Informacji o Koncie; AISP). Usługodawcy ci umożliwiają użytkownikowi uzyskanie ogólnego obrazu jego sytuacji finansowej w czasie rzeczywistym (motyw 28 dyrektywy PSD II).

⁸⁵¹ Opłata za autoryzację instytucji płatniczej w FMA wynosi 30.000,00 CHF, a opłata za udzielenie lub odmowę rejestracji dostawcy usług informacji o rachunku wynosi 15.000,00 CHF (załącznik 1 sekcja A nr 1 lit. i i nr 2b lit. a FMA). Ponadto roczna podstawowa opłata za sprawowanie nadzoru zgodnie z załącznikiem 2 tytuł I sekcja D umowy FMAA wynosi co najmniej 20 000,00 CHF i co najwyżej 120 000,00 CHF (lub 500 000,00 CHF w przypadku instytucji płatniczych posiadających przedstawicielstwa lub oddziały podlegające nadzorowi skonsolidowanemu). Dla podmiotów świadczących usługi w zakresie informacji o rachunkach, opłata nadzorcza wynosi również 20.000,00 CHF pa, ale maksymalnie 80.000,00 CHF dla zagranicznych oddziałów i przedstawicielstw podlegających nadzorowi skonsolidowanemu.

⁸⁵² Art. 11 ZDG w wersji zmienionej przez LGBl 2009.271.

⁸⁵³ Art. 10 ust. 2 lit. c ZDG (zmieniony przez LGBl 2019.213).

instytucji płatniczych świadczących wyłącznie usługi w zakresie przekazów pieniężnych. Podmioty świadczące usługi⁸⁵⁴ uruchamiania płatności wprowadzone w ramach PSD II wymagają minimalnego kapitału w wysokości 50.000,00 CHF.⁸⁵⁵ Podmioty świadczące usługi w zakresie informacji o koncie nie wymagają natomiast licencji, a jedynie rejestracji w FMA i muszą przedstawić ubezpieczenie od odpowiedzialności zawodowej lub równoważną gwarancję.⁸⁵⁶

2.8.1 Silne uwierzytelnienie klienta

449

Motyw 107 PSD II stanowi, że w celu zapewnienia zharmonizowanego stosowania PSD II Komisja Europejska może upoważnić EUNB do opracowania regulacyjnych standardów technicznych⁸⁵⁷ dotyczących silnego uwierzytelniania klientów w celu zapewnienia bezpieczeństwa usług płatniczych. Silne uwierzytelnienie klienta to uwierzytelnienie uwzględniające co najmniej dwa niezależne elementy z zakresu wiedzy, własności i charakteru.⁸⁵⁸

⁸⁵⁴ Artykuł 10 ust. 2 lit. a w związku z art. 2 ust. 2 lit. c ZDG.

⁸⁵⁵ Artykuł 10 ust. 2 lit. b) w związku z art. 2 ust. 2 lit. e) ZDG-

⁸⁵⁶ Art. 11 ust. 1 i art. 12 ust. 1 lit. m ZDG.

⁸⁵⁷ Regulacyjne normy techniczne; RTS.

⁸⁵⁸ Art. 4 nr 30 PSD II; art. 4 ust. 1 Z 34 ZDG. Elementem wiedzy może być np. hasło lub kod PIN. Element opętania opiera się na możliwości dysponowania przez użytkownika np. nad instrumentem płatniczym lub urządzeniem generującym kod uwierzytelniający. Z drugiej strony, element własności opiera się na dziedziczeniu genetycznym i obejmuje, na przykład, odcisk palca lub rozpoznawanie głosu. Por. również Tytuł I. Rozdział I.1.2 "uwierzytelniania dwuskładnikowego" zwyczajowo stosowanego w transakcjach tokenami w łańcuchu blokowym, który również odnosi się do tych elementów.

Dostawcy usług płatniczych są zobowiązani do zapewnienia silnego u-
wierzytelnienia klienta w przypadku, gdy płatnik uzyskuje dostęp do 450
swojego rachunku płatniczego online, inicjuje elektroniczną transakcję
płatniczą lub działa poprzez dostęp zdalny w sposób stwarzający
ryzyko oszustwa lub innego niewłaściwego użycia.⁸⁵⁹

Na podstawie art. 98 PSD II EUNB, we współpracy z EBC, opracował 451
regulacyjne standardy techniczne w zakresie silnego uwierzytelniania
klientów.⁸⁶⁰ Ten RTS lub Del-VO wszedł w życie w dniu 14.03.2018.⁸⁶¹
Sama dyrektywa PSD II obowiązuje od 13.01.2018 r.; wobec braku
wcześniejszej decyzji Wspólnego Komitetu EOG została ona wdrożona
w Liechtensteinie na mocy prawa krajowego już od 1.10.2019 r.⁸⁶²
Należy zauważyć, że przepisy dotyczące silnego uwierzytelniania kli-
entów staną się skuteczne dopiero 18 miesięcy po wejściu w życie RTS
do PSD II, co oznacza, że staną się one skuteczne dla UE dopiero w dniu
14 września 2019 r.⁸⁶³

Dostawcy usług płatniczych muszą na ogół wdrożyć mechanizm mo- 452
nitorowania transakcji, który pozwala na uwzględnienie aspektów o-
partych na ryzyku, takich jak kwota wszystkich transakcji płatniczych,
znane scenariusze oszustw, stosowane oprogramowanie dostępne,

⁸⁵⁹ Art. 97 ust. 1 PSD II.

⁸⁶⁰ RTS Del-VO 2018/389, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2018/389/oj.

⁸⁶¹ Dotyczy to tylko obszaru UE. W odniesieniu do EOG, obecny status to: "Akt przyjęty podlegający kontroli przez EOG EFTA".

⁸⁶² Art. 115 ust. 1 DPZR II.

⁸⁶³ Art. 97 DPZ II w związku z przepisem transponującym art. 115 ust. 4 DPZ II. Por. również art. 38 ust. 2 rozporządzenia del 2018/389.

oznaki zakazania złośliwym oprogramowaniem oraz elementy uwierzytelniania wykorzystywane niezgodnie z przeznaczeniem lub kradzione.⁸⁶⁴

- 453 W celu silnego uwierzytelnienia klienta należy podjąć środki bezpieczeństwa, aby zapewnić, że kod uwierzytelniający nie może zostać sfałszowany, że elementy wiedzy, posiadania lub charakteru nie mogą zostać wyprowadzone z kodu uwierzytelniającego lub że nowy kod uwierzytelniający nie może zostać wygenerowany (inżynieria odwrotna).⁸⁶⁵

2.8.2 Zwolnienia z obowiązku uzyskania zezwolenia zgodnie z ZDG

- 454 Poniżej omówiono najistotniejsze wyjątki ZDG⁸⁶⁶ dla przedsiębiorstw działających w oparciu o łańcuchy blokowe. Są to w sposób nieunikniony dwa główne zastosowania ograniczonego wyjątku dotyczącego sieci (ograniczona sieć lub rozwiązanie typu "shop-in-shop" i bardzo ograniczony wybór), wyjątku dotyczącego agenta handlowego oraz wyjątku dotyczącego płatności międzybankowych w ogóle.⁸⁶⁷

- 455 Jednym z najważniejszych wyjątków ZDG jest sieć ograniczona (pętla zamknięta) zgodnie z art. 3 ust. 1 lit. g (Z 1 do Z 3) ZDG. Zwłaszcza w

⁸⁶⁴ Artykuł 2 rozporządzenia Del 2018/389.

⁸⁶⁵ Ponadto, zgodnie z tym przepisem, uwierzytelnienie może być udzielone na maksymalnie pięć minut beczynności i może być przedmiotem maksymalnie pięciu następujących po sobie nieudanych prób uwierzytelnienia; następnie należy czasowo lub trwale zablokować możliwości działania na podstawie art. 97 ust. 1 PSD II.

⁸⁶⁶ Art. 3 ust. 1 ZDG.

⁸⁶⁷ Art. 3 ust. 1 lit. l ZDG.

przypadku projektów opartych na łańcuchach blokowych, wyjątek dotyczący ograniczenia geograficznego do jednego państwa członkowskiego w Z 3 etap cit. jest mniej istotny ze względu na jego wszechobecne zastosowanie, ale dwa pozostałe akapity są tym bardziej istotne. Zakres stosowania ZDG jest wyłączony w przypadku usług opartych na instrumentach płatniczych o ograniczonym zastosowaniu, (i) które uprawniają posiadacza do zakupu towarów lub usług wyłącznie z ograniczonej sieci dostawców usług na podstawie umowy handlowej z emitentem (sieć detaliczna; franczyza)⁸⁶⁸, lub (ii) które mogą być wykorzystane wyłącznie do zakupu bardzo ograniczonego asortymentu towarów lub usług (ograniczony zasięg).⁸⁶⁹ Po wdrożeniu PSD II w Liechtensteinie FMA musi zostać powiadomiony o stwierdzeniu tego wyjątku, jeżeli w ciągu ostatnich 12 miesięcy przekroczona została wartość progowa w realizacji transakcji płatniczych o łącznej

⁸⁶⁸ Jeżeli usługa płatnicza oparta na instrumencie płatniczym uprawnia posiadacza do zakupu towarów lub usług tylko od konkretnego detalisty (rozwiązanie "shop-in-shop"), stanowi to również wyjątek od ZDG. Zob. w tym względzie motyw 13 PSD II. Zob. również ulotka BaFin, Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG), 22.12.2011, ostatnio zmieniona 29.11.2017, P 3. j), https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html.

⁸⁶⁹ Art. 3 ust. 1 lit. g Z 2 ZDG; por. rozdział 2.7.3 mWN i dalsze szczegóły. Od PSD I do PSD II ograniczenie to zostało zastrzone, co znajduje również odzwierciedlenie w terminologii. W związku z tym ograniczony wybór towarów lub usług został dodatkowo ograniczony do bardzo ograniczonego wyboru. Skutki tego zastrzeżenia w praktyce pozostają wątpliwe; ogólnie rzecz biorąc, wyjątek ten będzie musiał być jednak oparty na ogólnym pojęciu prawa cywilnego lub na funkcjonalnie powiązanych kategoriach produktów.

wartości ponad 1 mln CHF, i należy podać tego powody.⁸⁷⁰ FMA rejestruje takie powiadomienia w publicznie dostępnym rejestrze usług płatniczych i składa sprawozdania do EBA.⁸⁷¹

456 Innym istotnym wyjątkiem ZDG jest dokonywanie transakcji płatniczych pomiędzy płatnikiem a odbiorcą przez agenta handlowego, który posiada uprawnienia umowne do negocjowania lub zawierania umowy sprzedaży lub zakupu towarów lub usług w imieniu płatnika lub odbiorcy. Podczas⁸⁷² gdy w ramach systemu PSD I przedstawiciel handlowy mógł reprezentować zarówno stronę kupującą, jak i sprzedającą, tj. płatnika i odbiorcę, takie postępowanie zostało wstrzymane wraz z wprowadzeniem lub wdrożeniem na szczeblu krajowym PSD II.⁸⁷³ Agent handlowy może teraz działać tylko dla jednej strony umowy, tj. albo płatnika, albo odbiorcy, i może skorzystać z tego wyjątku w ZDG.⁸⁷⁴

⁸⁷⁰ Art. 3 ust. 3 ZDG.

⁸⁷¹ Art. 3 ust. 5 w związku z art. 16 ZDG i art. 3 ust. 6 ZDG.

⁸⁷² Agenci lub pośrednicy handlowi muszą również mieć pewien stopień swobody w negocjowaniu lub zawieraniu transakcji zakupu lub sprzedaży towarów lub usług. O ile kryterium zawarcia transakcji odnosi się do aktu woli zawarcia transakcji prawnej, o tyle charakterystyka negocjacji dotyczy treści transakcji, w szczególności ceny, warunku, miejsca udzielenia zamówienia, strony umowy itp. Nie ma swobody uznania, czy zawarcie i warunki transakcji, jak również kontrahent, zostały już ustalone, a środki są jedynie przekazywane; taka jest definicja usługi płatniczej - por. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, z 22.12.2011, ostatnio zmieniona 29.11.2017, P 3. b)

⁸⁷³ BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, z dnia 22.12.2011 r., ostatnio zmieniona w dniu 29.11.2017 r., s. 3 lit. b).

⁸⁷⁴ Art. 3 ust. 1 lit. p) ZDG; por. motyw 11 dyrektywy PSD; por. również BUA 2019/11, s. 13 f; por. również rozdział II.2.7.6 marża nr 428 Chociaż we wspomnianym wyżej BUA 2019/11 apodyktycznie stwierdza się, że przedstawiciel

Zgodnie z obowiązującymi w Liechtensteinie przepisami ADHGB, handlowcy lub przedstawiciele handlowi są definiowani jako niezależni przedsiębiorcy, którym stale powierza się zadanie pośrednictwa w prowadzeniu działalności gospodarczej na rzecz przedsiębiorców lub zawierania transakcji w ich imieniu.⁸⁷⁵ Jest zatem możliwe, że agent handlowy przyjmuje środki od przedsiębiorcy, dla którego negocjował transakcję i po wynegocjowaniu lub zawarciu umowy przekazuje te środki drugiemu przedsiębiorcy jako kontrahentowi w trakcie realizacji umowy. W przypadku tego rodzaju działalności agent handlowy może - jeżeli ma uprawnienia uznaniowe podczas negocjowania lub zawierania umowy - powołać się na wyjątek wobec ZDG, a zatem nie wymaga zezwolenia jako instytucja płatnicza.⁸⁷⁶ Termin "agent handlowy" stosowany w ZDG w kontekście nadzoru ma być interpretowany szeroko i ze względu na swoją treść ekonomiczną obe-

handlowy reprezentujący obie strony nie może już ubiegać się o korzyści wynikające ze zwolnienia, nie można tego wywnioskować z dyrektywy PSD II w tak absolutystyczny sposób. Motyw 11 aE PSD II stanowi, że w ramach tego wyjątku agent handlowy może nadal działać zarówno na rzecz zleceniodawcy, jak i odbiorcy, jeżeli nigdy nie wejdzie w posiadanie środków klienta ani nie będzie ich kontrolował. Może się to odnosić jedynie do dostawcy usług inicjowania płatności, który działa jako agent handlowy dla obu stron w celu negocjowania i zawierania transakcji sprzedaży towarów lub usług (ale nie spełnia tego warunku dla stron); ogólnie rzecz biorąc, należy zauważyć, że w odniesieniu do wyjątków zakres stosowania ZDG jest tu otwarty, ale nie faktyczny zakres stosowania, dlatego też nie jest wymagane zezwolenie.

⁸⁷⁵ Art. 87 ADHGB.

⁸⁷⁶ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann w Weilinger (Hrsg), ZaDiG, § 2, nota wyjaśniająca 20.*

jmuję również brokerów handlowych i seniorów. Pośrednicy handlowi⁸⁷⁷ wykonują zasadniczo te same zadania, co agenci handlowi, z tą różnicą, że nie są obciążani stałą mediacją biznesową, ale działają w indywidualnych przypadkach, a także działają na rzecz osób prywatnych.⁸⁷⁸

2.8.3 Wniosek Wyjątki zgodnie z ZDG w ramach PSD II

458 ZDG przewiduje różne wyjątki, jeżeli nie jest wymagane zezwolenie na działalność jako instytucja płatnicza. Niektóre z tych wyjątków mają również znaczenie dla EGG. Poza wyjątkiem usług płatniczych w związku z transakcjami międzybankowymi (np. systemy płatności lub rozrachunku papierów wartościowych), najistotniejszym wyjątkiem są ograniczone sieci. Zgodnie z powyższym wyłącza się możliwość stosowania ZDG lub EGG, jeżeli usługi są oparte na instrumentach płatniczych o ograniczonym zastosowaniu, które mogą być wykorzystywane wyłącznie do zakupu towarów lub usług od ograniczonej sieci usługodawców, którzy pozostają ze sobą w stosunkach handlowych (sieć detaliczna; franczyza; ograniczona sieć). Usługi oparte na instrumentach płatniczych, które mogą być wykorzystywane do zakupu towarów lub usług od bardzo ograniczonej liczby dostawców (ograniczony zasięg), również korzystają z wyjątku ograniczonych sieci. Należy zauważyć, że od czasu wdrożenia dyrektywy PSD II wyjątek ten musi być zgłaszany właściwemu organowi nadzorcemu w Liechtensteinie do FMA, jeżeli przekroczone zostaną transakcje płatnicze o łącznej wartości ponad 1 mln EUR w ciągu 12

⁸⁷⁷ Patrz *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann w Weilinger (hrsg), ZaDiG, sekcja 2, nota wyjaśniająca 21.*

⁸⁷⁸ Artykuł 67 ADHGB.

miesiący (art. 37 ust. 2 dyrektywy PSD II) lub 1 mln CHF w ciągu 12 miesięcy (art. 3 ust. 3 ZDG). Należy podać powody, dla których wyjątek jest rzeczywiście stosowany. Wyjątki te są wpisywane do publicznego krajowego rejestru usług płatniczych i zgłaszane do EUNB.

Innym ważnym wyjątkiem ZDG są agenci handlowi lub przedstawiciele handlowi i pośrednicy handlowi. Jeżeli w trakcie negocjowania lub pośredniczenia w transakcji i zawierania transakcji ktoś przekazuje środki pieniężne tylko dla jednego zleceniodawcy lub odbiorcy (realizacja transakcji), osoba ta działa jako agent handlowy lub pośrednik handlowy w imieniu zleceniodawcy lub odbiorcy i może korzystać z usług agenta handlowego z wyjątkiem ZDG, co oznacza, że nie jest wymagane zezwolenie jako instytucji płatniczej na takie usługi. Zgodnie z PSD II, w przeciwieństwie do PSD I, nie jest już możliwe, aby agent handlowy reprezentował zarówno płatnika (strona kupująca), jak i odbiorcę (strona sprzedająca) w równym stopniu na podstawie wyłączenia. Zgodnie z motywem 11 dyrektywy w sprawie usług płatniczych II, agent komercyjny może nadal działać w imieniu zarówno płatników, jak i odbiorców w ramach wyjątku dla agentów komercyjnych, pod warunkiem że nigdy nie posiada ani nie kontroluje środków klienta; może to mieć znaczenie jedynie dla dostawców usług płatniczych, którzy sami nie posiadają środków klienta. 459

Różnica między agentami handlowymi a brokerami handlowymi polega na tym, że tym pierwszym stale powierza się prowadzenie działalności pośrednictwa dla przedsiębiorców lub zawieranie transakcji w ich imieniu, podczas gdy brokerzy handlowi lub seniorzy 460

wykonują zasadniczo te same zadania, ale działają indywidualnie i działają nie tylko dla przedsiębiorców, ale także dla osób prywatnych.

2.9 Kantory giełdowe według SPG w wersji zmienionej przez LGBI 2009.047 i 2019.302

461 Zgodnie z art. 3 ust. 3 lit. a DDA w wersji zmienionej przez LGBI 2009.047, kantory wymiany walut są⁸⁷⁹ tzw. reporterami, ponieważ uważa się je za osoby przeprowadzające badanie due diligence, które muszą niezwłocznie zgłosić rozpoczęcie działalności do FMA w Liechtensteinie na piśmie. Kantory wymiany są przypisane do wewnętrznego oddziału FMA ds. zapobiegania praniu pieniędzy i innych pośredników finansowych. Kantor wymiany walut definiuje się jako osobę, która dokonuje wymiany prawnego środka płatniczego lub wymienia prawny środek płatniczy na waluty wirtualne lub odwrotnie.⁸⁸⁰

⁸⁷⁹ Niniejszy rozdział odnosi się przede wszystkim do DDA w wersji zmienionej przez LGBI 2009.047, tzn. do sytuacji prawnej dotyczącej DDA przed wejściem w życie TVTG (DDA w wersji zmienionej przez BuA 2019/93), chyba że zaznaczono inaczej.

⁸⁸⁰ Art. 2 ust. 1 lit. 1 SPG; Wraz z wprowadzeniem TVTG ma zostać wprowadzony podział na kantory wymiany środków płatniczych z jednej strony i podmioty świadczące usługi w zakresie wymiany żetonów na inne żetony lub na środki płatnicze z drugiej strony (w latach 2019/54 BA, s. 367 f, w przeciwieństwie do lat 2019/93 BA, nadal koncentrowano się na żetonach płatniczych i walutach wirtualnych). The reference to fiat money in accordance with the provisions of the 5th Money Laundering Directive is thus not followed in the TVTG, at least not by legal definition, and thus the exchange of e-money for legal tender or virtual currencies does not appear to be covered in Liechtenstein; for operators of trading platforms for virtual currencies and tokens in accordance with Art. 2 paragraph 1 lit zter SPG as amended by BA 2019/93, see the comments in Chapter II.2.5.4.

⁸⁸¹Motyw 8 piątej dyrektywy w sprawie prania pieniędzy stanowi, że pieniądz elektroniczny powinien być w przyszłości objęty zakresem działania biur ds. zmian. Jednakże niniejsza dyrektywa nie została jeszcze wdrożona w Liechtensteinie, gdzie faktyczne zachowanie biura zmian zostało zmienione na wymianę pieniądza kwotowego i walut wirtualnych, podczas gdy w Liechtensteinie zamiast pieniądza kwotowego nadal używa się prawnego środka płatniczego.⁸⁸² Z motywu wynika jasno, że pieniądz elektroniczny jest uważany za pieniądz "fiat money". W⁸⁸³ tym kontekście pojawia się również pytanie o znaczenie przestrzegania pojęcia walut wirtualnych, ponieważ pieniądz fiatowy jest środkiem wymiany nieposiadającym wewnętrznej wartości, który

⁸⁸¹ Dyrektywa 2018/843, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>.

⁸⁸² Nie było to również zgodne z wprowadzeniem TVTG, chociaż w tamtejszych wyjaśnieniach rządu stwierdza się nawet, że piąta dyrektywa w sprawie prania pieniędzy została wdrożona w tym zakresie - BuA 2019/54, s. 302.

⁸⁸³ Pieniądz fiata jest zazwyczaj definiowany jako przedmiot, który nie ma wartości wewnętrznej, ale służy jako środek wymiany. Odnosi się to do prawnego środka płatniczego. Na przykład frank szwajcarski jest zdefiniowany jako frank Liechtensteinu jako środek płatniczy tylko na podstawie ustawy o wprowadzeniu waluty franka szwajcarskiego (LGBl 1924.008). Jednakże taki środek płatniczy może być uznany za (stały) pieniądz dopiero wtedy, gdy zostanie przyjęty jako ogólna zapłata i w konsekwencji wykorzystany do rozliczenia transakcji. Jego wartość mierzy się na przykład czynnikami stabilności rządu i siły gospodarki narodowej. Pieniądz Fiata różni się od pieniądza towarowego, który ma wartość wewnętrzną lub niedłączną oprócz wartości wymiany (np. metale szlachetne, takie jak złoto, lub tak zwane pieniądze prymitywne, takie jak pieniądze mineralne, pieniądze z łupin, pieniądze płócienne itp.) Pieniądz elektroniczny nie ma wartości wewnętrznej, ponieważ wartość pieniężna zawsze odnosi się do roszczenia pieniężnego, dlatego też klasyfikacja jako pieniądz "fiat money" jest ekonomicznie poprawna.

w tej formie, poza prawnym środkiem płatniczym i pieniądzem elektronicznym, mógłby być rzekomo stosowany również do Bitcoinów i konsorcjów objętych w inny sposób walutami wirtualnymi, ponieważ skupienie się na fizycznym elemencie pieniądza fiatowego (w znaczeniu pieniądza papierowego) nie będzie zrównoważone przy uwzględnieniu pieniądza księgowego i pieniądza elektronicznego. Koncepcja waluty wirtualnej wydaje się więc *prima vista* zbędna, ale przy bliższej analizie nie można jej pominąć. Waluty wirtualne takie jak Bitcoin mają wartość, która wykracza poza czysty zestaw danych, co jest określone przez użyteczność i funkcjonalność w protokole Bitcoin; Bitcoin nie może reprezentować żadnych specjalnych praw, ale nie oznacza to, że Bitcoin nie reprezentuje niczego lub żadnej wartości.⁸⁸⁴

463 De lege lata, zmiana z pieniądza elektronicznego na prawny środek płatniczy lub waluty wirtualne w Liechtensteinie nie jest objęta defi-

⁸⁸⁴ Por. rozdział II.2.7.6, marża nr 424 Wraz z wprowadzeniem TVTG, wymiana wirtualnych walut pomiędzy sobą, która nie była objęta zakresem stosowania przed wejściem w życie TVTG, wejdzie również w zakres stosowania dauhańskiej agendy rozwoju w wersji zmienionej przez dauhańską agendę rozwoju 2019/93 jako świadczenie usługi wymiany VT. Koncepcja dostawy usług wymiany VT idzie jednak dalej i obejmuje również tokeny, które nie reprezentują wirtualnych walut (tzn. tokeny, które mają wartość wynikającą z oprogramowania i technologii, na której zostały oparte - tzn. treści cyfrowych - lub tokeny, które reprezentują prawo rzeczowe do obiektu). Natomiast zmiana pieniądza elektronicznego nadal nie została uwzględniona w Liechtensteinie, ponieważ jest ona oparta na prawnym środku płatniczym, a nie na pieniądzu fiatowym (por. art. 2 ust. 1 lit. q TVTG zmieniony Federalnym Dziennikiem Ustaw 2019/93 oraz art. 2 ust. 1 lit. 1 SPG zmieniony Federalnym Dziennikiem Ustaw 2019/93).

nicją prawną kantoru lub działalności dostawcy usług w zakresie wymiany VT. Waluty wirtualne są elektronicznie zapisywalnymi, przenośnymi i zbywalnymi kryptonimami lub żetonami, które stanowią cyfrowe przedstawienie wartości, pod warunkiem że żetony te są wykorzystywane do nabywania towarów lub usług (środki wymiany) lub do przechowywania wartości i tym samym pełnią porównywalną funkcję prawnego środka płatniczego (funkcja środka płatniczego, taka jak Bitcoin lub eter), przy czym waluta wirtualna nie została wyemitowana przez organ publiczny i nie musi być koniecznie powiązana z prawnym środkiem płatniczym.⁸⁸⁵

Ponadto tylko wymiana środka płatniczego z innym prawnym 464
środkiem płatniczym lub wymiana środka płatniczego na waluty wirtualne i odwrotnie jest objęta działalnością kantora wymiany zgodnie z JDP w wersji zmienionej przez LGBI 2009.047. Luka w zakresie nieuregulowanej wymiany tokenów na inne tokeny (lub wirtualne waluty pomiędzy sobą) zostanie zlikwidowana poprzez wprowadzenie do TVTG dostawcy usług wymiany VT, a działalność ta zostanie również objęta przepisami nadzoru.⁸⁸⁶

⁸⁸⁵ BUA 2016/159, str. 31 - waluty wirtualne nie są "cyfrowymi jednostkami monetarnymi", które mogą być wymieniane na prawny środek płatniczy tylko w bardzo ograniczonym zakresie lub nie nadają się do wymiany w ogóle; por. definicja w art. 3 nr 18 5 Dyrektywy ARC lub art. 2 ust. 1 lit. z do DDA, zmieniona przez BUA 2019/93.

⁸⁸⁶ Por. art. 2 ust. 1 lit. r TVTG ze zmianami z 2019/54 r. - w tym kontekście mówiono nawet o tzw. żetonach płatniczych. Odrzucono jednak plan wprowadzenia kolejnych nowych terminów, co z pewnością sprzyja zrozumiałości i pewności prawnej. Wydaje się jednak, że rozwiązania stosowane przez dostawców usług, którzy wymieniają się pieniędzmi fidži po oficjalnych kursach wymiany, a także wirtualnymi walutami lub żetonami na inne żetony

465

Zgodnie z powyższym należy zauważyć, że kantory wymiany są wyznaczane jako umawiające się strony transakcji wymiany (dwustronnych operacji wymiany w odniesieniu do ich własnych ksiąg). Żadna działalność kancelarii giełdowej nie stanowi jednak wielostronnego stosunku umownego, np. w przypadku platformy obrotu żetonami (nieprawdziwego lub "nieprawdziwego" pod względem prawnym, tzw. krypto-wystawy lub giełdy kryptograficzne), w którym operator takiej platformy handlowej działa jedynie jako wolny od ryzyka pośrednik i łączy interesy kupna i sprzedaży osób trzecich w celu zawarcia umowy.⁸⁸⁷

466

i/lub pieniądze fidži, są nie do przyjęcia. W odniesieniu do wymiany pieniądza fidži pomiędzy sobą istnieje biuro zmiany podlegające rejestracji zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. l w związku z art. 3 ust. 3 lit. a SPG w brzmieniu zmienionym ustawą z dnia 14 czerwca 1993 r., dla którego wymagane jest również zezwolenie na prowadzenie działalności gospodarczej, natomiast w odniesieniu do wymiany żetonów na żetony lub pieniądze fidži istnieje podmiot świadczący usługi w zakresie wymiany żetonów na pieniądze fidži, podlegający rejestracji zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. q w związku z art. 12 ust. 1 TVTG w brzmieniu zmienionym ustawą z dnia 14 czerwca 1993 r. Staje się to jeszcze bardziej dotkliwe, gdy weźmie się pod uwagę, że w przypadku działalności biura zmiany zgodnie z załącznikiem 2, tytuł IV, sekcja D, nr 2 do ustawy o FMA dodatkowa opłata nadzorcza wynosi 40 CHF - ale tylko w przypadku transakcji podlegających obowiązkowi staranności - podczas gdy w przypadku działalności podmiotu świadczącego usługi w zakresie obrotu dewizowego zgodnie z załącznikiem 2, tytuł VIII, sekcja A, nr 2 do ustawy o FMA w brzmieniu nadanym przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93 wynosi 0,25 % dochodu brutto i tym samym obejmuje wszystkie transakcje.

⁸⁸⁷ Jednakże rozrachunek w pieniądzu fiatowym (lub, wężej, w kwotach pieniężnych) uruchamia usługę płatniczą, chyba że istnieje wyjątek, zob. rozdział II.2.7.6 i rozdział II.2.8.

Na koniec należy zauważyć, że zakup żetonów w ramach Sprzedaży Żetonów lub Oferty Żetonów nie stanowi działalności giełdowej w rozumieniu kantoru. Transakcja taka nie stanowi bowiem weksla, lecz emisję w ramach emisji pierwotnej lub sprzedaży w wyniku oferty sprzedaży treści cyfrowych.

Kantory wymiany nie wymagają zezwolenia, ale są w pełni odpowiedzialne za opiekę.⁸⁸⁸ W związku z tym kantory muszą wnosić do FMA opłatę za nadzór. Opłata ta wynosi minimalnie 500,00 CHF i maksymalnie 100.000,00 CHF rocznie, przy czym opłata dodatkowa, oprócz opłaty podstawowej, wynosi 40,00 CHF za każdą transakcję podlegającą badaniu due diligence.⁸⁸⁹ 467

Zgodnie z art. 5 ust. 2 lit. a) oraz lit. g) ARDD, kantory muszą wypełniać 468 zobowiązania do zachowania należytej staranności zgodnie z art. 5 ARDD⁸⁹⁰⁸⁹¹ przy nawiązywaniu stosunków gospodarczych, jak również przy obsłudze okazjonalnych transakcji na kwotę 1.000,00 CHF lub wyższą. Art. 5 ust. 2 lit. g) DDA stanowi *lex specialis* do lit. a lub lit. b *leg cit*, ponieważ w większości przypadków nie można założyć, że w

⁸⁸⁸ Art. 3 ust. 1 lit. f) DDA.

⁸⁸⁹ Załącznik 2, tytuł IV, sekcja D FMAG

⁸⁹⁰ Art. 2 ust. 1 lit. c) DDA: *"wszelkie stosunki gospodarcze, zawodowe lub handlowe utrzymywane w związku z działalnością zawodową osoby podlegającej należytej staranności, które mają trwać przez pewien czas w momencie nawiązania kontaktu"*.

⁸⁹¹ W tym zakresie należy gromadzić dane wymienione w art. 6 ust. 1 SPV (KYC) i art. 20 ust. 1 SPV (AML). W przypadku identyfikacji w ramach zdalnego dostępu (zdalna identyfikacja, która obejmuje również identyfikację wideo) należy przestrzegać art. 14 SPV w połączeniu z wytycznymi FMA 2019/7 z 11.06.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmaßnahmen.pdf>.

kantorach zostaną nawiązane stałe stosunki handlowe.⁸⁹² Transakcje wekslowe z zachowaniem należytej staranności są akceptowane w przypadku weksli będących prawnym środkiem płatniczym po oficjalnych kursach wymiany, jeżeli wartość progowa przekracza 15 000,00 CHF. W przypadku wymiany walut wirtualnych na prawny środek płatniczy i odwrotnie, próg ustala się jednak na 1.000,00 CHF, przy czym transakcje, które są ze sobą powiązane należy sumować. Przetwarzanie sporadycznych transakcji przez bureau de change nie pociąga za sobą opłaty nadzorczej w wysokości 40,00 CHF z powodu braku należytej staranności.⁸⁹³

- 469 W BuA 2019/54, jak również w BuA 2019/93 dla TVTG, wprowadzenie porównywalnego progu dla dostawcy usług przełączania VT w SPG, zmienione w BuA 2019/93 (LGBI 2019.302), wydaje się być zapomniane z powodu błędu redakcyjnego. W⁸⁹⁴ przeciwnym razie nie wydaje się obiektywnie uzasadnione, dlaczego porównywalny próg nie prowadzi do zwolnienia z obowiązku dochowania należytej staranności lub opłaty nadzorczej przy zmianie żetonów na prawny środek płatniczy lub przy zmianie żetonów na żetony. Byłoby to niedopuszczalne z ekonomicznego punktu widzenia, zwłaszcza w przypadku projektów biznesowych, które koncentrują się na transakcjach o niskiej równoważnej wartości.⁸⁹⁵ Dostawcy usług w zakresie weksli VT nie powinni

⁸⁹² BuA 2016/159, s. 57.

⁸⁹³ Art. 5 ust. 2 lit. g DDA; BUA 2016/159, s. 57; zob. także BUA 2019/54, s. 93.

⁸⁹⁴ BuA 2019/54, S 367 i nast. Jednakże art. 5 ust. 2 lit. h DDA w wersji zmienionej przez BuA 2019/93 przewiduje wartość progową w wysokości 1.000,00 CHF dla dostawców usług w zakresie weksli VT, którzy obsługują wyłącznie maszyny fizyczne.

⁸⁹⁵ Jeżeli żetony są wymieniane na inne żetony, obliczanie wartości progowej będzie oparte na odpowiadającej im wartości w prawnym środku płatniczym.

jednak nakładać stałej dodatkowej opłaty za transakcje podlegające badaniu due diligence,⁸⁹⁶ lecz raczej uiszczać procentową opłatę nadzorczą, która opiera się na wymienianych żetonach i prawnym środkiem płatniczym; niemniej jednak każda transakcja powinna być rejestrowana jako podlegająca badaniu due diligence.⁸⁹⁷

W przypadku projektów opartych na łańcuchach blokowych, w 470 których uczestniczą inni pośrednicy finansowi podlegający nadzorowi FMA, oprócz istnienia biura zmiany, jeżeli zostało to wskazane, należy

⁸⁹⁶ Załącznik 2, tytuł IX, sekcja G nr 2 do FMAG.

⁸⁹⁷ Zgodnie z brzmieniem FMAG-u zmienionym przez FMAG BuA 2019/54, opłata ta wynosiła 0,25 % przychodów brutto (współczynnik 0,0025). Zgodnie z załącznikiem 2 tytuł VIII sekcja A nr 4 FMAG z późniejszymi zmianami BuA 2019/93 maksymalna roczna opłata nadzorczą w wysokości 5.000,00 CHF lub 10.000,00 CHF dla wszystkich dostawców usług VT została podwyższona do 100.000,00 CHF. Dane liczbowe dotyczące podatków wydają się nieproporcjonalne, biorąc pod uwagę fakt, że podmioty świadczące usługi VT nie podlegają nadzorowi makroostrożnościowemu ze strony FMA, ale nakładane są podatki porównywalne z podatkami nakładanymi na instytucje finansowe takie jak pieniądź elektroniczny i instytucje płatnicze (zob. załącznik 2, tytuł I, sekcja D, nr 5 lit. a oraz załącznik 2, tytuł I, sekcja C, nr 5 lit. a ustawy o FMA). Ponadto art. 16 TVTG w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93 zawiera minimalne wymogi kapitałowe dla dostawców usług VT w wysokości do 250.000,00 CHF, które prawdopodobnie mogą zostać podniesione tylko przez nieliczne nowo powstające firmy, chociaż TVTG ma na celu właśnie promowanie tej sceny startupów z branży fintech. Ponieważ jest to minimalny wymóg kapitałowy, kapitał ten nigdy nie może spaść poniżej tego poziomu i w związku z tym nie może być wykorzystany jako kapitał operacyjny, jak jest to zwyczajowo przyjęte w przypadku spółek objętych PGR. Zgodnie z art. 182e PGR do połowy kapitału zakładowego można by wykorzystać na działalność gospodarczą bez konieczności podejmowania działań restrukturyzacyjnych lub nadmiernego zadłużenia w zakresie rachunkowości.

również zbadać w szczególności, czy utworzono fundusz powierniczy⁸⁹⁸ lub czy otwarto zakres stosowania ustawy o praniu pieniędzy.⁸⁹⁹

⁸⁹⁸ Prawo powiernicze lub prawo dotyczące łośosia zgodnie z art. 879 ff PGR; w przypadku trustu świadectwa powiernicze mogą być również wydawane (a następnie symbolizowane) jako zabezpieczenie majątku powierniczego zgodnie z art. 928 ust. 1 PGR. Te papiery wartościowe muszą być przeniesione jak akcje imienne zgodnie z ust. 3 akapit pierwszy cyt. Takie papiery wartościowe niekoniecznie muszą stanowić zbywalne papiery wartościowe w rozumieniu instrumentów finansowych zgodnie z MiFID II; ważna jest standaryzacja lub funkcjonalna równoważność z instrumentami finansowymi, jak również zbywalność lub zbywalność w ogóle.

⁸⁹⁹ Chociaż FMA jest odpowiedzialny za nadzór nad kasynami w zakresie należytej staranności, należy zauważyć, że zgodnie z art. 13 GSG za wydawanie zezwoleń na mocy ustawy o grach pieniężnych (GSG) odpowiada Urząd ds. W odniesieniu do GSG należy zauważyć, że GSG koncentruje się przede wszystkim na pojęciu pieniądza, co oznacza, że nie może być zasadniczo stosowane do modeli biznesowych opartych na żetonach (por. stałe odniesienie do gry pieniężnej wykorzystującej pojęcie depozytów w art. 3 ust. 1 lit. i), l), o) i v) w związku z GSG w lit. f) i e); jednakże przepis karny w art. 88 ust. 1 lit. a) GSG jest bardzo szeroko zdefiniowany i potencjalnie obejmuje wszystkie działania związane z grami hazardowymi: *"Sąd Okręgowy karze za przestępstwa karą pozbawienia wolności do jednego roku lub grzywną w wysokości do 360 stawek dziennych, kto umyślnie organizuje, prowadzi, pośredniczy, rozprowadza, daje miejsce, reklamuje, gromadzi ludzi, nabywa w tym celu sprzęt do gier, w tym oprogramowanie, lub w inny sposób komercyjnie promuje go bez koniecznego zezwolenia na gry hazardowe lub bez prawnego zwolnienia gier hazardowych z takiego zezwolenia."*). Podobnie jak w przypadku wyjaśnień dotyczących systemów obrotu i DEX w rozdziale II.2.5, należy zauważyć, że łańcuch blokowy, na którym można prowadzić gry losowe i gry zręcznościowe z wykorzystaniem żetonów, nie ma przedmiotu regulacyjnego, podobnego do DEX. Ponadto, według GSG, takie gry są zawsze oparte na pieniądzach w znaczeniu prawnego środka płatniczego, a nie na żetonach.

2.10 Wnioski dotyczące zapobiegania praniu pieniędzy i innych pośredników finansowych

W obecnym stanie prawnym kantor wymiany pieniądza elektronicznego zgodnie z DDA (zarówno w wersji znowelizowanej przez LGBl 2009.047, jak i znowelizowanej przez BuA 2019/93) - przynajmniej w sensie samego brzmienia ustawy - nie obejmuje wymiany pieniądza elektronicznego na inne prawne środki płatnicze lub waluty wirtualne. O ile nadal jest zrozumiałe, że pieniądz elektroniczny nie stanowi waluty wirtualnej, ponieważ zgodnie z prawem cywilnym jest jedynie roszczeniem pieniężnym wobec emitenta, o tyle DDA i dostawca usług w zakresie wymiany telewizyjnej zgodnie z TVTG w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93, w przeciwieństwie do piątej dyrektywy w sprawie prania pieniędzy lub jej rzekomej (częściowej) implementacji, nie obejmuje pieniądza elektronicznego, ponieważ nie dokonano implementacji dykcji słownika, a w konsekwencji teledysków piątej dyrektywy w sprawie prania pieniędzy. Działalność kantorów wymiany walut i dostawców usług wymiany walut nadal opiera się na prawnym środku płatniczym, a nie na pieniądzu fiatowym.

Podczas gdy pieniądz elektroniczny jest pieniądzem fiat⁹⁰⁰, nie jest on prawnym środkiem płatniczym. Waluty wirtualne to cyfrowe jednostki monetarne z funkcją reprezentującą środki płatnicze, takie jak Bitcoin, Ether lub porównywalne waluty kryptograficzne, które nie zostały wyemitowane przez oficjalny organ i niekoniecznie muszą być powiązane z prawnym środkiem płatniczym. Ponieważ celem ustawodawcy

⁹⁰⁰ Pieniądz Fiata, w przeciwieństwie do pieniądza towarowego (np. złota), opiera się na przedmiocie, który nie ma wartości wewnętrznej, ale nadal funkcjonuje jako środek wymiany.

Liechtensteinu było uwzględnienie również transakcji wymiany związanych z pieniądzem elektronicznym, można by podjąć próbę objęcia ich walutami wirtualnymi. Jednak z dogmatycznego punktu widzenia wydaje się to nie tylko nieczyste, ale i nieuzasadnione, ponieważ pieniądz elektroniczny jest roszczeniem pieniężnym w rozumieniu prawa cywilnego i ze względu na swój związek z transakcjami depozytowymi również stanowi pieniądz "fiat money", podczas gdy Bitcoin, na przykład, stanowi żeton o nieodłącznej wartości w znaczeniu treści cyfrowych, który reprezentuje dane lub oprogramowanie jako towar oraz, ponieważ jest akceptowany jako środek wymiany, jest traktowany jako wirtualna waluta w rozumieniu prawa nadzoru.

- 473 Kancelarie giełdowe zgodnie z SPG w wersji zmienionej przez LGBI 2009.047 muszą przestrzegać obowiązków w zakresie należytej staranności przy nawiązywaniu stosunków handlowych o określonym czasie trwania, jak również przy okazjonalnych transakcjach o wartości 1.000,00 CHF (w odniesieniu do walut wirtualnych) lub większej (przy czym należy wdrożyć mechanizmy, które rozpoznają powiązane transakcje w celu ich zsumowania). Jest to istotne, ponieważ FMA pobiera opłatę nadzorczą w wysokości 40,00 CHF od każdej transakcji podlegającej badaniu due diligence; w przeciwnym razie transakcje wymiany niewielkich kwot byłyby nieopłacalne i nieopłacalne ekonomicznie. Wydaje się, że z powodu błędu redakcyjnego odpowiednia wartość progowa nie została zakotwiczona w przepisach dotyczących podmiotów świadczących usługi w zakresie weksli VT zarówno w BuA 2019/54, jak i BuA 2019/93 na TVTG. Zgodnie z nowym załącznikiem 2 tytuł IX sekcja G nr 2 tytułu IX FMAG w brzmieniu Federalnego Dziennika Ustaw 2019/54 i załącznikiem 2 tytuł VIII sekcja A nr 2 FMAG w brzmieniu Federalnego Dziennika Ustaw 2019/93 (LGBI

2019.303) w przypadku podmiotów świadczących usługi w zakresie wekslowania VT nie należy utrzymywać stałej dodatkowej opłaty nadzorczej za każdą transakcję, lecz ustalić dla każdej transakcji opłatę procentową w oparciu o wymienione żetony i prawny środek płatniczy.

Ostatecznie, w związku z blokowymi lub żetonowymi modelami biznesowymi z obszaru przeciwdziałania praniu pieniędzy oraz innymi pośrednikami finansowymi podlegającymi FMA, istotne może być zbadanie sytuacji życiowej istotnej dla działalności z punktu widzenia ustawy o grach pieniężnych. W tym kontekście należy zauważyć, że zezwolenie dla kasyn na mocy GSG jest przyznawane przez Urząd ds. Gospodarczych; w tym względzie FMA jedynie nadzoruje przestrzeganie obowiązków w zakresie należytej staranności. Ogólnie rzecz biorąc, GSG koncentruje się jednak na pojęciu pieniądza lub depozytów, dlatego też regularnie nie odnosi się do modeli biznesowych opartych wyłącznie na żetonach (por. art. 3 ust. 1 lit. i), l), o) i v) w związku z art. 3 ust. 1 lit. f) i e) GSG, zgodnie z którym przepis karny zawarty w art. 88 ust. 1 lit. a) GSG jest zdefiniowany szeroko i obejmuje wszystkie działania związane z grami losowymi; w tym kontekście kwestionowana byłaby redukcja teleologiczna). Niezależnie od tego, w związku z zakładami na żetony lub grami hazardowymi na łańcuchu blokowym (podobnym do DEX, ale zdecentralizowanymi grami kryptograficznymi), należy zauważyć, że nie ma tu również przedmiotu regulacji.

3. Przegląd aspektów regulacyjnych TVTG

475 Niniejszy rozdział ma na celu przedstawienie przeglądu TVTG w wersji⁹⁰¹ zmienionej przez BuA 2019/54 i BuA 2019/93, które wejdą w życie w przyszłości, a w szczególności przepisów wykonawczych. TVTG jest podzielone na cztery części. W pierwszej części określono przedmiot ustawy i przedstawiono istotne definicje pojęć.⁹⁰² Druga sekcja reguluje aspekty cywilnoprawne i wprowadza własne przepisy dotyczące transmisji żetonów.⁹⁰³ Sekcja III. przewiduje przepisy dotyczące aspektów nadzoru⁹⁰⁴, a sekcja czwarta i ostatnia reguluje przepisy końcowe i przejściowe.⁹⁰⁵

476 Trzeci departament regulacyjny jest dalej podzielony na

- Tytuł A. Ogólny (zakres stosowania w art. 11 TVTG);
- Tytuł B. Rejestracja dostawców usług VT (art. 12-38 TVTG);
 - Sekcja 1. Obowiązek i wymogi dotyczące rejestracji (art. 12-17 TVTG);
 - Sekcja 2 Procedura rejestracji (art. 18 do 19 TVTG);
 - Sekcja 3. wygaśnięcie i wycofanie (art. 20 do 22 TVTG);
 - Sekcja 4 Rejestr dostawców usług VT (art. 23 TVTG);
 - Sekcja 5. Prowadzenie działalności gospodarczej (art. 24-29 TVTG);

⁹⁰¹ IdF BuA 2019/54 lub nieznacznie skorygowana BuA 2019/93, jeżeli mowa jest o TVTG i nie zaznaczono inaczej.

⁹⁰² Wydział I. Przepisy ogólne (art. 1 i art. 2 TVTG).

⁹⁰³ Wydział II. Fundacje prawa cywilnego (art. 3 do art. 10 TVTG).

⁹⁰⁴ Dział III Nadzór nad dostawcami usług VTG (art. 11 w tym art. 49 TVTG).

⁹⁰⁵ Dział IV Przepisy przejściowe i końcowe (art. 50 i 51 TVTG)

- Rozdział 6 Podstawowe informacje dotyczące wydawania żetonów (art. 30 do 38 TVTG);
 - Tytuł C. Nadzór⁹⁰⁶ (art. 39-44 TVTG);
 - Tytuł D. Procedury i odwołania (art. 45-46 TVTG);
 - Tytuł E. Przepisy karne (art. 47-49 TVTG).

Art. 12 TVTG stanowi, że profesjonalne świadczenie usług VT musi 477
zostać zarejestrowane przed faktycznym świadczeniem usług przez
usługodawcę VT. Emitenci tokenów, którzy emitują w Liechtensteinie
żetony we własnym imieniu lub nieprofesjonalnie na rzecz osób trze-
cich o łącznej równowartości poniżej 5 mln CHF - przy czym wartość
progowa musi być obliczana w okresie dwunastu miesięcy - nie muszą
rejestrować się w FMA (art. 12 ust. 2 TVTG, zmieniony ustawą nr
2019/93).

W ten sposób trzeci departament TVTG reguluje nadzór nad różnymi 478
dostawcami usług VT. Warunki rejestracji są uregulowane w art. 13
TVTG i opierają się w szczególności na rzetelności i kompetencji zawo-
dowej zgodnie z art. 14 i 15 TVTG. Istotne są również minimalne wy-
mogi kapitałowe dla emitentów tokenów, podmiotów
przechowujących klucze VT i tokeny, podmiotów dokonujących wali-
dacji fizycznej⁹⁰⁷ oraz dostawców usług wymiany VT. Oprócz tych

⁹⁰⁶ Ponownie błędnie nazwany Tytułem B. Ten błąd redakcyjny powtarza się w kolejnych tytułach w BuA 2019/54, ale został poprawiony w BuA 2019/93.

⁹⁰⁷ Zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. p TVTG w brzmieniu zmienionym przez ustawę nr 2019/93, fizycznym walidatorem jest osoba, która gwarantuje umowną egzekucję praw majątkowych reprezentowanych w żetonach w rozumieniu prawa własności systemów VT. Nie stworzono odpowiedniego odpowiednika dla praw niematerialnych - np. noetic custodians, z greckiego νοητική lub

przepisów istotne są również podstawowe informacje dotyczące kwestii symbolicznych (art. 30 do art. 38 TVTG). Podstawowe informacje muszą w szczególności zawierać szczegóły dotyczące wydawanego tokena i związanych z nim praw, wykorzystywanego systemu VT, celu wydania tokena, warunków przeniesienia tokena oraz ryzyka związanego z jego wydaniem (warunki wydania).⁹⁰⁸

479 Zgodnie z art. 3 ust. 1 lit. r SPG w brzmieniu zmienionym przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/54 podmioty świadczące usługi VT podlegające rejestracji podlegają należytej staranności, z wyjątkiem emitentów tokenów, organu kontroli VT, podmiotów świadczących usługi cenowe VT oraz podmiotów świadczących usługi w zakresie identyfikacji VT. Niezależnie od klasyfikacji jako podmioty świadczące usługi typu due diligence, FMA nadzoruje wszystkich dostawców usług VT.⁹⁰⁹ Jest to ważne, ponieważ wyklucza wymóg posiadania 180a

pojęcia *notic* jako doktryny uznawania przedmiotów intelektualnych, który mógłby oznaczać czas i rejestrować prawa niematerialne w celu uniknięcia wielokrotnego symbolizowania tych samych praw.

⁹⁰⁸ Art. 33 TVTG; por. *Nägele/Xander*, Oferty tokenowe, w szczególności Pierwsza Oferta Monetowa (ICO) i Oferta Tokenowa Papierów Wartościowych (STO), jak również Oferta Tokenowa w prawie Liechtensteinu: Regulatory Environment and Outlook, margin no. 18.58, w *Piska/Völkel* (ed.), Blockchain Rules.

⁹⁰⁹ Art. 39 DVTG:

osoby⁹¹⁰ lub dyrektora handlowego.⁹¹¹ W tym względzie przepis ustawy GewG w brzmieniu zmienionym ustawą BuA 2019/93 (LGBI 2019.305), zgodnie z którym ustawa o licencjach handlowych nie ma zastosowania do działalności podmiotów świadczących usługi VT, ma jedynie charakter wyjaśniający.⁹¹² Poprzez objęcie dostawców usług VT nadzorem urzędu nadzoru rynku przewozów lotniczych wymóg uzyskania zezwolenia zgodnie z prawem handlowym, zgodnie z którym zezwolenie na prowadzenie działalności gospodarczej jest przyznawane tylko wtedy, gdy wnioskodawca jest obywatelem

⁹¹⁰ Obowiązkowe powołanie osoby, która posiada licencję zgodnie z ustawą o nadzorze nad osobami zgodnie z art. 180a ustawy o osobach i spółkach (LGBI nr 2013.426) lub jako powiernik spółek, które nie prowadzą aktywnej działalności handlowej, ale są zaprojektowane jako spółka pasywna lub struktura holdingowa, jest osobliwością zarezerwowaną dla prawa Liechtensteinu - por. *Bergt, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, Rz 116 ff.* W związku z tym, zgodnie z art. 3 rozporządzenia w sprawie prawa osób i spółek z 19.12.2000, LGBI 2000.281, "z celu osób prawnych i przedsiębiorstw powierniczych musi wyraźnie wynikać, czy prowadzona jest działalność gospodarcza". Finansowanie przyszłej działalności gospodarczej poprzez wydawanie nieuregulowanych żetonów nie stanowi działalności handlowej w rozumieniu ustawy o licencjach handlowych, dlatego też do czasu wejścia w życie TVTG konieczne było powołanie tzw. osoby 180a lub powiernika, który zarządzałby i reprezentował spółkę. Należy zauważyć, że chociaż ustawa o licencjach handlowych ma zastosowanie tylko do działalności zawodowej - skierowanej do osób trzecich - w Szwajcarii, a działalność zawodowa za granicą nie jest objęta ustawą o licencjach handlowych, to jednak nie można obejść ustawy o licencjach handlowych wyłącznie poprzez rozwój działalności w obcych jurysdykcjach, ponieważ w tym przypadku spółka zostaje oficjalnie rozwiązana i zlikwidowana z powodu braku odpowiedniego personelu zgodnie z art. 971 ust. 1 pkt 1 i 3 PGR.

⁹¹¹ Art. 180a ust. 1 i 3 PGR.

⁹¹² Artykuł 3 lit. s GewG, zmieniony przez BuA 2019/93.

państwa członkowskiego UE lub EOG lub Szwajcarii, lub jako obywatel państwa trzeciego miał nieprzerwany pobyt w Liechtensteinie przez co najmniej 12 lat i utrzymuje ten pobyt na stałe (art. 8 ust. 1 lit. c) GewG w wersji zmienionej przez LGBI 2006.184), nie ma już zatem zastosowania. Jest to nieuchronnie relik z czasów protekcjonizmu cechów na mocy prawa handlowego, ale w coraz bardziej zglobalizowanym świecie, zwłaszcza w łańcuchu blokowym, stanowi to ogromną przeszkodę w realizacji planów biznesowych dla obywateli państw trzecich.

480 W odniesieniu do operatorów platform handlowych dla walut wirtualnych zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. z quater SPG w brzmieniu zmienionym przez BuA 2019/54 (lub art. 2 ust. 1 lit. z ter w brzmieniu zmienionym przez BuA 2019/93, ponieważ dostawcy elektronicznych portmonetek zostali ponownie usunięci), proszę zapoznać się z rozdziałami 2.5.4 i 2.9 oraz (FN 880). W odniesieniu do podmiotów świadczących usługi wymiany VT odsyła się do rozdziałów 2.2.2, marży nr 222 aE, 2.5.4 i 2.9 aby uniknąć powtórzeń.

481 Ponadto należy podkreślić znaczenie fizycznego legalizatora, który jest zdefiniowany zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. p TVTG jako osoba *gwarantująca umowne egzekwowanie praw własności reprezentowanych w żetonach w rozumieniu prawa własności systemów VT*. Jeżeli prawa majątkowe do obiektu rzeczywistego są w ten sposób reprezentowane w żetonie, to funkcją fizycznego walidatora jest zagwarantowanie realizacji rzeczywistych roszczeń osoby uprawnionej do dysponowania żetonem (tj. właściciela żetonu) na tym obiekcie. W praktyce można tego dokonać poprzez przyjęcie symbolicznego przedmiotu do aresztu lub

poprzez wykupienie ubezpieczenia za pośrednictwem fizycznego walidatora. Zgodnie z⁹¹³ materiałami prawnymi, z idei tzw. gospodarki żetonowej można wywnioskować, że można oczekiwać szerokiej symbolizacji aktywów, takich jak *"metale szlachetne, kamienie szlachetne i surowce [...] dzieła sztuki, ziemia i nieruchomości aż po prawa do towarów takich jak samochody, zegarki czy jachty"*⁹¹⁴. Chociaż rola fizycznego podmiotu zatwierdzającego jest zasadniczo jasna, powstaje pytanie, jak istotny jest zakres jego stosowania lub czy działalność tego usługodawcy konkuruje z regulacjami dotyczącymi funduszy na mocy prawa UE. Wynika to z faktu, że AFI jest definiowany jako przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania, które gromadzi kapitał od inwestorów w celu zainwestowania go zgodnie z określoną strategią inwestycyjną. As already explained in paragraph 119, the definition of "capital" is extremely broad: *"Assets can include, for example, traditional assets (equity, equity related, debt etc), private equity, real estate and other non-traditional asset classes such as ships, forests, wine etc and any combination thereof"*. Na⁹¹⁵ tym tle pojawia się pytanie, czy np. cenny obraz wystawiony w żetonach, umożliwiający "udział" w obrazie kilku osobom, nie stanowi funduszu; zdefiniowana strategia inwestycyjna może być widoczna w zarządzaniu aktywami (odpłatne wystawy w niektórych galeriach i muzeach sztuki). Będzie to regularnie potwierdzane i czy takie żetony byłyby ostatecznie świadectwami udziałowymi funduszu. Oprócz regulacji dotyczących funduszy, TVTG miałyby również zastosowanie w tym przypadku. Niejasna pozostaje regulacyjna potrzeba posiadania

⁹¹³ Zob. BuA 2019/54, s. 237.

⁹¹⁴ Zob. BuA 2019/54, s. 24.

⁹¹⁵ EUNGIPW Discussion Paper 2012/117, Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, Rz 12.

fizycznego podmiotu zatwierdzającego w takim przypadku, jak również dokładny podział obowiązków między fizycznym podmiotem zatwierdzającym a depozytariuszem.

482 Wreszcie, należy wyróżnić art. 7 ust. 1 lit. f TVTV (LGBI 2019.349). Zgodnie z tym przepisem rozporządzenia, zawiadomienie o emisji symbolicznej musi również zawierać informacje o rynku docelowym. Definicja prawna "rynków docelowych" nie jest wyjaśniona i ostatecznie nie jest pewne, czy jest to niezależna terminologia prawna, czy też opiera się na definicji IDD 2016/97 lub VersVertG.

4. Wyniki centralne

483 Niniejszy rozdział podsumowujący podsumowuje główne ustalenia i wyniki tych prac w związku z ofertami tokenowymi i zdecentralizowanymi centrami handlowymi (DEX) z jednej strony oraz rozróżnieniem między działalnością depozytową, działalnością w zakresie pieniądza elektronicznego, instrumentów finansowych lub usług inwestycyjnych a wirtualnymi walutami z drugiej strony.

4.1 Transakcje bankowe, pieniądź elektroniczny, instrumenty finansowe i waluty wirtualne

484 Nieodłącznym elementem zarówno działalności związanej z przyjmowaniem depozytów, jak i z pieniądzem elektronicznym, jest wymóg bezwarunkowej spłaty środków. Można to dogmatycznie uzasadnić faktem, że działalność związana z pieniądzem elektronicznym jest również działalnością w zakresie depozytów, z którą jednak, zgodnie z fikcją prawną europejskiego prawodawcy, wiążą się szczególne konsekwencje pod pewnymi warunkami. Te dwie transakcje reprezentują dwie strony tej samej monety i, co do zasady,

pieniądz elektroniczny jest uprzywilejowaną formą przyjmowania depozytów, przy czym usługi płatnicze są głównym przedmiotem tych ostatnich: Depozyty mają cel oszczędnościowy, natomiast pieniądz elektroniczny ma cel płatniczy. Ponieważ pieniądz elektroniczny jest wariantem działalności depozytowej, logiczne jest tylko, że bezwarunkowa możliwość wykupu jest rzeczywiście modelem dla pieniądza elektronicznego. E-pieniądze mogą być zatem tworzone tylko poprzez dawanie pieniędzy fiat lub kwot pieniężnych. Wartość pieniężna jest zatem zawsze oparta na wartości pieniężnej. Ta wartość pieniężna musi być wyemitowana w formie wierzytelności, przy czym wierzytelność ta musi być koniecznym wyrażona w pieniądzu; fakt, że wierzytelność jest wyrażona w pieniądzu, skutkuje również możliwością wykupu w wartości nominalnej jako elementem składowym.

Należy pamiętać, że jeżeli wyjątek dotyczy pieniądza elektronicznego, 485 zakres stosowania ustawy o pieniądzu elektronicznym i dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego jest nadal otwarty, ale występuje wartość pieniężna, która nie wymaga zezwolenia. W związku z tym nie można już wznowić działalności depozytowej w przypadku wyjątku, ponieważ pieniądz elektroniczny jest emitowany jednocześnie, nawet jeśli nie wymaga zezwolenia. Należy również zauważyć, że instrumenty płatnicze nie mogą stanowić instrumentów finansowych w rozumieniu MiFID II lub Prawa bankowego. Z motywów 8 i 10 piątej dyrektywy GW wynika również jasno, że intencją prawodawcy unijnego było zapisanie w prawodawstwie, że waluty wirtualne nie reprezentują pieniądza elektronicznego. O ile pieniądz elektroniczny może być emitowany w formie żetonów, o tyle żetony, które mają nieodłączną wartość w rozumieniu treści cyfrowych, reprezentowaną przez dane lub oprogramowanie żetonu, a zatem są traktowane jako

towar i czasami stanowią wirtualne waluty, nie kwalifikują się jako pieniądź elektroniczny. Waluty wirtualne mogą mieć funkcje płatnicze, takie jak pieniądź elektroniczny, ale mogą również służyć celom oszczędnościowym, takim jak depozyty, lub mogą być wykorzystywane do celów inwestycyjnych, jak ma to miejsce w przypadku instrumentów finansowych. W związku z tym jasne jest, że chociaż żetony mogą reprezentować zarówno pieniądź elektroniczny, jak i instrumenty finansowe, jeżeli są odpowiednio zaprojektowane, waluty wirtualne nie reprezentują ani pieniądza elektronicznego, ani instrumentów finansowych, ponieważ pełnią one wiele różnych funkcji, z których niektóre są podobne do tych, jakie pełnią tradycyjne instrumenty rynku finansowego.

- 486 Jest to ściśle związane z tzw. klauzulą dzwonka w motywie 6 dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego. Zgodnie z tym motywem zakres dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego nie jest otwarty dla aktywów pieniężnych, które mogą być wykorzystane do nabycia towarów lub usług cyfrowych, pod warunkiem że operator lub emitent przypisuje aktywom pieniężnym dodatkową nieodłączną wartość, np. w formie udogodnień dostępu lub transmisji. Ważne jest również, aby towar lub usługa mogły być wykorzystywane wyłącznie za pomocą urządzeń cyfrowych oraz aby operator takiego systemu informatycznego nie działał jedynie jako pośrednik między użytkownikiem a dostawcą usług. Operator dodaje już wartość dodaną, jeśli do produktu dodana jest dodatkowa funkcja; wystarczy zapewnić kanały komunikacyjne lub transmisyjne. W przypadku tokenów blokowanych łańcuchowo do tych tokenów regularnie dodawana jest dodatkowa funkcja w sensie funkcji dostępu lub też zwykle opracowywane jest oprogramowanie, za pomocą którego token może zostać ostatecznie

przekazany. W związku z tym zakres stosowania systemu pieniądza elektronicznego do żetonów wydaje się być marginalny.

Inaczej niż w Niemczech, jednostki rozliczeniowe, takie jak żetony, nie 487 mogą być traktowane w Liechtensteinie jako instrumenty finansowe. W przeciwieństwie do Liechtensteinu, wielostronny handel żetonami, takimi jak Bitcoin lub Ether, które w rozumieniu Liechtensteinu reprezentują dane lub oprogramowanie w znaczeniu towarowym, na platformie handlowej w Niemczech stanowi usługę inwestycyjną, taką jak obsługa MTF, ponieważ niemiecka ustawa bankowa jest bardziej rygorystyczna niż MiFID II i obejmuje również jednostki rozliczeniowe jako instrumenty finansowe.⁹¹⁶ Może to prowadzić do paradoksalnej konkurencji między pieniądzem elektronicznym a instrumentami finansowymi w prawie niemieckim, jeśli pieniądz elektroniczny jest symbolizowany - na przykład obrót pieniądzem elektronicznym na własny rachunek nie jest tam objęty przez EGG lub ZDG, ale w przeciwieństwie do Liechtensteinu jest on uznawany za usługę finansową.

Może to być również istotne w związku z żetonami, zwłaszcza stabilnymi 488 monetami, które mają być utrzymywane na stałym poziomie. Żeton może również stanowić roszczenie wobec emitenta. Jeśli pozostałe kryteria są spełnione, taki żeton może reprezentować pieniądz elektroniczny. Jednakże, e-pieniądz jest wyłączony, jeśli żeton nie reprezentuje roszczenia, ale stanowi niezależny żeton w rozumieniu

⁹¹⁶ § 1 ust. 11 nr 7 KWG; należy to uwzględnić w szczególności w obszarze działalności transgranicznej (np. w funkcjonowaniu krypto wymiany z Liechtensteinu, która nie jest regulowana przez prawo nadzoru) i odgrywa istotną rolę w związku z bierną swobodą świadczenia usług i marketingu. W odniesieniu do usług inwestycyjnych należy w szczególności uwzględnić motyw 85 MiFID II.

oprogramowania jako towar (np. Bitcoin). O tym, że żeton stanowi roszczenie, świadczy fakt, że po jego odebraniu zostaje on zniszczony - roszczenie jest w ten sposób umarzone, ponieważ emitent nie może mieć roszczenia wobec siebie.

- 489 Wyłączenie bezwarunkowego obowiązku spłaty w celu uniknięcia transakcji depozytowej mogłoby zostać osiągnięte poprzez spełnienie warunku rozwiązującego ze skutkiem *ex nunc*. W takim przypadku podstawa umowna przestałaby istnieć z chwilą wystąpienia określonego zdarzenia, a następnie zostałaby rozwiązana zgodnie z prawem dotyczącym wzbogacenia - ale nie zgodnie z prawem dotyczącym zobowiązań; innymi słowy, istniałoby jedynie warunkowe zobowiązanie do spłaty zakotwiczone w przepisach. W związku z tym nie istnieje umowny bezwarunkowy obowiązek spłaty. Jeżeli pożądanym jest konkretny wykup lub odkup, wdrożenie byłoby również możliwe za pomocą przyjaznego dla konsumenta prawa do wykupu; zakłada to jednak, że żeton reprezentuje treści cyfrowe i nie stanowi roszczenia pieniężnego (tj. pieniądza elektronicznego), członkostwa lub innych praw do roszczenia (tj. instrumentu finansowego).
- 490 Jeśli jednak żeton lub stabilny bilon stanowi niezależny żeton, można przyznać przyjazne dla konsumenta nieograniczone prawo do odstąpienia od umowy. Można to odwrócić na mocy prawa *condictio causa finita* i taki znak osiąga również stabilność wartości. Taka wewnętrzna stabilna moneta mogłaby być interesująca dla platformy transakcyjnej dla żetonów.
- 491 Oprócz działalności związanej z depozytami i pieniądzem elektronicznym, działalność pożyczkowa może również odgrywać rolę

dla modeli biznesowych opartych na żetonach. Faktoring w szczególności może być istotny, np. gdy przedsiębiorca chce stworzyć dodatkowe kanały sprzedaży i oferuje swoje towary lub usługi w zamian za żetony, ale niekoniecznie chce je przyjąć. Ten przedsiębiorca może przenieść swoją wierzytelność w prawnym środku płatnym w żetonach na faktora, który przejmuje *del credere* i płaci cenę cesji w prawnym środku płatniczym na wierzyciela cesji. Jest to prawdziwy faktoring, który w Liechtensteinie - w przeciwieństwie do Austrii - nie stanowi działalności bankowej. Inaczej jest jednak w przypadku faktoringu fikcyjnego, w którym czynnik nie ponosi ryzyka niewywiązania się ze zobowiązań, a zatem z prawnego punktu widzenia przyczynia się do płynności finansowej lub kredytu. Fikcyjny faktoring stanowi zatem transakcję kredytową lub pożyczkową.

Jak już wspomniano w związku z rozróżnieniem między transakcjami 492 dotyczącymi pieniądza elektronicznego a transakcjami depozytowymi, żetony mają być postrzegane jako kontenery techniczne i mogą zasadniczo reprezentować wszystkie prawa, tj. wszystkie instrumenty finansowe przewidziane w MiFID II. Nie będzie jednak możliwe, aby żeton reprezentował depozyty, ponieważ w tym przypadku żeton reprezentuje już wartość i tym samym pieniądź elektroniczny; działalność w zakresie depozytów jest jednak bezpośrednio nastawiona na księgowanie pieniędzy i gotówki, które nie mogą być reprezentowane w żaden inny sposób.

Zakres przedmiotowy systemu pieniądza elektronicznego obejmuje 493 komercyjną emisję pieniądza elektronicznego. Osobisty zakres stosowania obejmuje również emitentów pieniądza elektronicznego, którzy

emitują pieniądź elektroniczny. Emitentami pieniądza elektronicznego są przede wszystkim instytucje kredytowe CRR i instytucje pieniądza elektronicznego. Można z tego wyprowadzić lokalny zakres stosowania - dostosowany do obszaru UE i EOG. Emisja instrumentów pieniężnych w państwach trzecich nie może otworzyć zakresu systemu pieniądza elektronicznego, ponieważ państwa te nie znają się na pieniądzu elektronicznym. Należy ocenić zgodnie z odpowiednią jurysdykcją, w której zostały wyemitowane te aktywa pieniężne, czy chodzi o transakcję depozytową, czy też o instrument finansowy, jeżeli żeton nie jest instrumentem płatniczym. Takie żetony, które stanowiłyby pieniądź elektroniczny, gdyby zostały wyemitowane w UE lub EOG, nie podlegają obowiązkowi uzyskania zezwolenia, jeżeli strona trzecia niezależna od emitenta rozprawdzałaby następnie takie żetony w Liechtensteinie, ponieważ przedmiotowy zakres zastosowania obejmuje wyłącznie emisję pieniądza elektronicznego (np. żeton na uwięzi stanowiłby pieniądź elektroniczny, gdyby został wydany w UE lub EOG). Jeżeli jednak punkt sprzedaży działałby w imieniu emitenta w UE lub EOG, byłoby to traktowane jako bezpośrednia emisja przez emitenta w EOG lub UE, która w konsekwencji podlegałaby zatwierdzeniu.

494 Zgodnie z motywami dyrektywy w sprawie pieniądza elektronicznego nie należy utrudniać innowacji technicznych. Zdecentralizowany łańcuch blokowy nie stanowi również przeszkody dla systemu pieniądza elektronicznego. Z jednej strony, pieniądzem elektronicznym można zarządzać na serwerze emitenta (specjalny rachunek dla pieniądza elektronicznego), z drugiej strony, pieniądź elektroniczny może być również przechowywany w systemach kartowych. Zgodnie z prawem cywilnym, pieniądź elektroniczny jest przenoszony poprzez

cesję reprezentowanego roszczenia wobec emitenta. Jeżeli portfel pieniądza elektronicznego w formie żetonu jest udostępniany przez emitenta lub dostawcę zewnętrznego, stanowi on rachunek płatniczy, ponieważ pieniądz elektroniczny jest prawnie zdefiniowany jako kwota pieniężna pomimo faktycznego zgłoszenia roszczenia. Jednakże, dla celów przeniesienia prawa cywilnego, pieniądz elektroniczny może być również przechowywany w portfelach prywatnych bez konieczności uzyskania zgody organu nadzoru.

W tym kontekście obrót na własny rachunek, a następnie również 495 zgodny z głównym obrotem pieniądzem elektronicznym w Liechtensteinie, jest bezpieczny z punktu widzenia nadzoru, ponieważ tylko roszczenia są przenoszone. W najlepszym razie może istnieć prawdziwa transakcja faktoringowa, ale jak wyjaśniono powyżej, jest ona nieszkodliwa z punktu widzenia regulacji w Liechtensteinie. Dopasowywanie odsetek w związku z zakupem lub sprzedażą (symbolizowanego) pieniądza elektronicznego jest również bezproblemowe, ale jeżeli rozliczenie (wykonanie umowy) odbywa się poza procesem dopasowywania, usługa płatnicza wymagająca autoryzacji będzie obecna. Należy zauważyć, że wyjątek dotyczący agenta handlowego w odniesieniu do usług płatniczych został ograniczony na mocy dyrektywy PSD II oraz że na mocy dyrektywy ADHGB agent handlowy lub agent handlowy lub pośrednicy handlowi lub agenci sprzedaży nie mogą już reprezentować obu umawiających się stron (kupującego i sprzedającego) w negocjacjach lub zawarciu umowy, powołując się jednocześnie na wyjątek od ZDG.

Należy również zauważyć, że kantor wymiany walut w Liechtenstein SPG w wersji zmienionej przez LGBl 2009.047 lub dostawca usług wymiany VT na mocy TVTG w wersji zmienionej przez BuA 2019/93 nie wdraża w pełni piątej dyrektywy w sprawie prania pieniędzy w tym zakresie, co jest sprzeczne z intencjami rządu. Wynika to z faktu, że dyrektywa UE ma na celu wymianę fiatów pieniężnych na inne fiaty pieniężne lub na waluty wirtualne. Pieniądz elektroniczny, który z dogmatycznego punktu widzenia jest dogmatycznie oparty na rozszczeniu pieniężnym, jest zaliczany do pieniądza fiducjarnego. Jednakże w Liechtensteinie przepis ten nadal odnosi się do prawnego środka płatniczego, dlatego też, ściśle rzecz biorąc, pieniądz elektroniczny pochodzący z transakcji wymiany nie jest obecnie uwzględniany w Liechtensteinie. Dostawca usług wekslowych VT de lege ferenda rejestruje również tylko wymianę żetonów na prawne środki płatnicze lub inne żetony.

4.2 Centralne i zdecentralizowane centra handlowe

497 Zasadnicze znaczenie dla istnienia systemu obrotu takiego jak MTF lub OTF mają następujące elementy, które muszą się kumulować:

- System obrotu instrumentami finansowymi, w którym "system" ma być interpretowany w sposób neutralny technologicznie i obejmuje dowolny zestaw zasad (np. również obrót głosowy);
- Konieczne jest, aby system był wielostronny (tzn. aby na MTF-ie nie odbywał się żaden dopasowany handel na rynku podstawowym, tylko handel agencyjny). Tak jest również w przypadku OTF);
- System musi służyć interesom stron transakcji;

- W związku z łączeniem udziałów nie jest możliwa realizacja poszczególnych transakcji z indywidualnie wybranymi kontrahentami;
- Umowa jest zawierana w ramach systemu lub platformy, a nie poza nią. Jeśli umowa jest zawierana poza systemem, potencjalnie istnieje czysty system informacyjny lub tablica ogłoszeń (w sensie żetonów, tzw. DEX);
- Ostatecznie system musi być zaprojektowany w taki sposób, aby zbliżyć do siebie interesy dużej liczby uczestników obrotu i musi prowadzić indywidualne działania brokerskie (wymagane jest przynajmniej trzech uczestników).

Dla lepszej identyfikowalności, poniżej przedstawiono typowy proces handlowy za pośrednictwem MTF, aby następnie wytyczyć granice działalności na zdecentralizowanej giełdzie (DEX): 498

1. Pomiędzy dwoma członkami handlowymi upoważnionymi jako pośrednicy finansowi transakcja handlowa jest zawierana za pośrednictwem platformy obrotu MTF prowadzonej przez przedsiębiorstwo inwestycyjne; w stosownych przypadkach, w celu wypełnienia podstawowego zlecenia klienta końcowego (nabywcy lub sprzedawcy gospodarczego);
2. Zakończona "transakcja" lub, dokładniej, połączone odsetki związane z zakupem lub sprzedażą instrumentów finansowych są przekazywane przez MTF do izby rozliczeniowej (partner centralny; CCP);
3. Rozliczenia odbywają się pomiędzy izbą rozliczeniową a członkami rozliczającymi;

4. Następuje uzgodnienie między członkami rozliczającymi a członkami obrotu (ustalenie wzajemnych roszczeń);
5. Izba rozliczeniowa (CCP) przekazuje agentowi rozrachunkowemu (Centralnemu Depozytowi Papierów Wartościowych; CSD) instrukcje do wykonania rozrachunku;
6. Następnie platforma rozrachunkowa (CDPW) dokonuje rzeczywistego transferu danych instrumentów finansowych, a także zapewnia rzeczywisty transfer odpowiednich środków; rozrachunek jest prowadzony w księgach rachunkowych (instrumenty finansowe przechowywane w żyrze papierów wartościowych);
7. Ostatecznie ma miejsce uzgodnienie między członkami CDPW a członkami rozliczającymi.

499 Poza instrumentami finansowymi lub żetonami, które je reprezentują, model może być również symulowany w powiązaniu z partnerem centralnym (CCP) w przypadku żetonów, które nie reprezentują pieniądza elektronicznego ani instrumentów finansowych (walut wirtualnych). Poniżej zostanie pokazane w sposób konkretny, w jaki sposób można przeprowadzić taki dopasowany handel główny:

1. Użytkownicy A i B rejestrują się na platformie transakcyjnej dla tokenów, które nie reprezentują ani instrumentów finansowych, ani pieniądza elektronicznego;
2. Użytkownik A chciałby nabyć BTC za pomocą swojej ETH;
3. Użytkownik B chce sprzedać BTC (przeciwko ETH);
4. W kolejnych dwóch krokach są przeprowadzane:
 - Użytkownik A przekazuje ETH operatorowi platformy handlowej na tokeny, przy czym powodem prawnym przekazania jest nabycie BTC od operatora

platformy handlowej jako partnera centralnego zgodnie z umową (np. z odroczeniem płatności na jedną sekundę prawną);

- Użytkownik B przekazuje BTC operatorowi platformy handlowej na tokeny. W tym przypadku powodem prawnym przeniesienia jest sprzedaż BTC operatorowi platformy handlowej jako kontrahentowi centralnemu zgodnie z umową.
5. Operator platformy handlowej dla tokenów nabył następnie ETH od użytkownika A na co najmniej jedną legalną sekundę i jest winien użytkownikowi A BTC za to. Jednocześnie operator platformy handlowej nabył BTC od użytkownika B na co najmniej jedną legalną sekundę i jest winien ETH użytkownikowi A w zamian;
 6. Operator platformy obrotu żetonami wypełnia swoje zobowiązanie wobec Użytkownika A za pomocą BTC nabytych przez Użytkownika B. Jednocześnie operator platformy handlowej dla tokenów wypełnia swoją odpowiedzialność wobec Użytkownika B za pomocą ETH zakupionego przez Użytkownika A.

Elegancja tego przykładu wynika z technologii łańcuchów blokowych. 500
Taka transakcja jest wykonywana automatycznie i quasi w czasie rzeczywistym poprzez Smart Contract. Ryzyko niewykonania zobowiązania przez kontrahenta jest skutecznie ustawiane na zero przez instancję techniczną. Wraz z pojawieniem się technologii łańcuchów blokowych na rynku finansowym, nawet wysoce regulowane rynki, takie jak wielostronne centra handlowe, mogą być efektywniej zorganizowane.

wane. Technologia łańcucha blokowego umożliwia zatem zmniejszenie gęstości regulacji przy zachowaniu co najmniej takiego samego poziomu efektywności w walce z niedoskonałościami rynku, a tym samym umożliwia konwergencję z efektywnością Pareto.

501 Za pomocą technologii łańcuchów blokowych można również realizować tzw. centrale zdecentralizowane (DEX). W DEX-ie zlecenia dotyczące tokenów, czasem również reprezentujących instrumenty finansowe, mogą być rozliczane w systemie peer-to-peer. Zazwyczaj arkusz zleceń, dopasowanie i rozliczenie są utrzymywane w łańcuchu (realizacja poprzez Smart Contracts). Jednakże DEX nie może być sklasyfikowany jako zorganizowany system obrotu taki jak MTF lub OTF, ponieważ nie ma osoby prawnej zdolnej do regulacji ze względu na zdecentralizowany charakter takiego systemu obrotu. Ponadto na DEX-ie zazwyczaj prowadzony jest tylko handel dwustronny, a nie wielostronny. Rolę pośrednika wolnego od ryzyka, który łączy interesy kupna i sprzedaży, reprezentuje podmiot technologiczny. Uczestnicy rynku finansowego, tacy jak firmy inwestycyjne - animatorzy rynku (OTC) lub podmioty systematycznie internalizujące transakcje - mogą również pojawić się na DEX-ie.

502 Taki DEX technicznie reprezentuje backend i dostarczane są również interfejsy oparte na oprogramowaniu (frontend), które zapewniają dostęp do DEX-u w celu odzwierciedlenia informacji o tokenach i zamówieniach tam przechowywanych. Taki frontend jest porównywalny z przeglądarką uzyskującą dostęp do transmisji hipertekstowej lub protokołu HTTPS (centralny serwer lub baza danych), z tą różnicą, że zdecentralizowane węzły są uzyskiwane za pomocą protokołu blokowego. Takie interfejsy są często nazywane tablicami ogłoszeń i mogą być zaprojektowane jako czysty system informacyjny, pod

warunkiem że tylko publicznie dostępne informacje są wyświetlane w formie graficznej, co stanowiłoby nieuregulowaną służbę techniczną. Istotne jest, aby zawarcie i realizacja umowy odbywały się bezpośrednio w DEX-ie, a nie na interfejsie. Nie istnieje również pośrednictwo w zawieraniu umów, o ile taki interfejs lub jego operator nie jest warunkiem sine qua non dostępności konkretnych szczegółów biznesowych i w konsekwencji zawarcia umowy. Zazwyczaj nie ma to miejsca, jeśli tylko publicznie dostępne informacje są reprezentowane przez łańcuch blokowy.

W BuA 2019/54 w sprawie TVTG rząd stwierdził, że operatorzy takich systemów informacyjnych przekazują zbiorcze informacje o cenach w ofertach kupna i sprzedaży żetonów. Chociaż może tak być, nie jest to obowiązkowe i dlatego de lege ferenda system informacyjny nie zawsze może być zakwalifikowany jako dostawca usług cenowych dla VT. 503

W odniesieniu do prawa o prospektach emisyjnych papierów wartościowych należy zaznaczyć w związku z DEX-em, że prospekt emisyjny musi być sporządzony i zatwierdzony dla publicznych ofert żetonów reprezentujących instrumenty finansowe, chyba że zastosowanie ma wyjątek. Problemy mogą również wynikać z faktu, że DEX może prowadzić do globalnej oferty instrumentów finansowych, ale nie istnieją jednolite globalne regulacje dotyczące wymogów w zakresie prospektu emisyjnego; problem ten faktycznie istnieje od czasu istnienia Internetu. 504

Na DEX, na którym obraca się żetonami zabezpieczającymi, animatorzy rynku (pozagiełdowego) i systematyczni internalizatorzy rynku mogą zasadniczo działać jako uczestnicy rynku finansowego. Należy 505

zauważyć, że informacje i wpisy cen w systemach transakcyjnych i zleceń, dane w systemach informatycznych lub działalność animatora rynku nie są uznawane za komunikaty, które byłyby wymagane w przypadku oferty publicznej. Działalność takich uczestników rynku finansowego (na DEX-ie) nie stanowi oferty publicznej i w związku z tym nie powoduje obowiązku sporządzenia prospektu emisyjnego. Oba podmioty są przede wszystkim odpowiedzialne za zwiększenie płynności na rynku kapitałowym poprzez stałe lub systematyczne i w znacznym stopniu samodzielne prowadzenie obrotu instrumentami finansowymi. Należy zauważyć w tym względzie, że przedsiębiorstwa inwestycyjne podlegają pewnym zobowiązaniom handlowym w odniesieniu do kapitałowych papierów wartościowych i niektórych instrumentów pochodnych zgodnie z art. 23 i 28 MiFIR.

- 506 SPG w wersji znowelizowanej przez SPG BuA 2019/93 obejmuje również tzw. operatorów platform obrotu wirtualnymi walutami lub żetonami jako osoby podlegające badaniu due diligence. Nawet jeśli ma to być "catch-all", pozostaje niejasne, co ma być przez to regulowane. Jak stwierdza sam rząd, weksle symboliczne w stosunku do prawnego środka płatniczego są pokrywane przez dostawcę usług w zakresie weksli VT. Jeżeli podmiot działa w imieniu rządu, posiada on token lub klucz prywatny zleceniodawcy przez co najmniej jedną sekundę prawną, a następnie jest zarejestrowany jako podmiot przechowujący klucz VT lub podmiot przechowujący token VT. W związku z tym najpierw należy ustalić praktyczne znaczenie tego przepisu w DDA.

Bibliografia

Amstutz Marc / Breitschmid Peter / Furrer Andreas / Girsberger Daniel / Huguenin Claire / Müller-Chen Markus / Roberto Vito / Rumo-Jungo Alexandra / Schnyder Anton K. (Hrsg), *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, 3. edycja, Zurych, 2016.

Andreas Vonkilch (Ed.), *Commentary on the E-Money Act 2010*, Wiedeń 2015.

Assmann Heinz-Dieter / Tailor Uwe H. / Mülbart Peter O. *Prawo o obrocie papierami wartościowymi*, wydanie siódme, Kolonia, 2019.

Athanassiou Phoebus / Mas-Guix Natalia, *ECB Legal Working Paper Series, Electronic Money Institutions - Current Trends, Regulatory Issues and Future Prospects*, No 7 / July 2008.

Auffenberg Lutz, *pieniądz elektroniczny na zasadzie łańcucha blokowego*, BKR 7/2019, s. 341.

Barnes Tom, *Banking Regulation Review, Tenth Edition*, London, 2019.

Beck Heinz / Samm Carl-Theodor / Kokemoor Axel, *KWG z CRR*, Heidelberg, 2017.

Bergt, J., Esneault, A., Feldkircher, T., & Nägele, T. (2019). National legal & regulatory frameworks in select European countries. Country Analysis Liechtenstein in *The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework*, 117-128.

Bergt, J. (2019). Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft (Doctoral dissertation, dissertation, Private Universität im Fürstentum Liechtenstein (UFL), Triesen).

*also released as

Bergt, J., (2020). Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft: unter Berücksichtigung des schweizerischen und österreichischen Rechts. Schulthess Juristische Medien.

Binder Andreas/Vetter Meinrad, Der Partizipationsschein - eine Auslegung in Lorandi Franco/Stahelin Daniel (Hrsg), Innovative Law, FS for Ivo Schwander, S 275, Zurych/St. Gallen, 2011.

Brandl Ernst / Saria Gerhard, WAG 2018, wydanie 2, Wiedeń, 2018.

BuA 2012/69 z 29.05.2012.

BuA 2012/150 z 27.11.2012.

BuA 2013/33 z 11.06.2013.

BuA 2014/69 z 08.07.2014.

BuA 2015/37 z 14.04.2015.

BuA 2015/89 z 01.09.2015.

BuA 2016/159 z 28.10.2016.

BuA 2017/14 z 04.04.2017.

BuA 2017/72 z 26.09.2017.

BuA 2018/98 z 30.10.2018.

BuA 2019/13 z 29.01.2019.

BuA 2019/54 z 07.05.2019.

BuA 2019/93 z 03.09.2019.

Book of Mark, Die Blockchain und das Recht, LJZ 06.2018 (wydanie 2), s. 55.

Casper Matthias / Terlau Matthias (hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, Monachium, 2014.

Dornseifer Frank / Jesch Thomas / Klebeck Ulf / Tollmann Claus, AIFM Directive, Monachium, 2013.

ESMA/2015/1874, Q&A, Prospekt emisyjny 23. zaktualizowana wersja - 15 grudnia 2015 r.

Forstmoser Peter / Meier-Hayoz Arthur / Nobel Peter, Swiss company law, Bern, 1996.

Frick Marie-Theres in Festschrift dla *Delle Kartha Gerta*, 90 lat Książęcego Sądu Najwyższego, Ostatni rozwój prawa spółek w Liechtensteinie w świetle członkostwa w EOG, S 193, 2013.

Frick Mario, Recognition and enforcement of foreign judgments in Liechtenstein - An overview, LJ issue 4/2010, s. 106.

Frick Rony, The types of shares under Liechtenstein company law, dissertation University of Bern, 1977.

Gruber Michael, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, wydanie 2, 15.02.2005, str. 53.

Handschin Lukas, Zürcher Kommentar, wydanie 2, Postanowienia ogólne, Art. 620-659b LUB Die Aktiengesellschaft, wydanie 2, Zurych, 2016.

Helbock Hein, Special Aspects of the Segmented Classified Person (PCC) in Liechtenstein, LJZ 1/18, s. 22.

Höhlein Thomas / Weiß Hagen, Crypto-Assets, ICO i Blockchain: Prospectus law perspective and supervisory practice, RDF 2019, s. 116.

Honsell Heinrich, Tradition and Cession - causal or abstract?, w *FS Wiegand Wolfgang*, S 349, Bern, 2005.

Jensen Michael C. / Meckling H. William, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, October 1976, Volume 3, Issue 4 pp 305-360, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043.

Kalss Susanne / Oppitz Martin / Zollner Johannes, Capital Market Law, wydanie 2, Wiedeń, 2015.

Keiler Stephan / Klauser Alexander, austriackie i europejskie prawo konsumenckie, 4th Lfg, Wiedeń, 2018.

Kletečka Andreas / Schauer Martin, ABGB-ON, 1.02, 1.04 i 1.06, sine loco, 2016, 2017 i 2019.

Krimphove Dieter, Fintechs, Prawne podstawy nowoczesnych technologii finansowych, od loco, 2019.

Kümpel Siegfried / Wittig Arne (hrsg), Prawo bankowe i rynku kapitałowego, wydanie 4, Kolonia, 2011.

Laurer René / Borns Rainer / Strobl Johann / Schütz Melitta / Schütz Oliver, BWG, 3. wydanie, Wiedeń, 2010.

Laurer René / Schütz Melitta / Kammel Armin / Ratka Thomas (red.), BWG, wydanie 4, Wiedeń, 2019.

Layr Angelika / Marxer Matthias, Charakter prawny i przeniesienie "żetonów" z perspektywy Liechtensteinu, LJZ 1/19, s. 11.

LTP z 26.10.2000, zmiana PGR (nr 153/1988, sprawozdanie Komisji i zmieniony projekt ustawy z dnia 18 września 2000 r.), drugie czytanie.

Marxer Florian, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Rechts der Vinkulierung und der Aktionärbindungsverträge, SSHW Band-Nr 263, Zurich, 2007.

Micheler Eva, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Zu einer kapitalmarktrechtliche Theorie des Wertpapierrechts - Effekten nach österreichischem, deutschem, english und russischem Recht, Habilitationsschrift WU Wien, 2003.

Nägele, T., Bergt, J., (2018). Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatorische Grauzone?, Liechtensteinische Juristen-Zeitung (LJZ), 18/2, 63-69.

* also cited as

Nägele, T., Bergt, J., (2018). Cryptocurrencies and Blockchain Technology in Liechtenstein Supervisory Law. Regulatory Grey Zone, Liechtensteinische Juristen-Zeitung (LJZ), 18/2, 63-69.

Öhri Uwe, Die Grundlagen der zivilrechtliche Verantwortung der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung, któremu powierzono administrację i zarządzanie AG, Anstalt oder Stiftung, LJZ 12.2007 (wydanie 4), s. 100.

*Opilio Antonius*⁹¹⁷, Working Commentary on Liechtenstein Property Law, Volume I, Dornbirn, 2009.

Patz Anika, Platformy transakcyjne dla walut kryptograficznych i kryptokasetów, BKR 9/2019, S 435.

Piska Christian / Völkl Oliver, Blockchain Rules, Wiedeń, 2019.

Rummel Peter / Lukas Meinhard, ABGB, wydanie 4, Wiedeń, 2018.

Rummel Peter, ABGB, 3. wydanie, Wiedeń, 2007.

Schopper Alexander / Raschner Patrick, Klasyfikacja regulacyjna giełd kryptograficznych w Austrii, ÖBA 4/2019, s. 249.

Schopper Alexander / Walch Mathias, Die Reform der liechtensteinischen GmbH, LJZ 03.2017 (nr 1), s. 1.

Schwimann Michael / Kodek Georg E., ABGB Praxiskommentar, 4 wydanie, Wiedeń, 2011.

Schwimann Michael / Neumayr Matthias (red.), ABGB Taschenkommentar, 4 wydanie, Wiedeń, 2017.

Seeger Norbert, Odpowiedzialność zgodnie z art. 218-228 prawa osób i spółek Liechtensteinu, Berno, 1987.

Stadler Arthur / Pfeil Andreas, kryptokursy jako towary lotne zgodnie z § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, maj 2018, S 101 (S 103).

Stark Emil W. / Lindenmann Barbara, w Berner Kommentar, Der Besitz Art 641-977 ZGB, wydanie 4, Bern, 2016.

⁹¹⁷ Nazwa ta jest używana przez autora jako traductiononym (pseudonim) dla *pas-terza Antona*.

Terlau Matthias w: Schimansky Herbert / Bunte Hermann-Josef / Lwowski Hans-Jürgen (hrsg), Banking Law Manual, wydanie piąte, Monachium, 2017.

Triffterer Otto / Rosbaud Christian / Hinterhofer Hubert (red.), Salzburg Commentary on the StGB, 40th Lfg, Wiedeń, 2019.

Sprawozdanie z konsultacji rządowych w sprawie stworzenia ustawy o systemach transakcyjnych opartych na wiarygodnych technologiach (VT) (ustawa Blockchain; ustawa VT; VTG) oraz zmiany innych ustaw z dnia 28 sierpnia 2018 r.

Weilinger Arthur (Ed.), ZaDiG, Wiedeń, 2017.

Weitnauer Wolfgang / Boxberger Lutz / Anders Dietmar, KAGB, 2. edycja, Monachium, 2017.

Wohlschlägl-Aschberger Doris (Hrsg), MiFID II, Prawo, Praktyka, Perspektywy, Frankfurt, 2018.

Zivny Thomas, KMG (Kapitalmarktgesetz), krótki komentarz, wydanie drugie, Wiedeń 2016.

*this work was also published under:

Bergt, J. (2020). Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Japanese): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). Token as value rights & Token offerings and decentralized trading venues (English): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference

to relevant Union acts (Vol. 1). BoD–Books on Demand, ISBN 9783751937962.

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Russian): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand, ISBN 9783751935968.

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Chinese simplified): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token como Derechos de Valor & Ofertas de Token y Centros de Comercio Descentralizados: Un análisis del derecho civil de valores y la legislación de supervisión de valores desde la perspectiva de Liechtenstein, con especial referencia a los actos pertinentes de la Unión* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token als Wertrechte und Token Offerings und dezentrale Handelsplätze: Eine wertpapierzivilrechtliche und wertpapieraufsichtsrechtliche Analyse aus der Perspektive Liechtensteins unter besonderer Berücksichtigung einschlägiger Unionsrechtsakte* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token als Waarderechten & Tokenaanbiedingen en Gedecentraliseerde Handelscentra: Een analyse van het burgerlijk effectenrecht en het recht inzake effectentoezicht vanuit het oogpunt van Liechtenstein, met bijzondere aandacht voor de desbetreffende besluiten van de Unie* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token como Direitos de Valor & Token Offerings e Centros Comerciais Descentralizados: Uma análise do direito civil e do direito de supervisão dos valores mobiliários na perspectiva do Liechtenstein, com especial referência aos actos relevantes da União* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Les Tokens comme Droits de Valeur & Offres de Tokens et Centres Commerciaux Décentralisés: Une analyse du droit civil des valeurs mobilières et du droit de la surveillance des valeurs mobilières du point de vue du Liechtenstein, avec une référence particulière aux actes pertinents de l'Union* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token come Diritti di Valore & Offerte a Token e Centri Commerciali Decentralizzati: Un'analisi del diritto civile dei titoli e del diritto di vigilanza sui titoli dal punto di vista del Liechtenstein, con particolare riferimento ai pertinenti atti dell'Unione europea* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Rejestr sądowy

BGH VIII ZR 249/14 z 17.06.2015 r.

BVGer B-4772/2017 z 19.12.2017.

EFTA E-9/17 z dnia 30 maja 2018 r., Edmund Falkenhahn AG / Financial Market Authority Liechtenstein, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>

ETS C-191/15 z 28.07.2016, VKI/Amazonia EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612

OGH on 09 C 271/98-201 of 03.03.2005, LES 2006, 161.

öOGH do 2 Ob 155/16g od 14.12.2017,
ECLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214.000

RIS Justice RS0012049, ECLI:AT:OGH0002:1951:RS0012049.

StGH 1975/002 z 29.04.1975, ELG 1973, 381.

UVS Wiedeń z dnia 5 maja 2004 r. w dniu 06/42/9144/2003.

Źródła cyfrowe

Alexandra Petruş, How to extract data from a 2FA iCloud account, 12 sierpnia 2019, <https://www.iphonebackupextractor.com/blog/extract-data-two-factor-authentication/>, aufgerufen am 28.08.2019.

Artykuł techniczny BaFin, tokenizacja, 15.04.2019, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html.

Informacja BaFin o stanie faktycznym obrotu na własny rachunek oraz obrotu na własny rachunek z dnia 22.03.2011, ostatnio zmieniona w dniu 15.05.2018, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html.

BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, ostatnio zmieniona 24.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html.

Wielostronna platforma transakcyjna BaFin Leaflet z 07.12.2009, ostatnio zmieniona 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html.

BaFin Leaflet Review of securities prospectuses for comprehensibility, GZ: WA 51-Wp 7115-2019/0099, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_verstaendlichkeitspruefung_prospekte.pdf?__blob=publicationFile=8.

BaFin Merkblatt, Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) z 22.12.2011, ostatnio zmienione 29.11.2017,

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33.

BaFin, List interpretacyjny w sprawie zakresu stosowania KAGB i terminu "Fundusz Inwestycyjny", 14.06.2013, ostatnio zmieniony 09.03.2015, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html.

BaFin, Crowdlending, z dnia 4 stycznia 2018 r., https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html.

BaFin, Notes on financial instruments pursuant to section 1 (11) sentences 1 to 3 of the KWG, 20.12.2011, last amended on 26.07.2018, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html.

BaFin, ulotka na temat pośrednictwa inwestycyjnego z dnia 17 maja 2011 r., ostatnio zmieniona 13 lipca 2017 r., https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html.

BaFin, ulotka o działalności powierniczej, 06.01.2009, ostatnio zmieniona 17.02.2014, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaeft.html

BaFin, karta informacyjna o działalności kredytowej, z dnia 08.01.2009, ostatnio zmieniona w dniu 02.05.2016, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaeft.html.

BaFin, Information sheet placement business, 10.12.2009, ostatnio zmienione 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsge-schaeft.html.

BaFin, Merkblatt Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnisspflichten in Zusammenhang der Ausgabe weiterer Krypto-Token, GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?blob=publicationFile=1.

BaFin, obowiązek publikacji prospektu emisyjnego, 01.11.2013, ostatnio zmieniony 05.08.2019, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html.

BaFin, okólnik 08/2017 (VA) - Pochodne instrumenty finansowe i produkty strukturyzowane z 30.08.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivative_finanzinstrumente_va.html.

Bont Patrick, Kryptowährungen - and what do the regulators do?, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-liechtenstein.pdf>

Buterin Vitalik, 13.10.2018, 10:21, https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw, wezwany w dniu 30.09.2019.

Buterin Vitalik, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463>/<https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Projekt sprawozdania w sprawie wniosku dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania terroryzmu (ECSP) dla przedsiębiorstw (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), 10.08.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdfhttps://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf.

DStoq (DSQ Token): Licensed Decentralized Stock & Crypto Exchange?, 04.08.2018, <https://bitcoinexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/>, [aufgerufen am 15.09.2019](https://bitcoinexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/).

Sprawozdanie EBA z poradami dla Komisji Europejskiej w sprawie aktywów kryptograficznych, 09.01.2019, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

Opinia EBA w sprawie "walut wirtualnych", EBA/Op/2014/08 vom 04.07.2014, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>.

ESMA Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 stycznia 2019 r. | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf.

EUNGiPW załącznik 1 Kwalifikacja prawna aktywów kryptograficznych - badanie przeprowadzone wśród krajowych organów ds. konkurencji, styczeń 2019 r., EUNGiPW50-157-1384, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf.

Dokument do dyskusji ESMA 2012/117, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012,

<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>.

ESMA Guidelines 2013/611 on key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), Corrected version of 30.01.2014 of the Guidelines on key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive published on 13.08.2013 (ESMA/2013/611), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor_-_revised_for_publication.pdf

ESMA Questions and Answers ESMA70-872942901-38 vom 12.07.2019, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_gas_markets_structures_issues.pdf.

ESMA Report 50-164-2430 vom 12.07.2019, Licensing of FinTech business models, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf.

EBC, Raport o pieniądzu elektronicznym, sierpień 1998 r., <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

EZB, Wirtualne schematy walutowe, październik 2012 r., <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrency-schemes201210en.pdf>.

FCA (UK Financial Conduct Authority), The Perimeter Guidance Manual (wydanie PERG 42 września 2019 r.), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019.

Okólnik FINMA 2008/3, Depozyty detaliczne w instytucjach niebankowych, 20.11.2008, ostatnio zmieniony w dniu 26.06.2019,

<https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>.

FINMA Guidelines for subordination inquiries regarding Initial Coin Offerings (ICOs) of 16.02.2018, <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>.

First Blockchain Security Token Exchange - Built on Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Komunikat FMA 2019/1 - Dodatkowe obowiązki w zakresie emisji i umarzania żetonów jednostek uczestnictwa w funduszach oraz prowadzenia rejestru jednostek uczestnictwa w funduszach z dnia 03.09.2019 r., <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>

Wytyczne FMA 2019/7 z 11.06.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-w1-2019-7-sicherungsmaßnahmen.pdf>.

FMA, Innovation as a challenge - and as an opportunity, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, wezwany w dniu 15.09.2019 r.

Griffin John M. / Shams Amin, Is Bitcoin Really Un-Tethered?, 13.06.2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066.

Hacker Philipp / Thomale Chris, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017,

ostatnio zmienione 17 kwietnia 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820.

<https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>,
dostęp: 29 października 2019 roku.

<http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919&ackurl=auto>.

<https://0x.org/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>;
https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supplyhttps://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, wezwany na 08.08.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, wezwany w dniu 08.08.2019.

<https://dstoq.com/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://dutchx-rinkeby.d.exchange/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://ethersdelta.com/>, dostępny od 15 września 2019 roku.

<https://etherscan.io/chart/blocktime>.

<https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp>,
wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://idex.market/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://international.bittrex.com/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://kyber.network/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://londondx.com/about/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://poloniex.com/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://stellarterm.com/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://tether.to/>, wezwany 7 października 2019 roku.

<https://tether.to/contact-us/>, wezwany w dniu 29.07.2019.

<https://tether.to/legal/>, w wersji z dnia 26.02.2019 r., dostępnej w dniu 29.07.2019 r.

<https://token.store/>, dostępny od 15.09.2019.

<https://uniswap.io/>, dostępny od 15 września 2019 roku.

<https://www.airswap.io/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://www.bancor.network/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://www.binance.com/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://www.bitpanda.com/de>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://www.coinbase.com/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, dostępny od 4 sierpnia 2019 roku.

<https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, wezwany w dniu 15.09.2019.

https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf, wezwany w dniu 04.08.2019.

<https://www.kraken.com/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://www.openfinance.io/>, wezwany w dniu 15.09.2019.

<https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, wezwany w dniu 15.09.2019.

Khatri Yogita, Tether Says Its USDT Stablecoin May Not Be Backed by Fiat Alone, <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone><https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone>, aufgerufen am 07.10.2019.

Liechtenstein Bankers Association, broszura informacyjna o rodzajach i ryzyku związanym z instrumentami finansowymi, III wydanie, wydanie elektroniczne nr B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>.

Mersch Yves, przemówienie na konferencji prawnej EBC, Frankfurt nad Menem, 2 września 2019 r., <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedded9219.en.html>, wezwany w dniu 04.10.2019 r.

Miller Mark S. / Drexler K. Eric, The Agoric Papers in The Ecology of Computation, *Huberman* (Hrsg), Markets and Computation: Agoric Open Systems, Incentive Engineering: for Computational Resource Management, Comparative Ecology: A Computational Perspective, Nordholland, 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html><https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html>, aufgerufen am 01.10.2019.

*Nakamoto Satoshi*⁹¹⁸, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, wezwany 15.09.2019.

Sprawozdanie w sprawie wniosku dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania terroryzmu (ECSP) dla przedsiębiorstw (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), A8-0364/2018, 09.11.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html

Seth Rosenblatt/ Jason Cipriani, dwuczynnikowe uwierzytelnienie: What you need to know (FAQ), 15 Juni 2015, <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/>, aufgerufen am 28.08.2019.

Sritanshu Sinha, IEOs, ICOs, STO i Now IDOs - How to Raise Funds for Crypto in 2019?, 01.09.2019, <https://cointelegraph.com/news/ieos-icos-stos-and-now-idos-how-to-raise-funds-for-crypto-in-2019><https://cointelegraph.com/news/ieos-icos-stos-and-now-idos-how-to-raise-funds-for-crypto-in-2019>, aufgerufen am 02.09.2019.

⁹¹⁸ Pseudonim osoby lub osób, które opracowały protokół Bitcoin.

Szabo Nick, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html> (dostępny jest już tylko link archiwalny).

Valera Valeria, Tether Burns Half A Billion USDT Coins In An Act of Redemption, 25.10.2018, <https://www.criptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/><https://www.criptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, aufgerufen am 29.07.2019.

Komornik Hans-Ueli, Prawo spółek, <https://www.rwi.uzh.ch/elt-ist-vogt/gesellschaftsrecht/grundlagen/de/html/index.html#>

WKO, Ustawa o Zarządzaniu Alternatywnymi Funduszami Inwestycyjnymi (ZAFI-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>

Wozke Martin, Mądre umowy: W przypadku zawierania umów pomiędzy komputerami, 11.07.2017 r., <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/>, wezwany na dzień 01.10.2019 r.

Streszczenie

Niniejsza praca naukowa dotyczy zarówno aspektów prawa cywilnego (papierów wartościowych), jak i regulacyjnego (papierów wartościowych). W związku z tym przedstawiono streszczenie prawa własności, które dotyczy klasyfikacji żetonów według prawa Liechtensteinu.

Ponadto omówione zostaną zdematerializowane papiery wartościowe, które są znane w systemie prawnym Liechtensteinu od prawie 100 lat. Poniżej szczegółowo omówiono sytuację prawną dotyczącą papierów wartościowych i zdematerializowanych papierów wartościowych przed wejściem w życie "Ustawy o łańcuchu blokowym" (TVTG) oraz zdematerializowanych papierów wartościowych w ramach TVTG (zasada abstrakcji) i zdematerializowanych papierów wartościowych w ramach PGR w wersji zmienionej przez Federalny Dziennik Ustaw 2019/93 (zasada przyczynowości).

Prawo cywilne i prawo spółek koncentruje się na Liechtensteinie, podczas gdy szwajcarskie prawo spółek opiera się na recepcji i ogólnym prawie cywilnym austriackim.

Część prac poświęcona nadzorowi wyraźnie wpisuje się w ramy prawa unijnego, ale oprócz europejskich aktów prawnych uwzględnia również krajową specyfikę Liechtensteinu, Austrii i Niemiec.

Tym samym tokeny i modele biznesowe oparte na tokenach są również analizowane w świetle unijnych aktów prawnych, takich jak MiFIR, MiFID II, CRR, CRD IV, CSDR, EMIR, AIFMD, UCITS, E-Money Directive II, PSD II, MAD/MAR, Prospekt emisyjny, 5. dyrektywa w sprawie przeciwdziałania praniu pieniędzy oraz innych rozporządzeń, dyrektyw, a także rozporządzeń wykonawczych i rozporządzeń

delegowanych. Szczególny nacisk kładzie się na giełdy kryptograficzne i zdecentralizowane miejsca handlu (DEX). Ponadto nacisk zostanie położony na prawo konsumenckie w odniesieniu do żetonów i umów sprzedaży na odległość, z uwzględnieniem VRRRL i dyrektywy w sprawie klauzul. W tym kontekście żetony jako dane lub oprogramowanie, a tym samym jako treści cyfrowe, a tym samym jako towary, są również traktowane bardziej szczegółowo, a podobieństwa do żetonów jako żetony o rzeczywistej wartości lub wirtualne waluty, w przeciwieństwie do fiat money, są przedstawione.

Ponadto, autor stara się wyjaśnić działalność depozytową, transakcje z wykorzystaniem pieniądza elektronicznego i instrumentów finansowych jako statki komunikacyjne w przeciwieństwie do walut wirtualnych. Chociaż jest to przede wszystkim spór prawny, wyjaśniono również bardziej szczegółowo techniczne aspekty technologii księgi rozdzielonej, takie jak łańcuch blokowy jako zdecentralizowana baza danych, żetony i monety, inteligentne umowy, obliczenia agorystyczne, tożsamość samowystarczalna itp. w zakresie, w jakim jest to niezbędne do oceny prawnej; ponadto przedstawiono tło ekonomiczne i wymówki dla lepszej zrozumiałości, które również wpływają na tezy i możliwe zastosowania technologii łańcucha blokowego.

W ten sposób pieniądz elektroniczny powinien być również w sposób zrozumiały rozszyfrowany w odniesieniu do walut kryptograficznych na podstawie odpowiedniego praktycznego przypadku USD-Tether i należy omówić ewentualne ożywienie "klauzuli dzwonka" w pieniądzu elektronicznym.

Niniejszą dyskusję należy rozumieć jako pracę naukową mającą praktyczne znaczenie dla doradztwa w związku z rozpoczynaniem działalności w ramach łańcucha blokowego, reprezentowania przed organami nadzoru, a także ogólnie użyteczne porady, jak uniknąć pułapek w realizacji projektów przedsiębiorczych z prawnego punktu widzenia. W tym kontekście, niniejsza książka jest skierowana do prawników, doradców wewnętrznych, jak również do władz, sądów, naukowców i innych zainteresowanych stron w dziedzinie prawa rynku finansowego i technologii łańcuchów blokowych.

curriculum vitae

Dr. Iur. Josef Bergt.

Data urodzenia: 19.11.1991

Miejsce urodzenia: AT-6179 Ranggen, Tyrol

Josef Bergt jest specjalistą w dziedzinie prawa bankowego i finansowego w Liechtensteinie i Europie, prawa spółek i rynku kapitałowego oraz prawa IT. Posiada szeroką wiedzę specjalistyczną w zakresie ram regulacyjnych rynków finansowych, w szczególności w zakresie technologii rozproszonej księgi popytu (Distributed Ledger Technology - DLT) i jej różnych odmian, takich jak łańcuch blokowy, Directed Acyclic Graphs (DAG), hashgraf, holochain, itp., w tym sprzedaży żetonów i ofert takich jak oferty wstępne monet, imprezy generujące żetony i oferty żetonów zabezpieczających (ICO/TGE/STO). Ponadto Josef Bergt posiada doświadczenie w tworzeniu regulowanych instytucji finansowych i pośredników finansowych, udzielaniu licencji takim instytucjom oraz przygotowywaniu prospektów emisyjnych papierów wartościowych i ich zatwierdzaniu przez właściwy organ nadzorczy. Ponadto posiada doświadczenie w prowadzeniu sporów sądowych w zakresie prawa cywilnego i handlowego. Ponadto posiada on głęboką wiedzę na temat ochrony danych osobowych.

Josef Bergt wchodził w skład zespołu, który wspierał pierwszy prospekt emisyjny tokenów bezpieczeństwa zatwierdzony przez Urząd ds. Rynku Finansowego w Liechtensteinie (FMA) w sierpniu 2018 roku. Josef Bergt jest również zwolennikiem Liechtensteinu "Blockchaining Act" (Token and VT Service Provider Act; TVTG) oraz sceny "Blockchain" w Liechtensteinie. Ponadto, był on również częścią zespołu,

który zaproponował ramy prawne dla dokumentu regulacyjnego dotyczącego żetonów UE za pośrednictwem thinkBLOCKtank asbl. Wreszcie, w ramach swojej działalności prawnej, Josef Bergt zapewnił doradztwo i pomoc prawną dla ponad 250 przedsiębiorstw rozpoczynających działalność i pośredników finansowych, z których część opiera się na łańcuchach blokowych, i w tym kontekście sporządził ekspertyzy i warunki umowne w ramach prawa rynku finansowego, jak również udzielił niezbędnych wyjaśnień prawnych i reprezentował przedsiębiorstwo przed władzami.

Josef Bergt jest nie tylko autorem tekstów naukowych, ale także prelegentem na imprezach międzynarodowych i na uniwersytetach, gdzie przedstawia wgląd w interakcję nowych technologii z istniejącym prawem.

Szkolenie

2019 – 2020	Kurs Intensywny Księgowości, Centrum Kształcenia Zawodowego i Doskonalenia Zawodowego (bzb) Buchs, Kanton St.Gallen
2018 – 2020	Studiował Executive Master of Laws (Corporate, Foundation and Trust Law), University of Liechtenstein.
2018 – 2020	Studiował Executive Master of Laws (prawo bankowe i rynku finansowego), University of Liechtenstein.

2017 – 2019	Studia doktoranckie w zakresie prawa poniżej minimalnego czasu trwania studiów, prywatny uniwersytet UFL w Księstwie Liechtensteinu, Triesen.
05/2018	Intensywny kurs "Corporate Data Protection Officer", Uniwersytet w Liechtensteinie.
2015 – 2016	Cambridge International Legal English (ILEC, Level C1), WIFI Innsbruck.
2015	Dyplom z zakresu prawa w minimalnym czasie trwania studiów, Leopold-Franzens University Innsbruck.

Publikacje

The responsibility of the management and control bodies in the Liechtenstein company limited by shares - in consideration of Swiss and Austrian law, Schulthess Verlag Zürich, 2020, ISBN 978-3-7255-8112-2 (reprint of the dissertation, Private University in the Principality of Liechtenstein, 2019).

Bergt / Esneault / Feldkircher / Nägele, National legal & regulatory framework in selected European countries, Country Analysis Liechtenstein in The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework, thinkBLOCKtank asbl, S 117, Juni 2019.

Cryptocurrencies and block-chain technology in Liechtenstein supervisory law, Regulatory Grey Zone?, Nägele / Bergt in Liechtensteinische Juristen-Zeitung, Issue 2, (LJZ 2/18), s. 63, June 2018.

Retrocesje i wynikające z nich roszczenia wobec szwajcarskich zarządców majątkiem - Odpowiedzialność organów stowarzyszeń w Liechtensteinie za brak dochodzenia roszczeń, Schwärzler / Bergt / Vollrath w Dzienniku Liechtensteinu (LJ), wydanie 33. 1/2017, s. 2, marzec 2017 r.

Połączenie w celu utworzenia Gesellschaft bürgerlichen Rechts, AV Akademikerverlag (ISBN 10: 3639886607, ISBN 13: 978-3639886603), kwiecień 2016 r.

Działalność praktyczna

- | | |
|---------------|--|
| 01/18 – 03/20 | Praktykant w NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Vaduz. |
| 01/18 – 12/19 | Inspektor ochrony danych osobowych NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Vaduz. |
| 01/17 – 12/17 | Stażysta w firmie Schwärzler Attorneys at Law, Schaan. |
| 05/16 – 10/16 | Staż sądowy w książeńym sądzie okręgowym w Vaduz. |
| 01/16 – 03/16 | Staż sądowy w sądzie rejonowym w Telfs. |
| 04/12 – 12/12 | Asystent prawny, kancelaria prawna Dr. Peter Bergt. |

Karta próżności Josefa nr 1:

"Josef, gdzie jesteś?"

*"Gdzieś, gdzieś, coś niesamowitego czeka, aby być znanym."*⁹¹⁹

⁹¹⁹ *Carl Sagan.*

