

RAFAŁ PIETRASZUK*

AMERYKAŃSKI SPÓR O STATUS PRAWNY KRYPTOWALUT, CZYLI O TYM, W JAKI SPOSÓB SEC I CFTC ROZUMIEJĄ KRYPTOWALUTY

1. WSTĘP

Wzrost popularności kryptowalut w Stanach Zjednoczonych zrodził fundamentalne pytanie o to, który federalny organ — Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) czy Komisja do spraw Obrotu Towarowymi Kontraktami Terminowymi (CFTC) — jest właściwy w sprawach nadzoru nad rynkiem kryptowalut. Przewodniczący SEC, G. Gensler, stwierdził, że niektóre kryptowaluty „[...] podlegają przepisom dotyczącym papierów wartościowych i muszą działać w ramach naszego systemu papierów wartościowych”¹. Przewodniczący dodał, że nie ma przy tym znaczenia charakter aktywa, gdyż zarówno token giełdowy, token o stabilnej wartości zabezpieczony papierami wartościowymi, jak i jakikolwiek inny produkt wirtualny zapewniający syntetyczną ekspozycję na bazowe papiery wartościowe — stanowi formę papieru wartościowego². Stanowisko całkowicie przeciwne do powyższego zajął ówczesny komisarz CFTC B.D. Quintenz, który stwierdził, że: „SEC nie ma władzy nad czystymi towarami ani ich systemami obrotu, niezależnie od tego, czy tymi towarami są pszenica, złoto, ropa... lub aktywa kryptograficzne”³.

* Autor jest absolwentem administracji ogólnej oraz administracji skarbowej na UWM; studentem ostatniego roku na kierunku prawo; ORCID: 0000-0001-9797-8782.

¹ G. Gensler: *Remarks Before the Aspen Security Forum (Speech)*, <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-aspen-security-forum-2021-08-03> (dostęp: 14 listopada 2022 r.).

² *Ibidem*.

³ H. Partz: *SEC has no authority over crypto, CFTC commissioner argues*, <https://cointelegraph.com/news/sec-has-no-authority-over-crypto-cftc-commissioner-argues> (dostęp: 14 listopada 2022 r.).

W podobnym tonie wypowiedziała się komisarz CFTC, C.D. Pham, która oceniła działania SEC jako wyraz „regulacji przez egzekwowanie”⁴. Podkreśliła przy tym, że tokeny użytkowe, jak również tokeny wykorzystywane w ramach zdecentralizowanych autonomicznych organizacji nie mogą zostać uznane za papiery wartościowe, wskazując jednocześnie, iż: „Przejrzystość przepisów wynika z przebywania na otwartej przestrzeni, a nie w ciemności”⁵.

Przyjęło się, że klasyfikacja kryptowalut jako papierów wartościowych lub towarów stanowi kluczowy czynnik determinujący zakres kompetencji nadzorczych między SEC i CFTC. Jednakże w świetle praktyki stosowania prawa pojawiają się wątpliwości co do tej kwestii. W konsekwencji amerykańskie prawo papierów wartościowych doświadcza sporu kompetencyjnego między SEC i CFTC o to, który organ jest właściwy w zakresie nadzoru nad rynkiem kryptowalut. Przyczyn podwójnej właściwości należy upatrywać w podwójnej kwalifikacji kryptowalut, które mogą zostać uznane za papier wartościowy lub towar. Celem artykułu jest przedstawienie istoty zaistniałego sporu kompetencyjnego, który jest wynikiem niejasności definicyjnych dotyczących kryptowalut, wraz z objaśnieniem, w jaki sposób organy nadzoru wykreowały swoją właściwość regulacyjną, a następnie ją rozszerzały.

2. DEFINICJA TERMINU „KRYPTOWALUTA” I JEJ UŻYTECZNOŚĆ

Zdefiniowanie pojęcia „kryptowaluta” może początkowo przysporzyć wielu problemów, które w dużej mierze wynikają z niejednolitej siatki terminologicznej używanej w literaturze. W zależności od źródła, z którego czytelnik czerpie informacje, autorzy na określenie, co do zasady, tego samego pojęcia używają różnych terminów, takich jak: „waluta wirtualna”, „waluta cyfrowa”, „cyfrowy zasób wartości”, „aktywo kryptograficzne”, „kryptoaktywo”, „cyfrowe aktywo”, „cyfrowa moneta”, „wirtualny pieniądź” itp.⁶ Nie wszystkie z wymienionych określeń muszą opisywać zjawisko, jakim jest kryptowaluta. Wiele zależy od kontekstu, w jakim używany jest dany termin. Przykładowo, w prawie polskim termin „waluta wirtualna”⁷ nie odnosi się jedynie do kryptowalut. Posiada on znacznie szersze znaczenie, gdyż obejmuje swym zakresem również „waluty” używane jako środek wymiany

⁴ *Statement of Commissioner Caroline D. Pham on SEC v. Wahi*, <https://www.cftc.gov/PressRoom/Speeches-Testimony/phamstatement072122> (dostęp: 14 listopada 2022 r.).

⁵ *Ibidem*.

⁶ W środowisku entuzjastów kryptowalut sformułowano termin „gem”, służący określeniu mało znanych kryptowalut o niskiej kapitalizacji rynkowej, które posiadają potencjał inwestycyjny lub są rażąco niedowartościowane; zob. *Gems*, <https://coinmarketcap.com/alexandria/glossary/gems> (dostęp: 16 lutego 2023 r.).

⁷ Definicja wirtualnych walut została skodyfikowana w art. 2 ust. 2 pkt 26 ustawy z dnia 1 marca 2018 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu (t.j. Dz. U. z 2022 r. poz. 593 ze zm.).

w ramach konkretnej gry komputerowej⁸. Ten odczuwalny brak standaryzacji terminologicznej utrudnia zrozumienie, czym w swojej istocie jest kryptowaluta. Niezrozumienie to jest wzmacniane przez często zrównywanie ze sobą pojęć, takich jak „kryptograficzna moneta” i „token”. Te ostatnie „nie mają własnego łańcucha bloków ani rozproszonej księgi. Budowane są raczej na już istniejących łańcuchach”⁹, posiadają też znacznie większą użyteczność, której przykłady zostaną podane w dalszej części rozważań. Warto też wspomnieć, że regularne śledzenie dyskusji na temat rynku kryptowalut, chociażby na Twitterze, pozwala zaobserwować, że odróżnienie pojęć „token” i „kryptowaluta” zasadniczo nie istnieje, nawet wśród profesjonalistów.

Popularne repozytoria danych o kryptowalutach, takie jak chociażby CoinGecko lub CoinMarketCap, podają informację, że ilość dostępnych na rynku kryptowalut przekroczyła już dziesiątki tysięcy¹⁰. Wrażenie robi nie tylko ich ilość, lecz także charakterystyka, przeznaczenie i przypisywane im funkcjonalności. Kryptowaluta może pełnić funkcję środka wymiany, jednostki rozrachunkowej czy środka tezauryzacji¹¹, przypominając niejako pieniądz fiducyjny. Rozwój kryptowalut nie poprzestał jednak na tak wąskiej użyteczności. Wraz z rozwojem technologii blockchain oraz leżącej u jej podstaw idei zdecentralizowanych finansów wykształciły się kryptowaluty będące nośnikiem prawa do czegoś. Prym na tym polu wiodą wspomniane tokeny. Jak wskazuje D. Szostek, token to „narzędzie technologiczne, w które [...] zostaje wpisane odpowiednie uprawnienie dla dysponenta”¹². Kiedy uprawnienie zostaje połączone z nośnikiem, mówi się wówczas o tzw. tokenizacji, przy czym tokenizować można nie tylko abstrakcyjne uprawnienia, lecz także aktywa świata rzeczywistego, takie jak: złoto, papiery wartościowe czy waluty fiducyjne. Warto zaznaczyć, że poza stablecoinami, które odzwierciedlają wartość walut fiducyjnych, rzadko zdarzają się przypadki tokenizacji aktywów świata rzeczywistego. Większość występujących na rynku tokenów jest używana w ramach zdecentralizowanych aplikacji lub ekosystemów danego łańcucha i nie inkorporuje praw wychodzących poza świat kryptowalut. Funkcjonalność, jaką mogą pełnić tokeny, w pewnym stopniu oddaje pojawiający się często w doktrynie podział na:

⁸ Zob. T. Janicki, N. Kociak-Janicka: *Świadczenie usług wirtualnym świecie*, Prawo i Podatki 2021, nr 4, s. 7.

⁹ M. di Angelo, G. Salzer: *Tokens, Types, and Standards: Identification and Utilization in Ethereum*, IEEE International Conference on Decentralized Applications and Infrastructures (DAPPS) 2020, s. 1, <https://ieeexplore.ieee.org/document/9126009/citations#citations> (dostęp: 16 marca 2023 r.).

¹⁰ CoinGecko podaje, że ich liczba wynosi około 12 tys. (<https://www.coingecko.com/>); z kolei CoinMarketCap podwaja tę liczbę, wskazując, że na rynku dostępnych jest około 23 tys. kryptowalut (<https://coinmarketcap.com/pl/>). Wspomniane serwisy nie podają jednak wyczerpujących danych o potencjalnej ilości kryptowalut, która znajduje się w obiegu. Serwisy, takie jak np. DexScreener (<https://dexscreener.com/>) oraz DexTools (<https://www.dextools.io/app/en>), będące bardziej zaawansowanymi agregatorami danych niż CoinGecko czy CoinMarketCap, pozwalają wysledzić kryptowaluty znajdujące się na bardzo wczesnej fazie rozwoju, które dopiero przebijają się do świadomości miłośników kryptowalut (dostęp: 16 lutego 2023 r.).

¹¹ A. Wiśniewska: *Obszary wykorzystywania walut wirtualnych w działalności przedsiębiorstwa*, Acta Universitatis Nicolai Copernici. Zarządzanie 2018, t. 45, nr 3, s. 9.

¹² D. Szostek: *Blockchain a prawo*, Warszawa 2018, s. 130.

tokeny będące nośnikiem instrumentów finansowych (ang. *security tokens*) oraz tokeny użytkowe, zapewniające dostęp do aplikacji, produktu lub usługi (ang. *utility tokens*)¹³. Przywołana systematyka utraciła jednak swą aktualność. Współcześnie tokeny posiadają znacznie szersze bogactwo zastosowań. Nie są już jedynie aktywami przeznaczonymi do zwykłej spekulacji. Posiadacz tokenów może generować dochód pasywny, na przykład zamykając je w puli stakingowej, gdzie są one wykorzystywane do potwierdzania transakcji w ramach danego łańcucha bloków. Staking to jednak nie jedyna z możliwości ich wykorzystania. Dzięki zdecentralizowanym aplikacjom finansowym, które umożliwiają delegowanie posiadanych kryptowalut do pracy za pośrednictwem puli pożyczkowej lub puli płynności, ich posiadacze mogą zarabiać odsetki z tytułu występowania w roli dostawcy płynności lub pożyczkodawcy. Niektóre tokeny giełdowe (ang. *exchange tokens*) pozwalają swoim posiadaczom zarabiać określony procent od prowizji, które giełda pobiera z tytułu przeprowadzania na niej różnego rodzaju operacji finansowych. Jeszcze innym sposobem wykorzystywania bogatej funkcjonalności tokenów w celach zarobkowych jest możliwość zapisania na tzw. *launchpad*. Jest to proces, w ramach którego zbierane są fundusze na rozwój projektu blockchain. Posiadane tokeny można wymienić w zamian za inne tokeny, które w dniu ich giełdowego debiutu mogą (choć nie muszą) odzwierciedlać wartość wyższą od wniesionego wkładu¹⁴. Ostatnimi czasy zyskują jednak na znaczeniu tokeny zarządzania (ang. *governance tokens*). Pozwalają one ich posiadaczom głosować nad kierunkiem, w którym rozwijany będzie łańcuch bloków lub zdecentralizowana aplikacja¹⁵. W praktyce funkcjonalność wielu tokenów przekracza jedną możliwość zastosowania. Wiele tokenów przypomina hybrydowe instrumenty, które łączą w sobie cechy: *security*, *utility*, *governance*, *exchange tokens*. Z technicznego punktu widzenia kryptowaluty reprezentują ciągi liczb, które nie mają namacalnego istnienia¹⁶. Z tego powodu ich najważniejszą cechą jest programowalność, która pozwala na połączenie różnorodnych funkcjonalności w ramach jednego tokenu. Słusznie więc zauważa P. Opitek, że „poszczególne tokeny różnią się między sobą pod względem ekonomicznym, technologicznym i prawnym”¹⁷.

¹³ *Ibidem* oraz M. di Angelo, G. Salzer: *Tokens...*, *op. cit.*, s. 1.

¹⁴ M. Deer: *What is a crypto launchpad, and how does it work?*, <https://cointelegraph.com/news/what-is-a-crypto-launchpad-and-how-does-it-work> (dostęp: 20 lutego 2023 r.).

¹⁵ Propozycja poddana pod głosowanie może dotyczyć np. tego, czy daną aplikację wdrożyć na innych niż dotychczas łańcuchach bloków w celu zdobycia nowych użytkowników. Zob. *Proposal to Approve Stargate Deployment to BASE, zkSync, Polygon zkEVM and ConsenSys zkEVM*, <https://snapshot.org/#/stgdao.eth/proposal/0xb850477539d006f12feb53c1ef7d1ebc967cb5424a39dd6c6b2da3c57af05695> (dostęp: 27 marca 2023 r.). G. Kondova, R. Barba: *Governance of Decentralized Autonomous Organizations*, *Journal of Modern Accounting and Auditing* 2019, t. 15, nr 9, s. 407.

¹⁶ Zob. C.R. Goforth: *SEC v. Telegram: A Global Message*, *University of Memphis Law Review* 2021, t. 52, s. 26, przyp. 131.

¹⁷ P. Opitek: *Przeciwdziałanie praniu pieniędzy z wykorzystaniem walut wirtualnych w świetle krajowych i międzynarodowych regulacji AML*, *Prokuratura i Prawo* 2020, nr 12, s. 42.

Na poziomie UE zauważalny jest swoisty puryzm terminologiczny wyrażający się w dbałości o jednolitość stosowanej siatki pojęciowej. Instytucje unijne w wydawanych przez siebie raportach i innych opracowaniach od bardzo dawna posługują się pojęciem kryptoaktywów, które oznacza wszystko to, co dotychczas zostało przedstawione w ramach niniejszego tekstu jako kryptowaluta lub token. Unia Europejska poszła jednak znacznie dalej w ograniczaniu chaosu definicyjnego związanego ze zjawiskiem kryptowalut, wydając rozporządzenie w sprawie rynków kryptoaktywów¹⁸. Artykuł 3 rozporządzenia MiCA zawiera katalog definicji legalnych. Definicję kryptoaktywów zawarto w ust. 1 pkt 5 tego przepisu, zgodnie z którym kryptoaktywem jest „cyfrowe odzwierciedlenie wartości lub prawa, które da się przenosić i przechowywać w formie elektronicznej z wykorzystaniem technologii rozproszonego rejestru lub podobnej technologii”. Łatwo dostrzegalnym aspektem tej definicji jest jej szerokość, o czym świadczą sformułowania: „cyfrowe odzwierciedlenie wartości lub prawa” oraz wykorzystanie „podobnej technologii” w celu przenoszenia i przechowywania kryptoaktywów. Pierwsze sformułowanie daje do zrozumienia, że kryptoaktywo to tak naprawdę cyfrowy nośnik dla czegoś, co jest już znane systemowi prawa (np. nośnik prawa majątkowego lub korporacyjnego). Z kolei sformułowanie „podobna technologia” oznacza, że kryptoaktywo występuje nawet poza swoim pierwotnym miejscem powstania, czyli technologią blockchain (np. w ramach innych sieci rozproszonych). Posłużenie się przez ustawodawcę terminami niedookreślonymi służy uwzględnieniu ewolucyjnego charakteru kryptoaktywów. Z czasem niewątpliwie pojawią się nowe ich rodzaje, które staną się nośnikiem „wartości lub praw” albo zostaną zbudowane przy wykorzystaniu „podobnej technologii”. W ten sposób unijny ustawodawca daje wyraz pewnemu futurystycznemu myśleniu, a jednocześnie pragmatyzmowi działania, ponieważ pojawienie się nowych rodzajów kryptoaktywów nie musi wiązać się od razu z koniecznością nowelizacji rozporządzenia z uwagi na jego nieaktualność.

Rozporządzenie MiCA wyróżnia trzy rodzaje kryptoaktywów: tokeny powiązane z aktywami, tokeny będące pieniądzem elektronicznym (e-piennądzem) oraz tokeny użytkowe. Wszystkie one posiadają definicje legalne:

- 1) token powiązany z aktywami oznacza rodzaj kryptoaktywa, który nie jest tokenem będącym pieniądzem elektronicznym i który ma utrzymywać stabilną wartość dzięki temu, że jest powiązany z inną wartością lub prawem bądź ich kombinacją, w tym z co najmniej jedną walutą urzędową (art. 3 ust. 1 pkt 6 MiCA);
- 2) token będący pieniądzem elektronicznym (e-piennądzem) oznacza rodzaj kryptoaktywa, który ma utrzymywać stabilną wartość dzięki temu, że jest powiązany z jedną walutą urzędową (art. 3 ust. 1 pkt 7 MiCA);

¹⁸ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/1114 z dnia 31 maja 2023 r. w sprawie rynków kryptoaktywów oraz zmiany rozporządzeń (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 1095/2010 oraz dyrektyw 2013/36/UE i (UE) 2019/1937 (Dz. Urz. UE L 150 z 2023 r., s. 40); dalej: MiCA lub rozporządzenie MiCA.

- 3) token użytkowy oznacza rodzaj kryptoaktywa, który ma jedynie zapewnić dostęp do danego towaru lub usługi dostarczanych przez jego emitenta (art. 3 ust. 1 pkt 9 MiCA).

Definicja tokena użytkowego raczej nie budzi zastrzeżeń, to jedyny jak dotąd prawnie zdefiniowany w UE rodzaj kryptoaktywa, które nie musi cechować się stabilnością kursu. Pozostałe dwie kategorie kryptoaktywów muszą już taką cechę posiadać. Różnią się natomiast rodzajem aktywa, które odpowiada za nadanie im stabilnej wartości. W przypadku tokena będącego pieniądzem elektronicznym jest to waluta urzędowa państwa, która jest emitowana przez bank centralny lub inny organ kształtujący politykę pieniężną (art. 3 ust. 1 pkt 8 MiCA). Token powiązany z aktywami posiada znacznie większe możliwości zabezpieczenia jego stabilnego kursu. Zabezpieczenie może w nim stanowić nie tylko sama waluta urzędowa, lecz także „inne wartości i prawa”, czyli swoisty „koszyk aktywów”. Wydaje się, że za tokeny powiązane z aktywami należy uznać chociażby algorytmiczne stablecoiny¹⁹, które posiadają stabilną wartość, na przykład 1 dolara amerykańskiego, ale zabezpieczone są przez wartość innych kryptoaktywów²⁰. Przykładem jest algorytmiczny stablecoin TerraUSD (UST), którego wartość równała się wartości dolara amerykańskiego, ale zabezpieczona była przez BTC, USDT, USDC oraz inne kryptoaktywa²¹.

Podsumowując, zdefiniowanie pojęcia „kryptowaluta” jest zadaniem skomplikowanym i pełnym niejednoznaczności, wynikających z różnorodności terminów stosowanych w literaturze, oficjalnych dokumentach czy aktach prawa na określenie tego samego terminu. Na rynku istnieje ogromna liczba kryptowalut, które różnią się nie tylko ilością, lecz także charakterystyką, przeznaczeniem i funkcjonalnościami. Kryptowaluty mogą pełnić różnorodne funkcje, takie jak środek wymiany, jednostka rozrachunkowa czy nośnik prawa do czegoś.

Unia Europejska podejmuje próby standaryzacji terminologii poprzez rozporządzenie MiCA, które definiuje kryptoaktywa jako cyfrowe odzwierciedlenie wartości lub prawa, przechowywane w formie elektronicznej przy użyciu technologii rozproszonego rejestru lub podobnych. To podejście uwzględnia ewolucyjny charakter kryptoaktywów, pozostawiając przestrzeń dla innowacji i nowych rodzajów kryptoaktywów, które mogą pojawić się w przyszłości. Rozwijająca się „definitywna infrastruktura”, taka jak rozporządzenie MiCA, próbuje wprowadzić większą jasność i jednolitość w pojęciach związanych z kryptoaktywami, czyniąc je zarazem integralną częścią systemu prawnego.

¹⁹ Niezwykle wartościową pracę na temat algorytmicznych stablecoinów napisał R. Clemens: *Built to Fail: The Inherent Fragility of Algorithmic Stablecoins*, 11 Wake Forest Law Review, Online 131 (October 2021), <https://ssrn.com/abstract=3952045> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3952045> (dostęp: 28 sierpnia 2023 r.).

²⁰ T. Tomczak: *Ewolucja definicji kryptoaktywów w projekcie rozporządzenia MiCA*, Przegląd Prawa Handlowego 2023, nr 3, LEX/el.

²¹ J. Liu, I. Makarov, A. Schoar: *Anatomy of a Run: The Terra Luna Crash*, Working Paper 2023, nr 31160, s. 10, 12.

3. KRYPTOWALUTY A PRAWO CYWILNE

Zanim rozważania dotyczące kryptowalut zostaną włączone w obszar regulacji prawa amerykańskiego, istotne jest przeprowadzenie analizy tych cyfrowych aktywów z perspektywy cywilistycznej. Brak regulacji dotyczących statusu kryptowalut na gruncie prawa cywilnego wiąże się z koniecznością sięgnięcia do dorobku doktryny, który pomimo młodego wieku badanego zagadnienia obfituje różnorodnością problemów podejmowanych na kartach artykułów i monografii. W doktrynie pojawiło się wiele koncepcji dotyczących przede wszystkim statusu prawnego bitcoina, które jak słusznie zauważa M. Wnęk, „można transponować na zasadzie analogii na zdecydowaną większość pozostałych kryptowalut”²². Wydaje się, że pierwszeństwo w „cywilizowaniu” bitcoina można przypisać K. Zacharzewskiemu, który już w 2014 r. wyraził pogląd, że: „Z perspektywy prawa cywilnego bitcoin jest, pod względem konstrukcji prawnej, przykładem środka symbolizującego prawo podmiotowe, jako najszerszej kategorii obejmującej swoim zakresem m.in. legalny pieniądz, znaki legitymacyjne stwierdzające obowiązek świadczenia (art. 921¹⁵ k.c.), znaki legitymacyjne prawa publicznego (urzędowe, np. dowód osobisty), papiery wartościowe (art. 921⁶ k.c.) oraz zdematerializowane instrumenty finansowe (art. 5 ObrIFinU). Taka najogólniejsza kwalifikacja, jako najmniejszy wspólny mianownik pozwalający na uniwersalne określenie i stypizowanie różnych przykładów powiązania prawa podmiotowego z nośnikiem przez skutki zdarzenia prawnego, zasługuje, jak się wydaje, na powszechniejszą aprobatę. [...] Bez względu jednak na szczegółową kwalifikację, bitcoin spełnia swoje funkcje jako inny niż pieniądz miernik wartości według art. 358¹ § 2 k.c.”²³. Ta ostatnia cecha, choć nie czyni kryptowalut pieniądzem w sensie prawnym, zbliża jednak ich funkcjonalność do roli, jaką w obrocie prawnogospodarczym pełni pieniądz. Pełnienie przez kryptowaluty funkcji innego niż pieniądz miernika wartości oznacza, że kryptowaluty, w drodze wyjątku, mają moc umarzania zobowiązań. Wymaga to jednak zgodnych oświadczeń woli stron, które korzystając z zasady swobody umów, mogą kształtować stosunek prawny co do zasady wedle własnego uznania. Jednakże w razie braku zgodnych oświadczeń woli w tym zakresie wierzyciel, nie przyjmując zapłaty w kryptowalucie, nie popada w zwłokę²⁴.

Kryptowaluty ze swej technologicznej natury są zdematerializowane. Powstały na blockchainie za pomocą kodu programistycznego. Nie posiadają zatem fizycznego desygnatu poza łańcuchem bloków, co czyni je dobrem niematerialnym. Odwrotnie jest w przypadku rzeczy w rozumieniu przepisów kodeksu cywilnego²⁵.

²² M. Wnęk: *Natura prawna kryptowaluty*, Warszawa 2023, Legalis/el.

²³ K. Zacharzewski: *Bitcoin jako przedmiot stosunków prawa prywatnego*, Monitor Prawa Prywatnego 2014, nr 21, s. 1133.

²⁴ M. Wnęk: *Natura...*, op. cit.; K. Zacharzewski: *Bitcoin...*, op. cit., s. 1136–1137.

²⁵ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 1610 ze zm.).

Zgodnie z art. 45 k.c. rzeczami są tylko przedmioty materialne. Zdematerializowany charakter kryptowalut wywiera ten skutek, że w obecnym stanie prawnym nie jest możliwe poddanie obrotu kryptowalutami regułom prawa rzeczowego, gdyż kryptowaluty rzeczami nie są²⁶.

W rozważaniach doktryny można spotkać poglądy, wedle których kryptowaluty stanowią zbywalne prawo majątkowe²⁷, zaś do majątku osoby uprawnionej wchodzi jako wierzytelność. Koncepcja kryptowalut jako wierzytelności, mimo że nie jest doskonała, ma jednak swoje zalety. W literaturze wskazuje się, że uznanie kryptowalut za wierzytelności ułatwiłoby obrót na zasadzie przelewu wierzytelności, na wzór pieniądza bankowego i elektronicznego²⁸, gdzie wierzyciel wydaje dyspozycję dokonania przelewu lub wykupienia pieniądza elektronicznego, zaś bank lub instytucja pieniądza elektronicznego muszą ją wykonać. Ustalenie dłużnika w tym przypadku nie sprawia trudności, czego nie można powiedzieć o systemie Bitcoin. W sytuacji, gdy posiadacz bitcoinów wyda dyspozycję przelewu na inny rachunek, pojawia się pytanie, kto ją wykonuje, skoro system został zaprogramowany jako autonomiczny i zdecentralizowany. Nie ma tutaj centralnego zarządcy w postaci banku. Jedynym podmiotem, którego można uznać za dłużnika, są abstrakcyjnie określani „górnicy bitcoinów”, których zadaniem jest potwierdzanie transakcji w sieci Bitcoin. Należy jednak podkreślić, że zlecający transfer bitcoinów (wierzyciel) i potwierdzający transakcje górnicy (dłużnicy) nie kontaktują się ze sobą, nie znają się, prawdopodobnie nigdy nie mieli ze sobą styczności, a już na pewno nie łączą ich stosunek prawny na wzór umowy rachunku bankowego.

Interesujące stanowisko zajął J. Szewczyk. Autor zaznacza, że „[...] bitcoin nie jest rzeczą, podobnie jak rzecz może być przedmiotem pewnych praw. Natomiast sam w sobie żadnym prawem nie jest. Bitcoin nie jest stosunkiem obligacyjnym, uprawnieniem, nakazem ani zakazem jakiegoś powinno zachowania. Nie jest on przez nikogo emitowany. Jako element rzeczywistości cyfrowej — sfery faktów — nie jest on również prawem majątkowym, podmiotowym, zbywalnym ani żadnym innym. W szczególności, nie jest on prawem podmiotowym względnym, natomiast osoba, która sprawuje władztwo nad bitcoinem, nie jest z tego tytułu wierzycielem”²⁹. Czym zatem, zdaniem powołanego autora, jest bitcoin? Autor stwierdza, że bitcoin jest dobrem cyfrowym oraz dobrem ekonomicznym, które stanowi element „sfery faktów, a nie rzeczywistości normatywnej”, a zatem w świetle prawa cywilnego nie może być zaliczany jako składnik mienia³⁰.

Poglądów na osadzenie kryptowalut w systemie prawa cywilnego jest znacznie więcej. Wśród nich można wskazać na M. Michne, który bitcoin kwalifikuje jako

²⁶ K. Zacharzewski: *Bitcoin...*, op. cit., s. 1133; M. Wnęk: *Natura...*, op. cit.; J. Dąbrowska: *Charakter prawny bitcoin, Człowiek w Cyberprzestrzeni* 2017, nr 1, s. 59.

²⁷ K. Zacharzewski: *Bitcoin...*, op. cit., s. 1133; J. Dąbrowska: *Charakter...*, op. cit., s. 58.

²⁸ M. Wnęk: *Natura...*, op. cit.

²⁹ J. Szewczyk: *O cywilnoprawnych aspektach bitcoina (cz. I)*, *Monitor Prawniczy* 2018, nr 5, s. 247.

³⁰ *Ibidem*.

samoistny (samodzielny) przedmiot świadczenia w stosunku zobowiązaniowym³¹. Niektórzy autorzy oddzielają bitcoin jako jednostkę pieniężną od systemu płatności Bitcoin, przytaczając jednocześnie argumenty na poparcie tez, że system Bitcoin mógłby stanowić utwór, wynalazek lub bazę danych³².

Podczas gdy spór o status prawny kryptowalut w prawie polskim ma wymiar bardziej doktrynalny — w prawie amerykańskim jest to spór kompetencyjny pomiędzy dwiema agencjami. W dalszej części artykułu zostanie omówiona jego istota.

4. DEFINICJA TERMINU *SECURITY* W PRAWIE AMERYKAŃSKIM

Termin *security* został uregulowany w Securities Act z 1933 r.³³ A. Szumański wskazuje, że prawo amerykańskie przyjmuje funkcjonalną (szeroką) definicję papieru wartościowego, która odpowiada pojęciu instrumentu finansowego³⁴. Przepis 15 USC § 77b(a)(1) definiuje pojęcie *security* bardzo szeroko. W katalogu instrumentów uznawanych za *security* mieszczą się nie tylko powszechnie rozpoznawalne instrumenty, takie jak: weksle, akcje, obligacje czy opcje, lecz także wszystkie inne instrumenty, które są powszechnie uznawane za *security* („in general, any [...] instrument commonly known as a »security«”). Instrument może zostać uznany za *security* w dwóch przypadkach; po pierwsze, jeżeli jest on wymieniony w katalogu; po drugie, wskutek istnienia długotrwałej praktyki obrotu, która nadaje mu taki status. Decyzja o tym, czy dany instrument może być uznany za *security* na podstawie „długotrwałej i niebudzącej wątpliwości praktyki”³⁵ handlowej, należy do kompetencji sądów amerykańskich oraz doktryny. To właśnie doktryna prawa wraz z judykaturą dokonują legitymizacji nowych instrumentów finansowych jako *securities*³⁶.

Inną szczególnie ważną częścią federalnych przepisów dotyczących papierów wartościowych jest Securities Exchange Act³⁷ z 1934 r. Wspomniana ustawa, podobnie jak Securities Act, zawiera definicję legalną terminu *security*. Jest ona

³¹ M. Michna: *Bitcoin jako przedmiot stosunków cywilnoprawnych*, Warszawa 2018, s. 45.

³² M. Wnek: *Natura...*, *op. cit.*

³³ 15 U.S.C. § 77, <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2A/subchapter-I> (dostęp: 1 marca 2023 r.).

³⁴ A. Szumański: *Inne dokumenty związane z akcją (bezpośrednio bądź pośrednio)* (w:) *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2006, Legalis/el.

³⁵ M. Romanowski: *Zasada numerus clausus a pojęcie security w prawie amerykańskim — wzmianka* (w:) *System prawa prywatnego*, t. 18, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2016, Legalis/el.

³⁶ *Ibidem*.

³⁷ 15 U.S.C. § 78; dalej: ustawa o obrocie, <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2B> (dostęp: 10 marca 2023 r.).

podobna, choć nie identyczna, z definicją opisywaną wcześniej³⁸. Definicja pojęcia *security*, skodyfikowana w ustawie o obrocie, również zawiera klauzulę wskazującą na funkcjonalne podejście do kwalifikowania instrumentów jako papierów wartościowych. Obecne tam wyrażenie: „każdy instrument powszechnie uznawany za *security*”, daje sposobność, aby zakwalifikować jako papiery wartościowe również te instrumenty, które nie zostały w katalogu wymienione³⁹.

Uregulowane w Securities Act oraz Securities Exchange Act katalogi papierów wartościowych nie wymieniają *expressis verbis* kryptowalut. Ponieważ brak jest jednoznacznej wzmianki o kryptowalutach, nasuwa się pytanie, w jaki sposób SEC, pomimo braku precyzyjnych przepisów nadających Komisji zdolność regulowania rynku kryptowalut, zdołał objąć te aktywa zakresem swojej właściwości. Stało się to możliwe dzięki funkcjonalnej wykładni obowiązującego prawa, w tym wskazanych powyżej ustaw. Jak już wspomniano, katalogowe definicje papierów wartościowych obejmują terminy o określonym, powszechnie akceptowanym znaczeniu (akcje, obligacje, weksle itp.), jak również instytucje bardziej elastyczne i posiadające mniej zdefiniowane parametry. Jedną z nich jest umowa inwestycyjna (ang. *investment contracts*). Dla potrzeb kryptowalut jest ona najważniejszą kategorią *securities*.

5. UMOWA INWESTYCYJNA JAKO SZCZEGÓLNY PRZYKŁAD *SECURITY*

Pojęcie umowy inwestycyjnej zostało, co prawda, wymienione w ustawie wśród innych papierów wartościowych, nie zostało jednak tam zdefiniowane. Rozumienie terminu określa orzecznictwo. W 1946 r. amerykański Sąd Najwyższy w sprawie *SEC v. W.J. Howey* stwierdził, że „umowa inwestycyjna w rozumieniu Securities Act oznacza umowę, transakcję lub plan, w ramach którego osoba inwestuje swoje pieniądze we wspólne przedsięwzięcie i oczekuje zysków wyłącznie z wysiłków promotora lub strony trzeciej”⁴⁰. Współcześnie przyjmuje się, że wypracowana w judykaturze definicja umowy inwestycyjnej stanowi tzw. test Howeya (ang. *Howey test*). Definicja konstytuuje cztery cechy każdej umowy inwestycyjnej; są to:

- 1) pieniężny charakter;
- 2) inwestycja we wspólnym przedsięwzięciu;
- 3) oczekiwanie zysków przez inwestorów;

³⁸ Sąd Najwyższy Stanów Zjednoczonych wskazał, że przepisy obu ustaw należy interpretować jako oznaczające to samo. W orzeczeniu *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332 (1967), SN stwierdził, że Kongres, który uchwalił Securities Act w 1933 r., zatwierdził rok później Securities Exchange Act, zaś definicje *securities* uregulowane w obu aktach są praktycznie takie same. Co więcej, raport Senatu dotyczący prac nad ustawą z 1934 r. zapewnia, że definicja *security* miała być „substantially the same as [that contained] in the Securities Act of 1933”. Zob. U.S. Supreme Court, *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332 (1967).

³⁹ Por. 15 U.S.C. § 78c(a)(10) Securities Exchange Act.

⁴⁰ U.S. Supreme Court, *SEC v. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).

- 4) za przyszlę zyski odpowiadają przedsiębiorcze lub zarządcze wysiłki innych niż inwestorzy osób.

Tak rozumiana umowa inwestycyjna jest pojęciem bardziej ogólnym niż inne, wymienione w ustawach rodzaje papierów wartościowych. W praktyce stosowania prawa jako umowy inwestycyjne kwalifikuje się te instrumenty i transakcje, których nie można łatwo sklasyfikować zgodnie z żadną inną kategorią papieru wartościowego⁴¹. Jeżeli danego aktywa nie można uznać za akcję, obligację, opcję lub inne papiery wartościowe, należy rozważyć, czy rozpatrywane aktywo nie spełnia warunków z testu Howeya. Pozytywna odpowiedź na pytanie, czy inwestycja ma charakter pieniężny, dotyczy wspólnego przedsięwzięcia, a za zyski, których oczekują inwestorzy, odpowiadają promotorzy przedsięwzięcia — oznacza, że należy przyjąć kwalifikację, iż dane aktywa stanowią umowę inwestycyjną. Przyjęcie takiej kwalifikacji stwarza poważne konsekwencje prawne. Po pierwsze, obowiązek dostosowania działalności do reżimu ustaw dotyczących papierów wartościowych, a po drugie, podleganie właściwości regulacyjnej SEC.

6. KRYPTOWALUTY JAKO UMOWY INWESTYCYJNE

Potrzeba oceny kryptowalut przez pryzmat wspomnianego testu powstała już w lipcu 2017 r., kiedy to Komisja wydała specjalny raport⁴² wyjaśniający okoliczności ataku hakerskiego, który został przeprowadzony rok wcześniej. Celem ataku był podmiot istniejący wirtualnie o nazwie „The DAO”⁴³. Oprogramowanie tej zdecentralizowanej autonomicznej organizacji posiadało luki bezpieczeństwa, których wykorzystanie pozwoliło hakerom wyprowadzić z organizacji równowartość około 50 mln USD w kryptowalucie ether (około 1/3 zgromadzonych tam środków)⁴⁴. Organizacja The DAO była zaprogramowana w taki sposób, by wydawać swoim uczestnikom swoiste jednostki uczestnictwa (zwane *DAO tokens*) w zamian za wkłady w postaci kryptowaluty ether. Komisja w raporcie uznała, że tokeny te były papierami wartościowymi i jako takie powinny podlegać przepisom dotyczącym papierów wartościowych⁴⁵. Amerykański nadzorca, kwalifikując wskazane aktywa jako papiery wartościowe, posłużył się argumentacją, która w rzeczywistości była odpowiedzią na pytania z testu Howeya. Można powiedzieć, że SEC w DAO raport

⁴¹ L.J. Crocker: *Investment Contracts under Federal and State Law*, Case Western Reserve Law Review 1966, t. 17, nr 4, s. 1125.

⁴² SEC: *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*, dalej: DAO raport lub raport SEC, <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf> (dostęp: 15 listopada 2022 r.).

⁴³ *Casus „The DAO”* szczegółowo omawiają V. Dhillon i in.: *Zastosowania technologii blockchain*, Warszawa 2018, s. 98.

⁴⁴ *Ibidem*, s. 105.

⁴⁵ DAO raport..., *op. cit.*, s. 1.

stara się wytłumaczyć na przykładzie tokenów DAO, w jaki sposób zamierza w przyszłości używać testu Howeya w odniesieniu do kryptowalut. Komisja podkreśla między innymi, że definicja umowy inwestycyjnej zawiera w sobie cechę elastyczności, toteż jest ona w stanie przystosować się do „niezliczonych i stale ewoluujących schematów opracowanych przez tych, którzy potrafią obietnicą zysku pozyskiwać fundusze od innych”⁴⁶. Akcentuje się w ten sposób, że przy ocenie prawnego charakteru badanego przedmiotu nie ma znaczenia zastosowana terminologia (np. jego nazwa własna). Raport SEC wyraźnie stanowi, że: „Analizując czy coś jest papierem wartościowym, forma powinna zostać porzucona na rzecz substancji, zaś nacisk powinien zostać położony na ekonomiczne realia tej transakcji [...]”⁴⁷.

Test Howeya został wspomniany przez ówczesnego przewodniczącego SEC J. Claytona, w jego przemówieniu przed Senacką Komisją Bankową w sprawie aktywów cyfrowych w lutym 2018 r. Przewodniczący wskazał wówczas, że pozyskiwanie kapitału na rozwój przedsiębiorstwa za pośrednictwem emisji tokenów, w wielu przypadkach, będzie oznaczało wejście pod jurysdykcję SEC oraz ustawę o papierach wartościowych z 1933 r., jako niezarejestrowana oferta i sprzedaż papierów wartościowych⁴⁸. Jeszcze w tym samym roku ówczesny dyrektor Wydziału Finansów Korporacyjnych SEC, W. Hinman, przybliżył nieco, w jaki sposób SEC posługuje się testem Howeya wobec kryptowalut. Wspomniał on, że SEC zwraca uwagę na charakter transakcji, a nie na sprzedawany przedmiot. Hinman argumentował, że: „Samo aktywo cyfrowe to po prostu kod. Ale sposób, w jaki jest sprzedawany — w ramach inwestycji; dla nieużytkowników; przez promotorów rozwoju przedsiębiorstwa — może być, i w tym kontekście najczęściej jest papierem wartościowym — bo świadczy o umowie inwestycyjnej”⁴⁹.

Od czasu publikacji raportu DAO przedstawiciele SEC wydali wiele publicznych oświadczeń, z których wynika, że w ich opinii zdecydowaną większość kryptowalut należy postrzegać jako papiery wartościowe. Pierwsze znaczące odstępstwo od tego stanowiska dotyczyło stwierdzeń, że kryptowaluty, których blockchain charakteryzuje się „wystarczającą decentralizacją”, nie kwalifikują się jako umowa inwestycyjna.

7. KRYTERIUM DECENTRALIZACJI JAKO PRZESŁANKA WYŁĄCZAJĄCA KRYPTOWALUTY

Według stanowiska SEC w przypadku zaistnienia „wystarczającej decentralizacji” kryptowaluty istnieje możliwość, że nie będzie ona kwalifikować się jako

⁴⁶ *Ibidem*, s. 11.

⁴⁷ *Ibidem*.

⁴⁸ J. Clayton: *Chairman's Testimony on Virtual Currencies: The Roles of the SEC and CFTC*, <https://www.sec.gov/news/testimony/testimony-virtual-currencies-oversight-role-us-securities-and-exchange-commission> (dostęp: 15 listopada 2022 r.).

⁴⁹ *Ibidem*.

umowa inwestycyjna. Pod pojęciem „wystarczającej decentralizacji” kryje się, zdaniem Hinmana, taki system zarządzania łańcuchem bloków/aplikacją, w którym posiadacze kryptowalut nie mogą już oczekiwać od promotorów danego przedsięwzięcia wykonywania niezbędnych czynności zarządczych lub przedsiębiorczych⁵⁰. Tytułem przypomnienia należy wskazać, że jedną z przesłanek testu Howeya jest odpowiedzialność innych osób niż inwestorzy za dostarczenie zysków posiadaczom danej kryptowaluty. Na osobach odpowiedzialnych za emisję ciąży więc zobowiązanie podjęcia działań zarządczych i przedsiębiorczych, które umożliwią osiągnięcie zysków. Doprowadzenie danego projektu do stanu „wystarczającej decentralizacji” pozwala wyłączyć ową przesłankę⁵¹. W ten sposób test Howeya zakończy się negatywnym rezultatem, a kryptowaluta nie zostanie uznana za umowę inwestycyjną.

Przykładem „wystarczająco zdecentralizowanych” łańcuchów są, według Hinmana, Bitcoin i Ethereum⁵². Przez długi czas utrzymywano spójne stanowisko, że te kryptowaluty nie stanowią papierów wartościowych ze względu na wymagany poziom decentralizacji łańcucha. Pierwsze poważne odstępstwa od przyjętego stanowiska miały miejsce 9 marca 2023 r. Na stronie internetowej Prokuratora Generalnego Nowego Yorku zamieszczono komunikat prasowy o pozwie skierowanym przeciwko giełdzie kryptowalut KuCoin⁵³, w którym zarzuca się, że firma złamała prawo, sprzedając niezarejestrowane papiery wartościowe. Wśród papierów wartościowych sprzedawanych bez zezwolenia wymienia się, wbrew oświadczeniom SEC, między innymi ethery. Podstawą argumentacji, która doprowadziła do przekwalifikowania etherów, jest zmiana mechanizmu osiągania konsensusu w sieci Ethereum (ang. *consensus mechanism*). Począwszy od 15 września 2022 r., Ethereum przeszło z systemu *proof-of-work* (dowód pracy) na system *proof-of-stake* (dowód stawki)⁵⁴. Dowód pracy opiera się na kopaniu (ang. *mining*), zaś dowód stawki na stakingu (ang. *staking*). Aktualizacja dotyczy sposobu, w jaki użytkownicy są wynagradzani za aktywności, takie jak potwierdzanie transakcji i dbanie o bezpieczeństwo łańcucha bloków. W przypadku dowodu pracy, rozproszone po całym świecie komputery wykorzystują swoją moc obliczeniową w celu rozwiązania kryptograficznej zagadki. Komputer, który rozwiąże ją jako pierwszy, otrzymuje nagrodę

⁵⁰ W. Hinman: *Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)*, <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418> (dostęp: 17 listopada 2022 r.).

⁵¹ „Wystarczająca decentralizacja” oznacza wykonywanie logiki ekonomicznej danego blockchaina zasadniczo za pomocą samowystarczalnych reguł, tj. bez potrzeby istnienia strony trzeciej (centralnych aktorów), której wysiłki są kluczem do sukcesu przedsięwzięcia.

⁵² *Ibidem*.

⁵³ *Attorney General James Continues Crackdown on Unregistered Cryptocurrency Platforms*, <https://ag.ny.gov/press-release/2023/attorney-general-james-continues-crackdown-unregistered-cryptocurrency-platforms> (dostęp: 21 marca 2023 r.).

⁵⁴ Aktualizacja sieci, z którą wiązała się zmiana mechanizmu osiągania konsensusu, nosi nazwę „The Merge”. Szerzej zob. <https://ethereum.org/en/upgrades/merge/#:~:text=The%20Merge%20was%20executed%20on,energy%20consumption%20by%20~99.95%25> (dostęp: 21 marca 2023 r.).

w postaci kryptowaluty⁵⁵. Dowód stawki rezygnuje z kopania na rzecz stakingu, który jest o wiele prostszym i mniej energochłonnym rozwiązaniem. Dowód stawki w istocie przypomina lokatę bankową. Posiadacze kryptowaluty ether blokują swoje ethery w specjalnych pulach stakingowych (ang. *staking pools*). Zgromadzone tam ethery są wykorzystywane do potwierdzania transakcji i zabezpieczania sieci. Posiadacze etherów otrzymują z tego tytułu odsetki generowane za sprawą opłat transakcyjnych⁵⁶.

W pozwie nie pada wprost stwierdzenie, że to właśnie przejście z dowodu pracy na dowód stawki przyczyniło się do przyjęcia odmiennej kwalifikacji prawnej dla etherów. Wiele jednak miejsca poświęcono opisowi tego wydarzenia, wraz ze wskazaniem, że: „Przejście na dowód stawki znacząco wpłynęło na podstawową funkcjonalność i zachęty do posiadania ETH, ponieważ posiadacze ETH mogą teraz czerpać zyski poprzez uczestnictwo w stakingu”⁵⁷. Można więc domniemywać, że to właśnie nowy mechanizm konsensusu sieci przyczynił się do zmiany stratusu prawnego etherów. Należy mieć jednak na uwadze, że pozew został złożony przez nowojorską prokuraturę, i to właśnie ten organ dokonał przekwalifikowania na papier wartościowy. SEC, o czym już była mowa, w wydawanych przez siebie aktach *soft law* utrzymywała, że Ethereum posiada cechę „wystarczającej decentralizacji”, która pozwala wyłączyć kryptowalutę z zakresu prawa papierów wartościowych. W tym świetle stanowiska przedstawione przez oba organy, nowojorską prokuraturę i SEC, są całkowicie ze sobą sprzeczne. Niemniej w ostatnim wystąpieniu przewodniczący SEC zmienił dotychczasowe stanowisko Komisji, stwierdzając, że kryptowaluty oparte na dowodzie stawki są papierami wartościowymi⁵⁸. Prezentowana wypowiedź mogła przyczynić się do zwiększenia wątpliwości interpretacyjnych. Wcześniej przyjmowano, że Ethereum jest „wystarczająco zdecentralizowane”, ponieważ sukces projektu nie zależy od przedsiębiorczych i zarządczych wysiłków jego promotorów. Teraz dokonując prawnej kwalifikacji kryptowaluty, należy wziąć również pod uwagę kryterium techniczne, takie jak mechanizm osiągania konsensusu. Wytyczne SEC, jak na razie, nie precyzują, jaka relacja zachodzi pomiędzy kryterium decentralizacji a mechanizmem osiągania konsensusu. Może wystąpić sytuacja, że dana kryptowaluta, choć oparta na dowodzie stawki, jest również „wystarczająco zdecentralizowana”, gdyż promotorzy przedsięwzięcia oddali zarządzanie w ręce użytkowników danej zdecentralizowanej aplikacji. W takim wypadku

⁵⁵ O kopaniu bitcoinów zob. A.I. Piotrowska: *Bitcoin. Płatnicze i inwestycyjne zastosowania kryptowaluty*, Warszawa 2018, s. 42 i n.

⁵⁶ Zob. D. Szostek: *Blockchain...*, op. cit., s. 44.

⁵⁷ Memorandum of Law — *People v. Mek Global Limited and Phoenixfin PTE Ltd dba KuCoin*, https://ag.ny.gov/sites/default/files/2023.03.09_-_memorandum_of_law_-_people_v_mek_global_limited_and_phoenixfin_pte_ltd_dba_kucoin.pdf (dostęp: 21 marca 2023 r.).

⁵⁸ Ch. Ligon: *SEC Chairman Gensler Suggests Again That Proof-of-Stake Tokens Are Securities: Report*, <https://www.coindesk.com/policy/2023/03/15/sec-chairman-gensler-suggests-again-that-proof-of-stake-tokens-are-securities-report/> (dostęp: 22 marca 2023 r.).

konieczne jest, aby SEC rozstrzygnęła, które czynniki podczas kwalifikacji danej kryptowaluty jako papieru wartościowego będą oceniane wyżej, mechanizm konsensusu czy kryterium decentralizacji.

Od czasu wydania raportu DAO z 2017 r. SEC walczyła o zastosowanie zakonczonych definicji i struktury regulacyjnej do kryptowalut w konsekwentny i spójny sposób. Ostatnie działania wywołały jednak wiele wątpliwości na tym obszarze.

8. KRYPTOWALUTA JAKO TOWAR — WŁAŚCIWOŚĆ CFTC

Kolejną, obok SEC, instytucją uznającą swoją właściwość w sprawie regulacji kryptowalut jest CFTC. W ramach swojej właściwości CFTC jest uprawniona do nadzorowania towarów (ang. *commodities*), których definicja została uregulowana w Commodity Exchange Act (CEA)⁵⁹. Ustawa zawiera obszerny katalog towarów rolnych i odzwierzęcych. Przykładowo wymienia się tam kukurydzę, pszenicę, ryż, bawełnę czy irlandzkie ziemniaki. Katalog towarów nie jest zamknięty, gdyż towarami w ramach CEA są również „[...] wszelkie usługi, prawa i udziały [...], które mogą zostać objęte kontraktami na przyszłe dostawy”⁶⁰. CFTC posiada wyłączną jurysdykcję w odniesieniu do „rachunków, umów i transakcji obejmujących swapy lub umowy sprzedaży towaru z dostawą w przyszłości”⁶¹.

CFTC wykorzystwała działania administracyjne i cywilne w celu rozszerzenia swojej kontroli. Komisja po raz pierwszy ustaliła swoją jurysdykcję nad kryptowalutami w 2015 r., rozpatrując sprawę *Coinflip, Inc., d/b/a Derivabit, and Francisco Riordan*. Określając swoją właściwość, CFTC zastosowała szeroką definicję towaru określoną w CEA i stwierdziła, że zakres tej definicji obejmuje nie tylko bitcoin, lecz także inne kryptowaluty: „Definicja »towaru« jest szeroka [...]. Bitcoin i inne wirtualne waluty są objęte tą definicją i właściwie zdefiniowane jako towary”⁶². CFTC potwierdziło swoją jurysdykcję rok później w sprawie przeciwko giełdzie instrumentów pochodnych na kryptowaluty Bitfinex⁶³. Jurysdykcja organu została potwierdzona przez sąd w sprawie *CFTC v. Patrick K. McDonnell and Cabbage-Tech*⁶⁴. Organ władzy sądowniczej stwierdził, że: „Wirtualne waluty mogą być regulowane przez CFTC jako towar”. Sąd wskazał ponadto, że CFTC może podjąć działania egzekucyjne w zakresie oszustw związanych z kryptowalutami, zarówno

⁵⁹ Commodity Exchange Act of 1936 (7 U.S.C. § 1), <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/1> (dostęp: 22 marca 2023 r.).

⁶⁰ Por. 7 U.S.C. § 1a(9).

⁶¹ Por. 7 U.S.C. § 2(a)(1)(A).

⁶² Sprawa *Coinflip, Inc., d/b/a Derivabit, and Francisco Riordan*, CFTC Docket No. 15–29 (Sep. 17, 2015), s. 3.

⁶³ Sprawa *BFXNA INC. d/b/a BITFINEX*, CFTC Docket No. 16–19 (June 2, 2016), s. 5–6.

⁶⁴ *CFTC v. McDonnell*, 287 F. Supp. 3d 213 (E.D.N.Y. 2018).

na rynku *spot*, jak i kontraktów terminowych⁶⁵. W ramach innej sprawy ustalono, że kryptowaluty bitcoin, ether, litecoin i tether, wraz z innymi aktywami cyfrowymi, „są objęte szeroką definicją »towaru« zgodnie z Commodity Exchange Act”⁶⁶. Kwalifikacja bitcoina i litecoina jako towarów, a nie papierów wartościowych, wydaje się zrozumiała, gdyż SEC wielokrotnie podkreślała, że bitcoin jest „wystarczająco zdecentralizowany”, a co się z tym wiąże, jego sukces nie jest uzależniony od zarządczych i przedsiębiorczych działań grupy osób powiązanych z projektem. Drugą ważną kwestią, która pozostaje w ścisłym związku z kryterium decentralizacji, jest oparcie bitcoina na dowodzie pracy, który zapewnia większy stopień decentralizacji danego łańcucha⁶⁷. Podobnie jest z litecoinem, który również w procesie potwierdzania transakcji wykorzystuje moc obliczeniową komputerów. Wątpliwości budzi natomiast status prawny Ethereum. Funkcjonowanie tego łańcucha na dowodzie pracy skutkowało brakiem kwalifikacji jako papier wartościowy. Jednak zmiana mechanizmu osiągania konsensusu w postaci migracji z dowodu pracy na dowód stawki wiązała się, jak wynika między innymi ze skargi złożonej przez nowojorską prokuraturę, z jednoczesną zmianą kwalifikacji prawnej. Ether stał się z powrotem papierem wartościowym, wchodząc tym samym pod jurysdykcję SEC. Kwalifikacja etheru jako towaru i jurysdykcja CFTC utraciły więc rację bytu. Nie inaczej jest w przypadku kryptowaluty tether, stablecoina, którego emisja odbywa się w warunkach skrajnie scentralizowanych⁶⁸. Ta ostatnia cecha dowodzi, że daleko mu do „wystarczającej decentralizacji”, która jest warunkiem *sine qua non* przyjęcia łagodniejszej kwalifikacji danej kryptowaluty jako towaru.

Działania egzekucyjne podejmowane przez SEC i CFTC, które mają na celu sklasyfikowanie kryptowalut i umieszczenie ich w odpowiednim reżimie ustawowym, powodują niepewność prawną dla podmiotów aktywnie działających na tym rynku. Rezultatem zastanego chaosu definicyjnego stał się pozytywny spór kompetencyjny. Oznacza on sytuację, w której przynajmniej dwa organy — jednocześnie — uważają się za właściwe do prowadzenia postępowania i rozstrzygnięcia konkretnej sprawy⁶⁹. Przy czym obie agencje wywodzą swoją jurysdykcję z odmiennego rozumienia kryptowaluty jako papieru wartościowego albo towaru. Kryptowaluta w ujęciu SEC, jeżeli nie może pochwalić się „wystarczającą decentralizacją” — jest papierem wartościowym, zaś w ujęciu CFTC — towarem. Wydaje się, że kompromis znajduje się w następującej konstatacji: kryptowaluta jest papierem

⁶⁵ *Ibidem*.

⁶⁶ Sprawa *Ifinex Inc.*, CFTC Docket No. 22-05 (Oct. 15, 2021), s. 2.

⁶⁷ Q. Lin, Ch. Li, X. Zhao, X. Chen: *Measuring Decentralization in Bitcoin and Ethereum using Multiple Metrics and Granularities*, <https://arxiv.org/abs/2101.10699> (dostęp: 20 marca 2023 r.).

⁶⁸ Każdy wyemitowany tether powinien być zabezpieczony w stosunku jeden do jednego równoważną kwotą odpowiedniej waluty fiducjarnej utrzymywanej w rezerwach przez spółkę Tether Limited. Por. Tether whitepaper, <https://assets.ctfassets.net/vyse88cgwfbf/5UWgHMvz071t2Cq5yTw5vi/c9798ea8db99311bf90ebe0810938b01/TetherWhitePaper.pdf> (dostęp: 25 marca 2023 r.).

⁶⁹ M. Kowalewski: *Spór o właściwość a spór kompetencyjny w postępowaniu administracyjnym*, *Studia Administracyjne* 2021, nr 2(14), s. 17.

wartościowym, dopóki nie udowodni się, iż jest ona „wystarczająco zdecentralizowana”, gdyż wówczas powinno się ją określać mianem towaru. Podmiot występujący w roli emitenta kryptowaluty, chcąc znaleźć się w reżimie względnie łagodniejszych przepisów niż prawo papierów wartościowych, tj. *Commodity Exchange Act*, zostanie zmuszony wykazać przed SEC, że jego łańcuch bloków potrafi funkcjonować bez przedsiębiorczych i zarządczych działań podejmowanych przez promotorów projektu, ponieważ to właśnie należy rozumieć przez to kryterium. Podając przykłady takich łańcuchów, SEC wielokrotnie wskazywała na Bitcoin i Ethereum⁷⁰. Ostatnio jednak agencja zmieniła swoje zapatrywania wobec Ethereum, wskazując jednocześnie, że oparcie łańcucha bloków na dowodzie stawki powoduje, że nie jest on wystarczająco zdecentralizowany. Niepokojące jest to, że oficjalne wytyczne regulacyjne wydawane przez SEC dla podmiotów działających z branży kryptowalut ani razu nie wspominają o tym, że Komisja, badając, czy dana kryptowaluta jest papierem wartościowym, bierze pod uwagę mechanizm konsensusu jej łańcucha bloków⁷¹. „Regulacja przez egzekwowanie”, jak określiła praktyki SEC komisarz CFTC, C.D. Pham, godzi w postulaty, takie jak pewność i przejrzystość prawa, gdyż jego adresaci dowiadują się o wprowadzonych zmianach dopiero w następstwie podjętych działań egzekucyjnych.

SEC, za pośrednictwem swojego *soft law*, dokonała pewnego wytłumaczenia, w jaki sposób należy rozumieć kryterium „wystarczającej decentralizacji”. W świetle jednak ostatniej zmiany narracji w odniesieniu do Ethereum, w postaci zakomunikowania, że mechanizm konsensu również ma znaczenie, należy zauważyć, że kwestia rozumienia pojęcia „decentralizacja”, a także tego, jaki jej stopień jest zadowalający, pozostaje nierozwiązana. Omawiane pojęcie owiane jest dozą regulacyjnej niepewności z racji swojego ewolucyjnego charakteru, który Komisja zdaje się dopiero zgłębiać. Początkowe pojmowanie decentralizacji było stosunkowo proste. Komisja wskazywała, że projekt jest „wystarczająco zdecentralizowany”, jeżeli jego powodzenie nie zależy od podejmowania zarządczych i przedsiębiorczych działań przez piastunów. Tak rozumiana definicja, którą można uznać za definicję w wersji pierwotnej, pozostawała w zgodzie z testem Howeya, a dokładniej z pytaniem, czy za przyszłe zyski odpowiadały przedsiębiorcze lub zarządcze wysiłki innych niż inwestorzy osób. Jeżeli nie odpowiadają, wówczas mówiło się, że projekt jest „wystarczająco zdecentralizowany”. Wraz z upływem czasu Komisja zaczęła rozszerzać badanie poprzedzające potencjalną kwalifikację kryptowaluty jako papieru wartościowego na kwestie dotyczące technologii, takie jak mechanizm kon-

⁷⁰ Pewną ciekawostką jest to, że w czerwcu 2022 r. zdecentralizowany charakter tej dwójki został podany w wątpliwość w raporcie przygotowanym na potrzeby amerykańskiej agencji zajmującej się obronnością, tj. Defense Advanced Research Projects Agency. Zob. E. Sultanik: *Are Blockchains Decentralized? Unintended Centralities in Distributed Ledgers*, https://assets-global.website-files.com/5fd11235b3950c2c1a3b6df4/62af6c641a672b3329b9a480_Unintended_Centralities_in_Distributed_Ledgers.pdf (dostęp: 13 listopada 2022 r.).

⁷¹ Zob. SEC: *Framework for „Investment Contract” Analysis of Digital Assets*, <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets> (dostęp: 26 marca 2023 r.).

sensu. W ten sposób Komisja włączyła w obszar badania tematykę niezwykle różnorodną i ze swej istoty bardzo zmienną. Nie pozostało to bez konsekwencji dla stosowania prawa. Słusznie zauważa C.R. Goforth, że SEC wykorzystała „stosunkowo krótki test Howeya i rozszerzyła go na ponad trzy tuziny różnych elementów”⁷². Komisja nie sprecyzowała jednak, który ze wskazanych elementów posiada „większą wagę” od reszty, sprawiając, że wytyczne SEC tworzą więcej pytań niż odpowiedzi⁷³. Warto wspomnieć w tym miejscu o licznych opiniach wypowiedzianych przez osoby powiązane z branżą zdecentralizowanych finansów, które w negatywnych słowach odnoszą się do stopnia decentralizacji poszczególnych łańcuchów bloków, jak również samych aplikacji finansowych, których transakcje są zapisywane w rozproszonych księgach tych łańcuchów⁷⁴. Jeden z komentatorów, analizując blockchain Solana, stwierdził, że: „Solana nie jest obecnie tak zdecentralizowana, jak chciałoby wiele osób ze społeczności kryptograficznej, ale z czasem powinna ona stać się bardziej zdecentralizowana”⁷⁵. Od razu nasuwa się pytanie, czy wraz ze zwiększaniem stopnia decentralizacji przez kryptowalutę możliwa jest jej „konvalidacja” jako aktywa, które papierem wartościowym nie jest, choć początkowo za taki zostało uznane z racji niskiego współczynnika decentralizacji. Można też wskazać na odwrotny scenariusz, kiedy kryptowaluta była wystarczająco zdecentralizowana, aby nie zostać zakwalifikowana jako papier wartościowy, ale z czasem utraciła swoją decentralizację; czy wówczas powróci ona do poprzedniego statusu, tj. papieru wartościowego? W przypadku tego ostatniego pytania można odpowiedzieć twierdząco, gdyż tak było z etherem, którego łańcuch bloków początkowo opierał się na dowodzie pracy (wówczas nie było mowy o kwalifikacji jako papierze wartościowym), z czasem jednak zaimplementowano dowód stawki (od tej pory ether stał się papierem wartościowym). Co więcej, sektor kryptowalut, podobnie jak inne gałęzie gospodarki, ma tendencje do koncentracji, przez którą należy rozumieć tzw. ekonomiczną centralizację. Jest to sytuacja, kiedy mniejszość użytkowników kontroluje większość całkowitej podaży danej kryptowaluty, co skutkuje centralizacją zarządzania. Ekonomiczna centralizacja ma swoje przełożenie praktyczne, które jest widoczne przy okazji głosowania nad swego rodzaju uchwałami, w ramach zdecentralizowanych autonomicznych organizacji (DAO). Niektóre DAO mają zakodowaną następującą logikę głosowania: im silniejszy ekonomicznie głosujący, tym większa jest siła jego głosu. Jest to klasyczny wręcz przykład wspo-

⁷² C.R. Goforth: *SEC v. Telegram...*, *op. cit.*, s. 9.

⁷³ *Ibidem*, s. 10.

⁷⁴ W jednym z przeprowadzonych badań autorzy dowodzą, że scentralizowane zarządzanie w, skądinąd, zdecentralizowanej aplikacji jest powszechną praktyką, zaś inwestorzy tego sektora mogą na tym etapie rozwoju technologii jedynie wybierać między wydajnością a decentralizacją; zob. X. Sun, C. Stasinakis: *Decentralization illusion in DeFi: Evidence from MakerDAO*, <https://ssrn.com/abstract=3971791> (dostęp: 26 marca 2023 r.).

⁷⁵ T. Craig: *How Decentralized Is Solana?*, <https://cryptobriefing.com/how-decentralized-is-solana/> (dostęp: 13 listopada 2022 r.).

mnianej ekonomicznej centralizacji, która objawia się w tym, że mniejszość użytkowników kontroluje większość podaży kryptowaluty (np. 70% podaży jest w posiadaniu czterech portfeli (kont))⁷⁶. Interesujące jest jednak to, że cytowany już raport kwestionujący zdecentralizowaną naturę technologii blockchain wskazuje, że: „Bitcoin jest ekonomicznie scentralizowany: w 2020 r. 4,5% posiadaczy Bitcoinów (portfeli) kontrolowało 85% waluty”⁷⁷. SEC powinna zatem jasno określić, co rozumie przez pojęcie „decentralizacja” oraz jaki jej poziom jest wymagany, aby uzyskać wyłączenie.

Pomimo że CFTC ustaliła, iż kryptowaluty są towarami, właściwość agencji nad ich rynkiem ogranicza się do nadzorowania oszukańczych i manipulacyjnych działań w handlu międzystanowym. Nie wszystkie działania o takim charakterze znajdą się jednak w orbicie zainteresowań CFTC. Organ ten reaguje w przypadku, gdy kryptowaluta jest przedmiotem kontraktu *futures*, opcyjnego i swapu na towary. Pewne jest, że CFTC nie posiada kompetencji nadzorczych w odniesieniu do rynków kasowych (ang. *spot*), chyba że na takim rynku ma miejsce oszustwo lub manipulacja. CFTC reguluje również transakcje towarowe z klientami detalicznymi, które są „leveraged, margined or financed”, tak jakby były kontraktami *futures*⁷⁸.

9. DZIAŁANIA EGZEKUCYJNE PODEJMOWANE PRZEZ SEC

Dnia 22 grudnia 2020 r. SEC złożyła pozew przeciwko Ripple Labs Inc. (Ripple), twierdząc, że sprzedaż kryptowaluty XRP firmy Ripple o wartości nominalnej około 1,3 mld USD była niezarejestrowaną ofertą papierów wartościowych. W skardze zarzuca się, że Ripple zbierał fundusze, począwszy od 2013 r., poprzez sprzedaż aktywów cyfrowych znanych jako XRP w niezarejestrowanej ofercie papierów wartościowych dla inwestorów w USA i na całym świecie. Ripple rzekomo rozprowadzał również miliardy XRP w zamian za wynagrodzenie niepieniężne, takie jak praca i usługi animowania rynku. W sprawie zarzuca się również dwóm dyrektorom Ripple osobistą sprzedaż XRP na łączną kwotę około 600 mln USD⁷⁹.

W szczególności SEC twierdzi, że XRP jest papierem wartościowym, którego oferta i sprzedaż mogą być dokonywane wyłącznie na podstawie prospektu emisyj-

⁷⁶ Istnieją mechanizmy głosowania, które niwelują wskazane dysproporcje, respektując tym samym interes mniejszych udziałowców. Co więcej, wraz z upowszechnieniem się DAO należy oczekiwać, że mechanizmy te będą stale rozwijane. Zob. E. Awosika: *Governance Is The Holy Grail For DAOs. Finding the right governance mechanism is critical to the long-term survival of any DAO*, <https://businesstechguides.co/dao-voting-mechanisms> (dostęp: 13 listopada 2022 r.).

⁷⁷ E. Sultanik: *Are Blockchains...*, op. cit., s. 8.

⁷⁸ CFTC: *Final Interpretive Guidance: Retail Commodity Transactions Involving Certain Digital Assets*, 85 FR 37734; 17 CFR Part 1, s. 37736, <https://www.cftc.gov/sites/default/files/2020/06/2020-11827a.pdf> (dostęp: 13 listopada 2022 r.).

⁷⁹ SEC Charges Ripple and Two Executives with Conducting \$1.3 Billion Unregistered Securities Offering, <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-338> (dostęp: 16 listopada 2022 r.).

nego i skutecznego oświadczenia rejestracyjnego. SEC twierdziła, że XRP pozytywnie przeszło test Howeya, tłumacząc w swoim liczącym 71 stron pozwie⁸⁰, co jej zdaniem uczyniło XRP papierem wartościowym:

- 1) „głównym powodem, dla którego ktokolwiek kupił XRP, była spekulacja na nim jako inwestycji”⁸¹;
- 2) „Ripple publicznie oferował i sprzedawał XRP jako inwestycje we wspólne przedsięwzięcie, które obejmowało obietnicę Ripple dotyczącą podjęcia znacznych wysiłków w zakresie przedsiębiorczości i zarządzania, w tym stworzenia płynnego rynku dla XRP, co z kolei zwiększyłoby popyt na XRP, a tym samym jego cenę”⁸²;
- 3) z uwagi na to, że Ripple pozostał największym posiadaczem XRP, inwestorzy zostali zmuszeni przez „realia gospodarcze” do polegania na wysiłkach Ripple w zakresie sukcesu lub porażki inwestycji⁸³.

Argumentacja w sprawie Ripple potwierdza, że analizując, czy kryptowaluta jest papierem wartościowym, SEC niejako porzuca „formę na rzecz substancji”, kładąc nacisk na zbadanie „ekonomicznych realiów transakcji”⁸⁴.

Na uwagę zasługuje, obrona przez Ripple, linia obrony⁸⁵, która skupia się wokół przemówienia wspomnianego już pracownika SEC, W. Hinmana, dotyczącego braku kwalifikacji etheru jako papieru wartościowego⁸⁶. W przemówieniu Hinmana wskazano, że bitcoin i ethereum są postrzegane jako zdecentralizowane na tyle, by SEC nie uznawała ich za papiery wartościowe. Obie kryptowaluty różnią się jednak w zasadniczej kwestii, którą jest ich przedsprzedaż. O ile bitcoin nigdy nie miał przedsprzedaży, o tyle ether został udostępniony szerszej publiczności za pośrednictwem ICO, czyli w ramach swoistej przedsprzedaży. Prawnicy Ripple podnoszą, że zarówno ether, jak i XRP doświadczyły przedsprzedaży, jednakże SEC nigdy nie „ścigała” etheru jako papieru wartościowego. Jest to pewien podwójny standard, bowiem w przypadku etheru jego przedsprzedaż nigdy nie była brana pod uwagę jako czynnik pozwalający uznać ether za papier wartościowy, zaś w przypadku XRP już tak. Wyłapawszy tę nieścisłość, prawnicy Ripple słusznie domagają się udostępnienia im wszelkiej dokumentacji przedstawiającej proces konsultacji między SEC a kluczowymi postaciami i prawnikami Ethereum Foundation. Zapoznanie się z tymi dokumentami może niewątpliwie rzucić światło na sposób wnioskowania Komisji odnośnie do prawnego statusu kryptowalut, a przede wszystkim tego, w jaki sposób nauka amerykańskiego prawa papierów

⁸⁰ Zob. *Complaint in re SEC v. Ripple Labs Inc.*, B. Garlinghouse, C.A. Larsen, Case No. 20-cv-10832.

⁸¹ *Ibidem*, pkt 207.

⁸² *Ibidem*, pkt 213.

⁸³ *Ibidem*, pkt 209.

⁸⁴ Por. przyp. 42.

⁸⁵ *Ripple, czyli XPR się odradza i ma szanse na dalsze wzrosty*, <https://bithub.pl/wiadomosci/ripple-czyli-xpr-sie-odradza-i-ma-szanse-na-dalsze-wzrosty/> (dostęp: 17 listopada 2022 r.).

⁸⁶ W. Hinman: *Digital...*, op. cit.

wartościowych powinna rozumieć decentralizację, która sama w sobie posiada wiele znaczeń, a także cechuje się stopniowalnością⁸⁷. Niesprecyzowanie tego, co SEC rozumie przez pojęcie „decentralizacja”, zostało również dostrzeżone przez obronę Ripple, która podniosła, że SEC wybiórczo posługuje się kryterium ekonomicznej centralizacji. O ile w przypadku bitcoina ten argument — zdaniem SEC — nie ma znaczenia (choć wykazuje on taką centralizację), o tyle w przypadku XRP podkreśla się, że „Ripple nadal kontroluje większość rynku XRP w sposób, w jaki nie robią tego na przykład Ethereum Foundation, Vitalik Buterin czy Joe Lubin”⁸⁸.

Nie sposób omówić wszystkich aspektów sprawy *SEC v. Ripple*, ponieważ nie pozwalają na to ramy niniejszego opracowania, jednakże już na tym etapie można zauważyć, że skarga wywołała efekt domina dla pozwanego. Pozew miał nie tylko niekorzystny wpływ na giełdową wycenę XRP, lecz także skutkował zawieszeniem handlu aktywem przez giełdy podlegające jurysdykcji SEC. Naraził giełdy na procesy sądowe w związku ze sprzedażą niezarejestrowanych papierów wartościowych, a niektórzy z akcjonariuszy Ripple złożyli pozwy, domagając się wykupu inwestycji. Ripple stało również w obliczu pozwów zbiorowych złożonych przez nabywców XRP⁸⁹.

Ostateczny wynik sprawy Ripple, niezależnie od tego, czy doprowadzi do klasyfikacji XRP jako papieru wartościowego, czy też nie, będzie miał znaczące implikacje dla jurysdykcji SEC nad kryptowalutami. Oczekuje się, że zapewni uczestnikom rynku kryptoaktywów długo oczekiwaną przejrzystość co do tego, kiedy aktywa cyfrowe zostaną uznane za papier wartościowy ze wszelkimi tego konsekwencjami.

W lutym 2022 r. SEC ogłosiła zawarcie ugody z firmą prowadzącą platformę pożyczek kryptograficznych, zwaną BlockFi Lending LLC (BlockFi). Przedmiotem sporu były:

- 1) brak rejestracji BlockFi jako firmy inwestycyjnej;
- 2) sprzedaż niezarejestrowanych papierów wartościowych;
- 3) składanie wprowadzających w błąd oświadczeń związanych z oferowanym przez spółkę produktem oszczędnościowym BlockFi Interest Account (BIA).

Komisja ustaliła, że BIA były sprzedawane jako papiery wartościowe, ponieważ oferowany produkt pożyczkowy wykazywał cechy określone przez test Howeya. Po pierwsze, BlockFi obiecywał inwestorom BIA zmienną stopę procentową, która

⁸⁷ B. Bodó, J.K. Brekke, J.H. Hoepman: *Decentralisation in the blockchain space*, Internet Policy Review 2021, nr 10(2).

⁸⁸ M. Kosior: *Ripple chce wiedzieć, dlaczego Ether nie jest papierem wartościowym*, <https://bithub.pl/kryptowaluty/altcoin/ripple-chce-wiedziec-dlaczego-ether-nie-jest-papierem-wartosciowym/> (dostęp: 17 listopada 2022 r.).

⁸⁹ C. Connelly: *SEC's View That Crypto Tokens Are Securities Causes Legal Woes for Ripple*, <https://news.bloomberglaw.com/class-action/secs-view-that-crypto-tokens-are-securities-causes-legal-woes-for-ripple> (dostęp: 17 listopada 2022 r.).

była ustalana okresowo przez BlockFi, w zamian za kryptowaluty pożyczane przez inwestorów, którzy mogli żądać ich zwrotu przez BlockFi w dowolnym momencie. Po drugie, inwestorzy BIA mieli uzasadnione oczekiwania co do uzyskania przyszłych zysków z wysiłków BlockFi w zakresie zarządzania BIA na podstawie oświadczeń BlockFi dotyczących tego, w jaki sposób wygeneruje to zysk na pokrycie odsetek inwestorów BIA. Po trzecie, inwestorzy mieli również uzasadnione oczekiwania, że BlockFi wykorzysta powierzone jej przez inwestorów aktywa w działalności pożyczkowej. Funkcjonowanie podmiotu opiera się na następującym schemacie: inwestorzy pożyczają kryptowaluty BlockFi, firma tworzy z tego produkt pożyczkowy sprzedawany innym podmiotom, zaś sami inwestorzy oczekują terminowych odsetek⁹⁰. W związku z tym, że BIA zostały uznane za papiery wartościowe, BlockFi powinna była zarejestrować swój produkt w SEC. Ustawa przewiduje wyjątki od rejestracji, na przykład jeśli firma oferuje produkt tylko ograniczonej liczbie akredytowanych inwestorów. Tutaj jednak BlockFi sprzedawała BIA szerokiemu gronu konsumentów⁹¹.

Odnosząc się do wprowadzających w błąd oświadczeń związanych z oferowanym przez spółkę produktem BIA, należy wskazać, że BlockFi opublikowała kilka postów na swojej stronie internetowej dotyczących poziomu ryzyka w swoim portfelu pożyczkowym, stwierdzając, że pożyczki instytucjonalne udzielone przez BlockFi cechowały się zwykle poziomem zabezpieczenia wyższym niż wymagany (ang. *overcollateralized*), podczas gdy tylko około 17% z nich mogło charakteryzować się takim zabezpieczeniem⁹². Spółka nie dostarczała pełnych i dokładnych informacji dotyczących ryzyka związanego z BIA⁹³.

W ramach zawartej ugody BlockFi zgodziła się zapłacić karę w wysokości 100 mln USD, zaprzestać oferowania i sprzedaży BIA do czasu rejestracji produktu⁹⁴. Choć *casus* BlockFi stanowi precedens, jest bowiem pierwszym przypadkiem, kiedy SEC wszczęła postępowanie wobec platformy pożyczek kryptograficznych — nie sposób jednak zaprzeczyć, że omawiana sprawa to dopiero początek regulacji spółek świadczących usługi pożyczek w sektorze kryptowalut. Nie wszyscy jednak, nawet w szeregach samej Komisji, zgadzają się na podjęcie wobec BlockFi

⁹⁰ Sprawa *BlockFi Lending LLC*, SEC File No. 3-20758 (Feb. 14, 2022), pkt 2–14. Zob. również: A. McCullough i in.: *Despite BlockFi's \$100 Million Settlement with the SEC for Failing to Register as an Investment Company, BlockFi is Under Fire From Investors*, <https://www.jdsupra.com/legalnews/despite-blockfi-s-100-million-2246263/> (dostęp: 18 listopada 2022 r.).

⁹¹ Sprawa *BlockFi Lendig LLC*..., *op. cit.*, pkt 30.

⁹² Niekonsekwencja w stosowaniu swoistych buforów finansowych i innych norm ostrożnościowych może doprowadzić do takiej sytuacji, jak ta: „Kryptopożyczkodawca BlockFi przygotowuje potencjalne ogłoszenie upadłości ze względu na »znaczącą ekspozycję« na zbankrutowaną giełdę kryptowalut FTX”; K. George: *BlockFi Heading For Bankruptcy As FTX Contagion Spreads*, <https://www.investopedia.com/blockfi-heading-for-bankruptcy-6829259> (dostęp: 18 listopada 2022 r.).

⁹³ Sprawa *BlockFi Lendig LLC*..., *op. cit.*, pkt 22.

⁹⁴ *BlockFi Agrees to Pay \$100 Million in Penalties and Pursue Registration of its Crypto Lending Product*, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-26> (dostęp: 18 listopada 2022 r.).

środki. W oświadczeniu wydanym za pośrednictwem strony internetowej SEC, komisarz H.M. Peirce zakwestionowała, czy zastosowanie przez SEC ram regulacyjnych dotyczących papierów wartościowych do pożyczek kryptograficznych to najskuteczniejszy sposób ochrony konsumentów⁹⁵. Zdaniem komisarz: „[...] trudno jest zrozumieć, w jaki sposób kara cywilna będzie chronić inwestorów”⁹⁶.

Komisja, stosując szeroką definicję papieru wartościowego (umowy inwestycyjnej) na podstawie testu Howeya, rozszerzyła swoją właściwość na sprawy związane z wykorzystywaniem informacji poufnych w obrocie kryptowalutami. Pierwsza w historii sprawa dotyczyła trójki oskarżonych. Pierwszy z nich, menadżer aktywów i produktów inwestycyjnych w Coinbase Global, z racji pełnionych obowiązków posiadał niepubliczne informacje odnośnie do kryptowalut, których listingu w przyszłości miała dokonać Coinbase. Przekazywał je swojemu bratu oraz jego bliskiemu przyjacielowi, którzy nabywali daną kryptowalutę za pośrednictwem innych platform obrotu niż Coinbase na chwilę przed wydaniem oficjalnego ogłoszenia potwierdzającego listing. Wskazuje się, że sprawcy zarobili na insider tradingu co najmniej 1,1 mln USD⁹⁷.

Powód podkreśla, że: „Dzisiejsze zarzuty są kolejnym przypomnieniem, że Web 3.0 nie jest strefą wolną od prawa. [...] Nasze przesłanie z tymi zarzutami jest jasne: oszustwo to oszustwo, niezależnie od tego, czy występuje na blockchainie, czy na Wall Street”⁹⁸. Zasadne jest więc wyczekiwanie kolejnych aktów oskarżenia wobec traderów wykorzystujących informacje poufne. Niewątpliwie brak uznania kryptowaluty za papier wartościowy mógłby stanowić swoisty akt łaski dla insidera, ale czy na długo? Cytowana już komisarz CFTC, C.D. Pham, wskazuje na brak wyczucia SEC w kwalifikowaniu kryptowalut jako papierów wartościowych. Kommentując sprawę *SEC v. Wahi*, stwierdziła, że Komisja uznała za papiery wartościowe tokeny, które z uwagi na ich funkcjonalność nie powinny zostać za takowe uznane⁹⁹.

Istnieją jednak pewne powody do optymizmu, że ramy prawne wykorzystywane przez SEC pozwolą na przeprowadzanie przynajmniej niektórych transakcji bez stosowania federalnych przepisów dotyczących papierów wartościowych, zwłaszcza biorąc pod uwagę publiczne oświadczenia SEC, w tym przemówienie W. Hinmana, w którym wyraża on pogląd, że możliwe jest wyłączenie pewnych grup aktywów spod reżimu ustawy o papierach wartościowych.

⁹⁵ H.H. Peirce: *Statement on Settlement with BlockFi Lending LLC*, <https://www.sec.gov/news/statement/peirce-blockfi-20220214> (dostęp: 18 listopada 2022 r.).

⁹⁶ *Ibidem*.

⁹⁷ Skarga dotycząca *SEC v. I. Wahi, N. Wahi and S. Ramani*, Case No. 22-cv-01009.

⁹⁸ D. Williams: *Three Charged In First Ever Cryptocurrency Insider Trading Tipping Scheme*, <https://www.justice.gov/usao-sdny/pr/three-charged-first-ever-cryptocurrency-insider-trading-tipping-scheme> (dostęp: 18 listopada 2022 r.).

⁹⁹ Por. przyp. 4.

10. DZIAŁANIA EGZEKUCYJNE PODEJMOWANE PRZEZ CFTC

Stwierdzenie, że bitcoin i podobne mu kryptowaluty nie są papierami wartościowymi, pozwoliło zakwalifikować te aktywa jako towary podlegające jurysdykcji CFTC. Początkowe działania egzekucyjne agencji koncentrowały się na klasycznych przypadkach oszustw¹⁰⁰. Sprawy, takie jak: *CFTC v. Dillon Michael Dean and The Entrepreneurs Headquarters Limited*¹⁰¹; *CFTC v. Patrick K. McDonnell and CabbageTech, Corp. d/b/a Coin Drop Markets*; *CFTC v. My Big Coin Pay, Inc.*¹⁰², są na swój sposób fundamentalne, ponieważ nadzorca, zwyciężając w postępowaniach sądowych, określił w ten sposób zakres swojej jurysdykcji.

W pierwszej z wymienionych spraw pozwany Dillon Michael Dean, za pośrednictwem spółki The Entrepreneurs Headquarters Limited, stworzył system oszukiwania klientów, będący w istocie schematem Ponziego. Uczestnicy wspomnianego proceduru, zgodnie z obietnicą, mieli konwertować udostępnione im fundusze na walutę fiducyjną w celu inwestowania w opcje binarne¹⁰³. Zamiast tego pozwani sprzeniewierzyli fundusze swoich klientów (w tym wykorzystując je do płacenia innym klientom, na wzór schematu Ponziego), a następnie, ukrywając sprzeniewierzenie, okłamywali swoich klientów na temat sald ich rachunków¹⁰⁴. Warto nadmienić, że pozwana spółka nie była zarejestrowana jako tzw. CPO (ang. *commodity pool operator*), uchylając w ten sposób obowiązkowi rejestracyjnemu¹⁰⁵.

Sprawa *CFTC v. McDonnell* dotyczyła oszustwa polegającego na sprzedaży dostępu do grup, w których miały znajdować się informacje ułatwiające handel kryptowalutami. Grupy te miały udzielać porad i wskazówek handlowych, takich jak ceny wejścia i wyjścia. Klienci wysyłali pozwanym pieniądze lub wirtualne waluty, a w zamian mieli otrzymać informacje handlowe od rzekomo bardziej doświadczonych traderów¹⁰⁶. Z czasem jednak pozwani zaprzestawali kontaktu z klientami, tym samym sprzeniewierzając ich fundusze¹⁰⁷.

Analizując powyższe sprawy, można odnieść wrażenie o błędności twierdzenia, jakoby CFTC miała jurysdykcję tylko w przypadku spraw, w których dochodzi do oszustwa lub innych manipulacji z udziałem kryptowalutowych instrumentów po-

¹⁰⁰ D. Lucking, V. Aravind: *Cryptocurrency as a Commodity: The CFTC's Regulatory Framework*. *Global Legal Insights*, s. 2, https://www.allenoverly.com/global/-/media/allenoverly/2_documents/news_and_insights/publications/2020/08/global_legal_insights_guide_-_cryptocurrency_as_a_commodity_the_cftcs_regulatory_framework.pdf (dostęp: 17 maja 2023 r.).

¹⁰¹ Skarga dotycząca *CFTC v. Dillon Michael Dean and The Entrepreneurs Headquarters Limited*, Case No. 18-cv-00345; dalej: *CFTC v. Dillon*.

¹⁰² Skarga dotycząca *CFTC v. My Big Coin Pay, Inc.*, Case No. 18-cv-10077-RWZ; dalej: *CFTC v. My Big Coin Pay*.

¹⁰³ *CFTC v. Dillon*, pkt 1.

¹⁰⁴ *Ibidem*, pkt 4.

¹⁰⁵ *Ibidem*, pkt 6, 103.

¹⁰⁶ *CFTC v. McDonnell*, pkt 13.

¹⁰⁷ *Ibidem*, pkt 1.

chodnych. W przedstawionych stanach faktycznych nie występowały instrumenty pochodne, ale jedynie „fizyczne” kryptowaluty. Słusznie więc zauważa N. Cherry, że spór nie musi w istocie dotyczyć kontraktów terminowych na kryptowalutę, wystarczy, aby istniał rynek takich instrumentów. Jeżeli ten wymóg jest spełniony, wówczas właściwa jest CFTC¹⁰⁸. W trzeciej ze spraw, tj. *CFTC v. My Big Coin Pay*, również nie było instrumentów pochodnych. Pozwani oferowali sprzedaż wirtualnej waluty zwanej My Big Coin. Aby pozyskać klientów, składali fałszywe, wprowadzające w błąd twierdzenia dotyczące wartości, użytkowania i statusu handlowego oraz tego, że ich kryptowaluta posiada pokrycie w złocie¹⁰⁹. W sprawie istnieje, co prawda, element oszustwa, ale ponownie brakuje kontraktu terminowego. Zdaniem pozwanych argument o nieposiadaniu przez My Big Coin rynku kontraktów terminowych przesądza o tym, że CFTC nie jest właściwa w niniejszej sprawie. Sąd odwołał się do kilku spraw z przeszłości dotyczących gazu ziemnego, stwierdzając, iż „sądy wielokrotnie odrzucały argumenty, że określony rodzaj gazu ziemnego nie jest towarem, ponieważ ten konkretny rodzaj nie był przedmiotem kontraktu *futures*”¹¹⁰.

Oprócz oszustw i innych działań manipulacyjnych CFTC podejmuje również działania mające na celu uniemożliwić podmiotom działanie bez odpowiedniej rejestracji. Te ostatnie pozostają często w związku z innymi nieuczciwymi praktykami¹¹¹. Przykładowo, giełda kryptowalut Bitfinex, oferująca rynek kasowy, jak również instrumenty lewarowane, przyjmując środki i zlecenia na detaliczne transakcje towarowe, działała jako niezarejestrowany FCM (ang. *futures commission merchant*)¹¹². To samo naruszenie stwierdzono w przypadku giełdy Kraken¹¹³ oraz BitMEX. Skala naruszeń w przypadku tej ostatniej jest jednak znacznie większa niż w odniesieniu do dwóch poprzednich spraw. Wskazuje się, że BitMEX czerpał zyski, nielegalnie oferując lewarowane detaliczne transakcje towarowe, kontrakty *futures*, opcje i swapy. Naruszył również procedury *Know-Your-Consumer* oraz inne przepisy dotyczące przeciwdziałania praniu pieniędzy¹¹⁴.

CFTC zainicjowała również działania egzekucyjne związane ze stablecoinami. W ostatnim kwartale 2021 r. CFTC zajęła się sprawdzeniem rezerw spółek odpowiedzialnych za emisję stablecoina tether (USDT). CFTC zarzuciła wprowadzanie w błąd klientów z USA, że tether utrzymywał wystarczające rezerwy, aby zabezpieczyć każdy ze swoich stablecoinów w stosunku 1:1 równoważną ilością odpowiedniej waluty fiducjarnej oraz że tether będzie przechodził rutynowe, profesjo-

¹⁰⁸ N. Cherry: *CFTC v. My Big Coin Pay: The CFTC's Jurisdiction over Cryptocurrency*, Review of Banking & Financial Law 2019, t. 38, s. 530–531.

¹⁰⁹ *CFTC v. My Big Coin Pay*, pkt 1–2.

¹¹⁰ Cyt. za: N. Cherry: *CFTC v. My Big...*, *op. cit.*, s. 534.

¹¹¹ D. Lucking, V. Aravind: *Cryptocurrency...*, *op. cit.*, s. 4.

¹¹² *Sprawa Ifinex Inc...*, *op. cit.*, s. 2.

¹¹³ *Sprawa Payward Ventures, Inc. (d/b/a Kraken)*, CFTC Docket No. 21–20 (Sep 28, 2021), s. 2.

¹¹⁴ Skarga dotycząca *CFTC v. HDR Global Trading Limited, 100x Holdings Limited, ABS Global Trading Limited, Shine Effort Inc Limited, HDR Global Services (Bermuda) Limited, Arthur Hayes, Ben Peter Delo, and Samuel Reed*, Case No. 20-cv-8132, pkt 2–3.

nalne audyty finansowe, aby wykazać, że utrzymuje 100% rezerw. Chociaż emitent stablecoina utrzymywał, że posiadał wymagane zabezpieczenie płynności, CFTC ustaliła jednak, że niektóre rezerwy tether znajdowały się na rachunkach innych niż rachunki bankowe tether i czasami obejmowały należności i aktywa inne niż waluty fiducjarne. Innymi słowy, tether powinien posiadać pokrycie emitowanych stablecoinów w postaci dolara amerykańskiego w stosunku 1:1, zaś w rzeczywistości zabezpieczenie stanowiły: niezabezpieczone należności, papiery komercyjne, fundusze posiadane przez strony trzecie oraz aktywa inne niż waluty fiducjarne¹¹⁵. CFTC nakazała spółce emitującej stablecoina zapłacić karę pieniężną w wysokości 41 mln USD¹¹⁶.

W przeciwieństwie do najwcześniejszych dni handlu bitcoinami, kryptowaluty i aktywa cyfrowe przyciągnęły teraz uwagę federalnych organów regulacyjnych i podlegają znacznie większej kontroli regulacyjnej. Zarówno CFTC, jak i SEC potwierdzają swoją obecność w sektorze kryptowalut w roli „nocnego stróża”. Obie agencje uznają swoją właściwość jako regulatorów rynku aktywów kryptograficznych. W niektórych sytuacjach konieczna jest większa klarowność, aby rozwiązać wątpliwości co do klasyfikacji kryptowalut jako towarów (podlegających CFTC) czy też papierów wartościowych (podlegających nakazom SEC). Ponadto, nawet w przypadku uzyskania takiej jasności, wciąż pozostaje pytanie, czy SEC i CFTC posiadają wystarczające uprawnienia regulacyjne do skutecznego nadzorowania rynków kryptograficznych i czy konieczne są działania ze strony Kongresu w tym zakresie.

Wskazane instytucje, podejmując działania egzekucyjne wymierzone w uczestników rynku kryptoaktywów, ustalają jednocześnie zakres swojej właściwości. Można zaryzykować stwierdzenie, że z każdą kolejną rozpatrzoną sprawą czy to w postępowaniu administracyjnym, czy przed sądem — zakres jurysdykcji staje się nie tylko coraz szerszy, lecz także bardziej przejrzysty. Ma to niebagatelne znaczenie dla podmiotów prowadzących działalność gospodarczą w sektorze Web 3.0., jak również dla samych konsumentów, którzy jako strona umowy są, co do zasady, ekonomicznie słabsi i mniej doświadczeni. Stąd też ustawodawca przykładą szczególną uwagę do ochrony tej kategorii podmiotów. W rezultacie braku zdecydowanej reakcji Kongresu przejawiającej się uchwaleniem swoistego prawa kryptowalut, ciężar ochrony konsumentów spoczywa na organach, które są „na miejscu”. SEC wspólnie z CFTC, egzekwując już istniejące prawo, jednocześnie tworzy normy powinnego zachowania, których adresatami są podmioty działające w sektorze kryptowalut. Podstawą prawną ich działania są z zasady ustawy regulujące „stary” rynek finansowy. Decyzje podejmowane przez powyższe instytucje w toku stosowania prawa mają znacznie szersze implikacje niż realia rozpatrywanych spraw, odnoszą

¹¹⁵ Sprawa *Tether Holdings Limited, Tether Operations Limited, Tether Limited, and Tether International Limited*, CFTC Docket No. 22-04 (Oct 15, 2021), s. 2.

¹¹⁶ *Ibidem*, s. 10.

się bowiem do szerokiego spektrum uczestników rynku aktywów kryptograficznych, zakazując, nakazując i chroniąc szeroko rozumianą integralność rynków.

11. PODSUMOWANIE

Brak regulacji adresowanych wprost do podmiotów działających na rynku kryptowalut utrudnia nadzór nad tym rynkiem. Zarówno CFTC, jak i SEC starają się „wykreować” swoją właściwość nad tym sektorem, stopniowo rozszerzając jej zakres, niemal z każdą egzekwowaną przez siebie sprawą. Jednakże jest to proces trudny i wymagający pewnej elastyczności w zakresie stosowania prawa, bowiem nowatorska problematyka kryptowalut stwarza konieczność subsumpcji „nowych rynków do starego prawa”. Obowiązująca ustawa o papierach wartościowych ma ponad 85 lat, niewiele młodsza jest ustawa o giełdach towarowych, a przełomowa sprawa, *SEC v. Howey*, ma ponad 70 lat. Sam wiek aktów prawnych nie przesądza o ich dezaktualizacji, jednakże analizując niektóre sprawy, w których przedmiotem sporu są kryptowaluty, należy dojść do konstatacji, iż zastana problematyka stawia wyjątkowe pytania, na które obecne przepisy nie zawsze są w stanie odpowiedzieć. W rezultacie nadzór instytucjonalny nad rynkiem kryptograficznym jest niewystarczający, co prowadzi do potknięć, ułomności i niedoskonałości. W piśmiennictwie podkreśla się, że u podstaw pojawienia się luk w nadzorze nad rynkiem finansowym leży takie czynniki, jak: „Mnogość organów o uprawnieniach nadzorczo-regulacyjnych, [...] brak organu efektywnie koordynującego ich pracę i upoważnionego do wyznaczania nowych kierunków nadzoru i regulacji, [...] w powiązaniu z np. gwałtownym rozwojem nowych technologii i sposobów komunikacji [...]”¹¹⁷. Obserwując spór między SEC i CFTC o pierwszeństwo regulacyjne oraz jego zakres, można stwierdzić, że powyższe wnioski, choć poczynione na gruncie kryzysu finansowego z 2008 r., pozostają nadal aktualne, a cały spór pomiędzy organami jawi się jako zło konieczne, które przyczyni się do wypracowania regulacji mogących sprostać wymaganiom rynku. Na razie jednak oba organy będą egzekwować swoje przepisy oddzielnie, bez nadrzędnego organu nadzoru w wirtualnej przestrzeni walutowej.

BIBLIOGRAFIA

Angelo di M., Salzer G.: *Tokens, Types, and Standards: Identification and Utilization in Ethereum*, „2020 IEEE International Conference on Decentralized Applications

¹¹⁷ W. Kwiatkowski: *Stabilność i bezpieczeństwo systemu finansowego w USA w kilka lat po wejściu w życie ustawy Dodd-Franka*, *Zeszyty Prawnicze* 2017, t. 17, nr 3, s. 117.

- and Infrastructures (DAPPS)”, Oxford 2020, <https://ieeexplore.ieee.org/document/9126009/citations#citations>.
- Awosika E.: *Governance Is The Holy Grail For DAOs. Finding the right governance mechanism is critical to the long-term survival of any DAO*, <https://businesstechguides.co/dao-voting-mechanisms>.
- BlockFi Agrees to Pay \$100 Million in Penalties and Pursue Registration of its Crypto Lending Product, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-26>.
- Bodó B., Brekke J.K., Hoepman J.H.: *Decentralisation in the blockchain space*, Internet Policy Review 2021, nr 10(2).
- CFTC: *A CFTC Primer in Virtual Currencies* (Oct 17, 2017), https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/documents/file/labcftc_primercurrencies100417.pdf.
- CFTC: *Final Interpretive Guidance: Retail Commodity Transactions Involving Certain Digital Assets*, 85 FR 37734: 17 CFR Part 1, <https://www.cftc.gov/sites/default/files/2020/06/2020-11827a.pdf>.
- Cherry N.: *CFTC v. My Big Coin Pay: The CFTC’s Jurisdiction over Cryptocurrency*, Review of Banking & Financial Law 2019, t. 38, s. 530–531.
- Clayton J.: *Chairman’s Testimony on Virtual Currencies: The Roles of the SEC and CFT*, <https://www.sec.gov/news/testimony/testimony-virtual-currencies-over-sight-role-us-securities-and-exchange-commission>.
- Clemens R.: *Built to Fail: The Inherent Fragility of Algorithmic Stablecoins*, 11 Wake Forest Law Review, Online 131 (October 2021), <https://ssrn.com/abstract=-3952045> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3952045>.
- Connelly C.: *SEC’s View That Crypto Tokens Are Securities Causes Legal Woes for Ripple*, <https://news.bloomberglaw.com/class-action/secs-view-that-crypto-tokens-are-securities-causes-legal-woes-for-ripple>.
- Craig T.: *How Decentralized Is Solana?*, <https://cryptobriefing.com/how-decentralized-is-solana/>.
- Crocker L.J.: *Investment Contracts under Federal and State Law*, Case Western Reserve Law Review 1966, t. 17, nr 4, s. 1125.
- Dąbrowska J.: *Charakter prawny bitcoin*, Człowiek w Cyberprzestrzeni 2017, nr 1, s. 59.
- Deer M.: *What is a crypto launchpad, and how does it work?*, <https://cointelegraph.com/news/what-is-a-crypto-launchpad-and-how-does-it-work>.
- Dhillon V. i in.: *Zastosowania technologii blockchain*, Warszawa 2018.
- Gems, <https://coinmarketcap.com/alexandria/glossary/gems>.
- Gensler G.: *Remarks Before the Aspen Security Forum (Speech)*, <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-aspen-security-forum-2021-08-03>.
- George K.: *BlockFi Heading For Bankruptcy As FTX Contagion Spreads*, <https://www.investopedia.com/blockfi-heading-for-bankruptcy-6829259>.

- Goforth C.R.: *SEC v. Telegram: A Global Message*, University of Memphis Law Review 2021, t. 52, s. 9, 26.
- Hinman W.: *Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)*, <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>.
- Janicki T., Kociak-Janicka N.: *Świadczenie usług w wirtualnym świecie*, Prawo i Podatki 2021, nr 4, s. 7.
- Kondova G., Barba R.: *Governance of Decentralized Autonomous Organizations*, Journal of Modern Accounting and Auditing 2019, t. 15, nr 9, s. 407.
- Kosior M.: *Ripple chce wiedzieć, dlaczego Ether nie jest papierem wartościowym*, <https://bithub.pl/kryptowaluty/altcoin/ripple-chce-wiedziec-dlaczego-ether-nie-jest-papierem-wartosciowym/>.
- Kowalewski M.: *Spór o właściwość a spór kompetencyjny w postępowaniu administracyjnym*, Studia Administracyjne 2021, nr 2(14), s. 17.
- Kwiatkowski W.: *Stabilność i bezpieczeństwo systemu finansowego w USA w kilka lat po wejściu w życie ustawy Dodd-Franka*, Zeszyty Prawnicze 2017, t. 17, nr 3, s. 117.
- Ligon Ch.: *SEC Chairman Gensler Suggests Again That Proof-of-Stake Tokens Are Securities: Report*, <https://www.coindesk.com/policy/2023/03/15/sec-chairman-gensler-suggests-again-that-proof-of-stake-tokens-are-securities-report/>.
- Lin Q., Li Ch., Zhao X., Chen X.: *Measuring Decentralization in Bitcoin and Ethereum using Multiple Metrics and Granularities*, <https://arxiv.org/abs/2101.10699>.
- Liu J., Makarov I., Schoar A.: *Anatomy of a Run: The Terra Luna Crash*, Working Paper 2023, nr 31160, s. 10, 12.
- Lucking D., Aravind V.: *Cryptocurrency as a Commodity: The CFTC's Regulatory Framework*, s. 2, 4, https://www.allenoverly.com/global/-/media/allenoverly/2_documents/news_and_insights/publications/2020/08/global_legal_insights_guide_-_cryptocurrency_as_a_commodity_the_cftcs_regulatory_framework.pdf.
- McAvoy D.L., Schmalfeld J.E.: *SEC Hints at Path for Digital Assets to Morph Into Non-Securities*, National Law Review 2022, t. 12, nr 230.
- McCullough A. i in.: *Despite BlockFi's \$100 Million Settlement with the SEC for Failing to Register as an Investment Company, BlockFi is Under Fire From Investors*, <https://www.jdsupra.com/legalnews/despite-blockfi-s-100-million-2246263/>.
- Michna M.: *Bitcoin jako przedmiot stosunków cywilnoprawnych*, Warszawa 2018, s. 45.
- Moszyński M., Stocka A.: *Kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych a model nadzoru nad rynkiem finansowym*, Acta Universitatis Nicolai Copernici. Ekonomia 2008, t. 38.
- Opitek P.: *Przeciwdziałanie praniu pieniędzy z wykorzystaniem walut wirtualnych w świetle krajowych i międzynarodowych regulacji AML*, Prokuratura i Prawo 2020, nr 12, s. 42.

- Partz H.: *SEC has no authority over crypto, CFTC commissioner argues*, <https://cointelegraph.com/news/sec-has-no-authority-over-crypto-cftc-commissioner-argues>.
- Peirce H.H.: *Statement on Settlement with BlockFi Lending LLC*, <https://www.sec.gov/news/statement/peirce-blockfi-20220214>.
- Piotrowska A.I.: *Bitcoin. Płatnicze i inwestycyjne zastosowania kryptowaluty*, Warszawa 2018, s. 42.
- Ripple, czyli XPR się odradza i ma szanse na dalsze wzrosty, <https://bithub.pl/wiadomosci/ripple-czyli-xpr-sie-odradza-i-ma-szanse-na-dalsze-wzrosty/>.
- Romanowski M.: *Zasada numerus clausus a pojęcie security w prawie amerykańskim — wzmianka* (w:) *System prawa prywatnego*, t. 18, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2016, Legalis/el.
- SEC Charges Ripple and Two Executives with Conducting \$1.3 Billion Unregistered Securities Offering, <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-338>.
- SEC: *Framework for „Investment Contract” Analysis of Digital Assets*, <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.
- SEC: *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*, <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.
- Sultanik E.: *Are Blockchains Decentralized? Unintended Centralities in Distributed Ledgers*, https://assets-global.website-files.com/5fd11235b3950c2c1a3b6df4/62af6c641a672b3329b9a480_Unintended_Centralities_in_Distributed_Ledgers.pdf.
- Sun X., Stasinakis Ch.: *Decentralization illusion in DeFi: Evidence from MakerDAO*, <https://ssrn.com/abstract=3971791>.
- Szewczyk J.: *O cywilnoprawnych aspektach bitcoina (cz. I)*, *Monitor Prawniczy* 2018, nr 5, s. 247.
- Szostek D.: *Blockchain a prawo*, Warszawa 2018.
- Szumański A.: *Inne dokumenty związane z akcją (bezpośrednio bądź pośrednio)* (w:) *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2006, Legalis/el.
- Tomczak T.: *Ewolucja definicji kryptoaktywów w projekcie rozporządzenia MiCA*, *Przegląd Prawa Handlowego* 2023, nr 3, LEX/el.
- Web3 Foundation Team: *Less Trust, More Truth: Polkadot's Native Token (DOT) Has Morphed and Is Not a Security. It Is Software*, <https://medium.com/web3foundation/less-trust-more-truth-polkadots-native-token-dot-has-morphed-and-is-not-a-security-b2a8847a70cc>.
- Williams D.: *Three Charged In First Ever Cryptocurrency Insider Trading Tipping Scheme*, <https://www.justice.gov/usao-sdny/pr/three-charged-first-ever-cryptocurrency-insider-trading-tipping-scheme>.
- Wiśniewska A.: *Obszary wykorzystywania walut wirtualnych w działalności przedsiębiorstwa*, *Acta Universitatis Nicolai Copernici. Zarządzanie* 2018, t. 45, nr 3, s. 9.

Wnęk M.: *Natura prawna kryptowaluty*, Warszawa 2023, Legalis/el.

Zacharzewski K.: *Bitcoin jako przedmiot stosunków prawa prywatnego*, Monitor Prawa Prywatnego 2014, nr 21, s. 1133.

Słowa kluczowe: kryptowaluty, SEC, CFTC, dowód stawki, dowód pracy, papiery wartościowe, towary, umowy inwestycyjne, kryterium decentralizacji, test Howeya.

RAFAŁ PIETRASZUK

THE AMERICAN DISPUTE OVER THE LEGAL STATUS
OF CRYPTOCURRENCIES, OR HOW THE SEC
AND CFTC UNDERSTAND CRYPTOCURRENCIES

S u m m a r y

The American legal system is experiencing a competence dispute between the Securities and Exchange Commission (SEC) and the Commodity Futures Trading Commission (CFTC) whose essence boils down to the question of which agency is competent in the supervision of the cryptocurrency market. The dispute is positive, as both agencies recognize their jurisdiction over this market, but the sources and scope of jurisdiction are different. The SEC derives its authority by recognizing cryptocurrencies as securities under the Securities Act of 1933, while the CFTC treats them as commodities under the Commodity Exchange Act of 1934. The jurisdiction of both bodies is not based on the literal wording of the cited legislation. Rather, it results from a functional interpretation of the terms “security” and “commodity”. The analysis of the acts of application of the law issued by the SEC shows that the adopted classification largely violates the postulate of legal certainty, introducing many ambiguities for market participants. The aim of this article is to present the essence of the competence dispute between both agencies and the scope of their supervisory powers, which seem to be expanding with each subsequent case examined by them.

Key words: cryptocurrencies, SEC, CFTC, Proof of Stake, Proof of Work, securities, commodities, investment contracts, decentralization criterion, Howey test.