

Calificarea token-urilor prin raportare la posibilitatea definirii acestora ca fiind security sau utility tokens

Token qualification by assessing whether they can be defined as security tokens or utility tokens

Adina-Mihaela IONESCU¹

Avocat - Baroul Cluj

Simona-Daniela CHIPERI²

Avocat - Baroul Cluj

ABSTRACT

In this paper, the authors set out to analyse all the conditions and current criteria for qualifying tokens as utility tokens or security tokens, with reference to the legislation and case law of the most relevant markets for crypto-asset issuers. Thus, the analysis focuses both on how these types of crypto-assets have been defined in comparative law and on how tokens that simultaneously meet specific characteristics of various categories of crypto-assets will eventually be included in one of them.

The relevance of the operation of qualifying crypto-assets is significant both from the point of view of criminal law (in particular cybercrime) and from the point of view of private law, where the qualification of legal transactions depends on how their object is defined.

KEYWORDS: utility tokens; security tokens; crypto-assets; MiCA Regulation; blockchain; DLT.

REZUMAT

Prin intermediul acestui articol, autorii și-au propus să analizeze toate condițiile și criteriile existente la acest moment în vederea calificării token-urilor ca fiind *utility tokens* sau *security tokens*, prin raportare la legislația și jurisprudența celor mai relevante piețe de desfacere ale emitenților de cripto-active. Astfel, analiza acestora se axează atât pe modalitatea în care aceste tipuri de cripto-active au fost definite în dreptul comparat, cât și pe felul în care token-urile care întrunesc concomitent caracteristici specifice unor categorii eterogene de cripto-active vor fi incluse într-un final în una din acestea.

Relevanța operațiunii de calificare a cripto-activelor este însemnată atât din punct de vedere al dreptului penal (îndeosebi a infracțiunilor informatice), cât și a ramurilor de drept privat, unde calificarea operațiunilor juridice depinde de cum este definit obiectul acestora.

CUVINTE-CHEIE: token-uri utilitare; token-uri de securitate; cripto-active; Regulamentul MiCA; blockchain; tehnologia registrelor distribuite.

¹ Avocat în Baroul Cluj și avocat colaborator în cadrul SCA „IRIMIE, POP, ANDREI”. E-mail: adina.ionescu@ipa.legal.

² Avocat în Baroul Cluj și avocat colaborator în cadrul SCA „IRIMIE, POP, ANDREI” E-mail: simona.chiperi@ipa.legal.

CUPRINS

I. Aspecte introductive	11
II. Calificarea token-ului ca fiind security token sau utility token	12
2.1. Security token. Definiție	12
a. Transferabilitatea	13
b. Negociabilitatea	13
c. Standardizarea	14
d. Comparabilitatea token-ului	14
2.2. Utility token. Definiție	15
2.3. Forma hibridă a token-urilor	16
III. Concluzii	17

I. ASPECTE INTRODUCTIVE

Tehnologia blockchain a avansat în ultimul deceniu în mod accelerat, pe lângă deja clasicele monede virtuale fiind dezvoltate și variante asimilate de cripto-active precum token-urile, care rămân însă nereglementate până în prezent.

Incertitudinea și inexistența unui cadru normativ special dedicat inițiativelor constând în dezvoltarea de cripto-active, precum și controversile existente la nivel european sau internațional în ceea ce privește calificarea unui token, atrag atenția asupra importanței analizei prevederilor legale din multiple ramuri de drept pentru determinarea corectă a naturii juridice a acestora, precum și a consecințelor care pot decurge din aceasta.

Calificarea juridică a unui token prezintă relevanță atât din perspectiva dreptului privat (calificarea corectă a contractelor ce au ca obiect token-uri, răspunderea pentru vicii în cazul emitenților de token-uri etc.), cât și din perspectiva dreptului penal, îndeosebi cu privire la posibilitatea unui token de a deveni obiect al infracțiunii prevăzute la art. 250 C.pen³. În acest sens, menționăm că există o distincție fină între monedele virtuale și monedele electronice, existând inclusiv token-uri asimilate monedelor electronice, acestea reprezentând un *tip de cripto-active al cărui scop principal este de a fi utilizat ca mijloc de schimb și care vizează menținerea unei valori stabile, prin referire la valoarea unei monede fiduciare care are statut de mijloc legal de plată*⁴.

În încercarea adoptării unui cadru legislativ unitar, la nivel european există la acest moment o propunere de reglementare legislativă (MiCA)⁵ din domeniul pieței de cripto-active care încearcă să definească fiecare categorie de token-uri existente, reglementând caracteristicile pe care trebuie să le îndeplinească un token în vederea calificării acestuia ca fiind *token de securitate (în continuare „security token”) sau token utilitar (în continuare „utility token”)*. Deși această reglementare nu este încă în vigoare, reprezintă un punct de pornire important în orice încercare de analiză și calificare a unui token, intenția legiuitorului european fiind tocmai aceea de a reduce în mod semnificativ complexitatea, precum și sarcinile administrative și financiare pentru toate părțile interesate, cum ar fi furnizorii de servicii, emitenții, consumatorii și investitorii.

Întrucât a ridicat multiple semne de întrebare de-a lungul timpului, atât în practica juridică din Uniunea Europeană cât și în cea din Statele Unite ale Americii, analiza din prezentul material privește distincția dintre

³ Art. 250: Efectuarea de operațiuni financiare în mod fraudulos

(1) Efectuarea unei operațiuni de retragere de numerar, încărcare sau descărcare a unui instrument de monedă electronică ori de transfer de fonduri, valoare monetară sau *monedă virtuală* (s.n.), prin utilizarea, fără consimțământul titularului, a unui instrument de plată fără numerar sau a datelor de identificare care permit utilizarea acestuia, se pedepsește cu închisoarea de la 2 la 7 ani.

(2) Cu aceeași pedeapsă se sancționează efectuarea uneia dintre operațiunile prevăzute în alin. (1), prin utilizarea neautorizată a oricăror date de identificare sau prin utilizarea de date de identificare fictive.

(3) Transmiterea neautorizată către altă persoană a oricăror date de identificare, în vederea efectuării uneia dintre operațiunile prevăzute în alin. (1), se pedepsește cu închisoarea de la unu la 5 ani.

⁴ A se vedea în acest sens art. 4 alin. (2) din Propunerea de Regulament al Parlamentului European și al Consiliului privind piețele cripto-activelor și de modificare a Directivei (UE) 2019/1937 (MiCA).

⁵ Propunerea de Regulament al Parlamentului European și al Consiliului privind piețele cripto-activelor și de modificare a Directivei (UE) 2019/1937 (MiCA).

un *security token* (privit ca valoare mobilă/instrument financiar) și *utility token*. Ne referim aici în principal la token-urile hibride, care îndeplinesc criteriile specifice ambelor categorii de token-uri și sunt cel mai frecvent întâlnite pe piața cripto-activelor.

II. CALIFICAREA TOKEN-ULUI CA FIIND SECURITYTOKEN SAU UTILITYTOKEN

2.1. Security token. Definiție

Pentru a califica un token ca fiind un *security token* – ce atrage incidența și aplicabilitatea regimului juridic al valorilor mobiliare (*securities*) – există două posibile seturi de criterii a căror îndeplinire trebuie verificată, dezvoltate în Statele Unite ale Americii și la nivelul Uniunii Europene.

Astfel, pentru a stabili dacă suntem sau nu în prezența unui *security token*, în SUA se aplică *testul Howey*⁶ prin care se verifică următoarele: dacă (i) este vorba de o investiție în bani; (ii) într-o companie; (iii) cu previziunea de a obține profit; (iv) doar datorită eforturilor altora. Acest test urmărește să distingă elementele economice esențiale ale activităților de investiții și se aplică în mod flexibil tuturor „*schemelor concepute de cei care urmăresc utilizarea banilor altora pe baza promisiunii de profit*”.

Într-adevăr, ori de câte ori profiturile ce pot rezulta dintr-o investiție provin de pe urma unor eforturi semnificative ale altora (îndeosebi ale celor care au pus la dispoziție valoarea mobilă respectivă sau care îmbunătățesc ecosistemul din jurul acesteia), iar nu a celui care a realizat investiția, devine indispensabilă existența unui prospect care să aducă la cunoștința publicului potențial investitor riscurile pe care le prezintă afacerea respectivă și care sunt consecințele pe care le poate naște investiția lor. În alte cuvinte, tocmai în aceste situații, este necesară existența unui prospect care să conțină informații esențiale despre proiectul de investiție, astfel cum este un *security token*⁷.

În conformitate cu reglementările din SUA privind valorile mobiliare, odată ce un emitent lansează și oferă publicului un *security token* ce îndeplinește cele patru criterii enumerate anterior, înregistrarea unui prospect la Comisia pentru valori mobiliare și asigurări – *Securities and Exchange Commission* (SEC) – este imperios necesară.

Din perspectiva SEC, care a reafirmat în tot cursul anului 2022 faptul că protecția investitorilor rămâne în prim-planul misiunii sale, marea majoritate a token-urilor existente în acest moment pe piață ar ajunge să fie calificate drept valori mobiliare și, respectiv, contracte de investiție astfel cum sunt acestea definite de *testul Howey*. Întrucât sancțiunile sunt extrem de severe în cazul în care legislația în materia valorilor mobiliare nu este respectată de emitenții token-urilor, piața din SUA – deși extrem de ofertantă din perspectiva plajei largi de consumatori și investitori existenți – reprezintă în acest moment o piață de desfacere destul de rigidă și riscantă pentru emitenții de token-uri, care deși nu doresc să pună la dispoziția publicului valori mobiliare/contracte de investiție, produsul dezvoltat de aceștia este supus unui risc major de a fi calificat ca atare de către autoritățile competente.

În plus, consecințele îndeplinirii condițiilor din *testul Howey* și a calificării unui token ca fiind o valoare mobilă se întind dincolo de emitenții acestuia. Tot în îndeplinirea scopului său de a proteja posibilitățile investitorilor, SEC a constatat că promovarea în spațiul public și pe rețelele de socializare a unor cripto-actiive ce reprezintă valori mobiliare, de către persoane publice care nu dezvăluie care a fost contraprestația primită pentru promovare, reprezintă o încălcare a legilor federale ce reglementează promovarea valorilor mobiliare⁸.

Raportat la legislația aplicabilă în Uniunea Europeană⁹ însă, există patru criterii prin care se definește o valoare mobilă: (i) transferabilitatea, (ii) standardizarea, (iii) negociabilitatea pe piața de capital și faptul

⁶ Curtea Supremă de Justiție a Statelor Unite ale Americii a creat acest „test” în cauza *Securities and Exchange Commission (SEC) c. W. J. Howey Co.*, 1946.

⁷ A se vedea în acest sens, P. Hacker, C. Thomale, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, în *European Company and Financial Law Review*, 2018, pp. 645-696.

⁸ Declarația de presă a SEC referitoare la acest caz este disponibilă online la adresa: <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-183> (14.01.2023).

⁹ Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de abrogare a Directivei 2003/71/CE

că (iv) valoarea emisă trebuie să fie comparabilă cu o listă de exemple similare (cum este, spre exemplu, cazul acțiunilor sau obligațiunilor)¹⁰.

Având în vedere consecințele ce derivă din vânzarea de valori mobiliare în UE fără un prospect (fapta constituind contravenție sancționabilă cu amenda și potrivit legislației din România¹¹), cea mai importantă întrebare care se pune atât pentru emitenți, cât și pentru cumpărători este dacă un token se încadrează ca *security* în conformitate cu regulamentele UE care solicită un prospect pentru tranzacționarea valorilor mobiliare. În general, după cum am explicat anterior, această întrebare își găsește răspunsul în legislația UE, printre altele, prin compararea caracteristicilor titlurilor emise cu o listă de valori mobiliare similare (cum ar fi acțiuni, obligațiuni etc.). Prin urmare, calificarea token-urilor va depinde de caracteristicile exacte ale token-urilor respective, iar nu doar de intenția emitentului acestora.

a. Transferabilitatea

În primul rând, în conformitate cu prevederile din Regulamentul UE privind prospectul¹² care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, dispozițiile acestuia se aplică numai unităților emise (în cazul nostru, al token-urilor) care sunt *transferabile*. În acest context, însă, transferabilitatea înseamnă doar că unitățile pot fi cedate unei alte persoane. Având în vedere că token-urile pot fi tranzacționate, în general, pe piețe secundare, acestea sunt de obicei transferabile.

Pentru a evita întrunirea condiției transferabilității, *ergo* aceea ce ar conduce la calificarea unui token ca fiind o valoare mobilă, în cazul în care contractual token-ul este acompaniat de limitări tehnice ale transferului de proprietate care fac cesiunea token-ului imposibilă către terți, se poate concluziona că token-ul respectiv nu este transferabil și nu intră sub incidența Regulamentului UE privind prospectul. Un exemplu în acest sens ar fi o implementare care leagă exercitarea drepturilor care derivă din acel token de identificatorul unic al cumpărătorului inițial pe blockchain. În acest sens, în măsura în care, de exemplu, token-ul este fix (non-transferabil) pe blockchain de la momentul cumpărării și până la momentul ultimei etape de finanțare, token-ul nu va mai putea fi calificat ca valoare mobilă.

b. Negociabilitatea

Criteriul negociabilității, ce trebuie îndeplinit pentru ca un token să fie considerat valoare mobilă, urmărește ușurința cu care poate fi transferat dreptul de proprietate asupra token-ului (de aceea se consideră că negociabilitatea este o condiție intrinsecă a transferabilității).

Comisia Europeană a oferit un ghid în ceea ce privește interpretarea conceptului de negociabilitate. Conform acestui document¹³, cât timp token-urile sunt tranzacționate pe o piață reglementată sau MTF (sistem multilateral de tranzacționare), acest fapt indică întrunirea condițiilor necesare pentru a fi considerate valori mobiliare. Evident, la acest moment, token-urile nu sunt tranzacționate pe o piață reglementată, ele sunt tranzacționate pe platformele de tranzacționare de cripto-active, fie acestea centralizate (CEX) sau descentralizate (DEX). Totuși, chiar și așa, conceptul de piață reglementată nu este definit în Regulamentul UE privind valorile mobiliare¹⁴, drept urmare Comisia a arătat că aceasta reprezintă „*un concept larg de natură să includă toate contextele în care interesele de vânzare/cumpărare de securities se întâlnesc*”.

¹⁰ A se vedea și P. Hacker, C. Thomale, *op. cit.*, pp. 645-696.

¹¹ Legea nr. 24/2017 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață, publicată în M. Of. nr. 213 din 29 martie 2017.

¹² Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de abrogare a Directivei 2003/71/CE

¹³ Ghidul este disponibil online la adresa: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf (10.02.2023).

¹⁴ Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de abrogare a Directivei 2003/71/CEText cu relevanță pentru SEE.

Prin urmare, faptul că token-urile sunt tranzacționate pe platformele centralizate sau descentralizate reprezintă un indiciu că acestea întrunesc condiția negociabilității, deși această piață nu este una reglementată la acest moment.

c. Standardizarea

În ceea ce privește token-urile, lipsa de standardizare ar putea, la o primă vedere, să constituie o problemă, deoarece token-urile existente în momentul de față pot prezenta multiple diferențe din perspectiva utilității ori/și a implementării tehnice. Cu toate acestea, acest lucru nu înseamnă neapărat că token-urile sunt insuficient standardizate; mai degrabă, ar trebui cuantificat nivelul de standardizare, pentru a se putea statua ulterior în ce măsură acest criteriu este îndeplinit.

Art. 4 alineatul (1) punctul 18 din Directiva 2014/65/UE¹⁵ privind piețele instrumentelor financiare nu instituie niciun criteriu referitor la care ar trebui să fie nivelul de abstractizare al valorilor mobiliare pentru a fi calificate ca atare. Chiar și acțiunile, simbolul valorilor mobiliare, se prezintă în mai multe clase diferite (de exemplu, acțiuni la purtător, acțiuni preferențiale, acțiuni nominative etc.). Prin urmare, ceea ce se solicită în mod obișnuit este doar fungibilitatea în cadrul unei clase de acțiuni, adică posibilitatea și capacitatea acestora de a fi înlocuite între ele, în interiorul clasei respective.

În esență, faptul că majoritatea token-urilor sunt tranzacționate în mod activ pe platforme de tranzacționare atestă negociabilitatea și standardizarea acestora pe piețele de capital. Cu excepția cazului în care obstacolele tehnice sunt implementate în mod intenționat pentru a împiedica tranzacționarea lor, sau în cazul în care acordurile cu investitorii fac ca un anumit token să fie deosebit de eterogen din punct de vedere al creanțelor și drepturilor pe care le încorporează, token-urile care urmăresc obținerea de profit îndeplinesc, prin urmare, criteriul de negociabilitate al definiției titlurilor de valoare în temeiul regulamentului UE privind prospectul.

d. Comparabilitatea token-ului

În mod obișnuit, token-urile nu reprezintă acțiuni sau obligațiuni, care sunt esențialmente comparabile și înlocuibile între ele (acțiunile sunt emise în schimbul unei participații la capitalul unei entități, iar obligațiunile, la rândul lor, sunt titluri cu venit fix care nu conferă o cotă de participare la capitalul social al entității emitente. Ele constau în creanțe pur financiare față de societatea emitentă, de obicei tranzacționabile pe piețele de capital).

Acest lucru se datorează faptului că token-urile nu au, de obicei, o obligație de rambursare în ceea ce privește cripto-actiunile investite (principalul) plus dobânda. În cele din urmă, în general, acestea nu dau dreptul deținătorilor de token-uri să achiziționeze sau să vândă alte valori mobiliare și nici dreptul la o eventuală decontare a acestora în numerar.

Acesta este și motivul pentru care token-urile se diferențiază de monedele electronice. Mai exact, potrivit art. 4 alin. (1) lit. f) din Legea nr. 210/2019¹⁶, moneda electronică este „o valoare monetară stocată electronic în scopul efectuării de operațiuni de plată, fiind acceptată de alte persoane decât emitentul de monedă electronică”. Monedele electronice sunt definite inclusiv la art. 181 alin. (3) C.pen., prin acestea înțelegându-se „valoarea monetară stocată electronic, inclusiv magnetic, reprezentând o creanță asupra emitentului, emisă la primirea fondurilor în scopul efectuării de operațiuni de plată și care este acceptată de o persoană, alta decât emitentul de monedă electronică”.

De asemenea, cu toate că moneda electronică nu este emisă în mod exclusiv de către autorități sau instituții publice ale statului, activitatea de emisie de monedă electronică poate fi desfășurată doar de o categorie limitată de entități juridice, prevăzute în mod exhaustiv la art. 2 alin. (1) lit. a) din Legea nr. 210/2019.

¹⁵ Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE (reformare).

¹⁶ Legea nr. 210/2019 privind activitatea de emisie de monedă electronică, publicată în M.Of. nr. 914 din 13.11.2019.

Pe de altă parte, moneda virtuală este definită de Directiva 2019/713/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 17 aprilie 2019 privind combaterea fraudelor și a contrafacerii în legătură cu mijloacele de plată fără numerar ca fiind „o reprezentare digitală de valoare care nu este emisă sau garantată de o bancă centrală sau de o autoritate publică, nu este în mod obligatoriu legată de o monedă instituită legal și nu deține statutul legal de monedă sau de bani, dar este acceptată de către persoane fizice sau juridice ca mijloc de schimb și poate fi transferată, stocată și tranzacționată în mod electronic”. Această definiție legală o regăsim în dreptul intern la art. 181 alin. (4) C.pen. și art. 2 lit t¹) din Legea nr. 129/2019¹⁷.

Diferența dintre moneda electronică și moneda virtuală este reprezentată așadar de faptul că monedele electronice reprezintă mijloace de plată emise doar de către entități autorizate, fiind general acceptate pentru achiziționarea de bunuri sau servicii. În schimb, monedele virtuale pot reprezenta doar un mijloc de schimb și doar dacă sunt acceptate ca atare de către cealaltă parte contractantă (e.g. un comerciant ori o persoană fizică)¹⁸.

În MiCA se face trimitere inclusiv la noțiunea de „token asimilat monedei electronice” ca fiind un „tip de cripto-active al cărui scop principal este de a fi utilizat ca mijloc de schimb și care vizează menținerea unei valori stabile, prin referire la valoarea unei monede fiduciare care are statut de mijloc legal de plată”. Nici security tokens și nici utility tokens nu se subsumează acestei categorii, categorie ce vizează monedele virtuale stabile (non-volatile) precum USDC, USDT etc.

Concluzionând, cât timp token-ul nu poate fi asimilat acțiunilor sau obligațiunilor, neoferind drepturi sau creanțe deținătorilor lor față de societatea emitentă, acesta nu va îndeplini toate condițiile unui security și nu va putea fi încadrat ca fiind o valoare mobilă, deși adesea vor putea exista diverse forme hibride de token-uri care au atât o componentă investițională, cât și una utilitară, pe care le vom analiza în cadrul unui subcapitolului următor.

2.2. Utility token. Definiție

Pentru ca un token să fie considerat ca fiind un veritabil utility token, este necesar ca scopul acestuia să se limiteze la a asigura accesul la un anumit serviciu/un bun/o aplicație specifică ce aparține emitentului token-ului, nefiind destinat ca mijloc de plată¹⁹.

Altfel spus, termenul de utility token este utilizat pentru a identifica token-uri ce au o utilitate intrinsecă pentru un bun sau un serviciu, oferind uneori anumite recompense pentru a stimula anumite comportamente dezirabile pentru emitent, pe platforma sa²⁰.

Unul din cele mai populare utilizări ale acestor cripto-active este cea de alternativă de finanțare la serviciile de finanțare participativă (*crowdfunding*), cu precădere pentru proiecte aflate în faza incipientă, deoarece reprezintă o modalitate de finanțare care nu diluează drepturile acționarului²¹.

Mai precis, dacă în cazul finanțării participative clasice, o entitate pune la dispoziție investitorilor un număr de acțiuni în schimbul unor sume de bani, diluându-și astfel drepturile în propria companie, în cazul în care sunt folosite *utility tokens*, investitorii primesc doar acces la anumite bunuri/servicii/aplicații fără ca drepturile emitentilor în cadrul propriei companii să fie diminuate. Scopul *utility tokens* nu este acela de a asigura un flux de numerar pentru emitentul său, ci mai degrabă de a permite investitorilor utilizarea unui întreg ecosistem bazat pe blockchain.

¹⁷ Legea nr. 129/2019 pentru prevenirea și combaterea spălării banilor și finanțării terorismului, precum și pentru modificarea și completarea unor acte normative, publicată în M.Of. nr. 589 din 18.07.2019.

¹⁸ G. Zlati, *Tehnologia blockchain, monedele virtuale și dreptul penal*, în *Penalmente Relevant*, nr. 1/2021, pp. 21-22.

¹⁹ Pentru o analiză succintă a principalelor caracteristici ale unui *utility token*, a se vedea: B. Nibley, *What is a utility token?*, material disponibil online pe pagina <https://www.sofi.com/learn/content/what-is-a-utility-token/> (10.02.2023).

²⁰ W. A. Kaal, *Securities vs. Utility tokens*, Legal Studies Research Paper, nr. 22/15, 2022, p. 8.

²¹ A. M. Nistoroiu, *Ofertele inițiale de monedă electronică (ICOs) și criptomonedele – între practică și reglementare*, în *Revista Română de Drept Privat*, nr. 3/2019, pp. 472-475.

De asemenea, pentru o analiză mai detaliată asupra regimului juridic al ofertelor inițiale de monedă electronică (ICOs) în diverse jurisdicții din lume, a se vedea B. Custers, L. Overwater, *Regulating Initial Coin Offerings and Cryptocurrencies: A Comparison of Different Approaches in Nine Jurisdictions Worldwide*, în *European Journal of Law and Technology*, vol. 10, nr. 3/2019, material disponibil online pe pagina <https://ejlt.org/index.php/ejlt/article/view/718/981> (10.02.2023), precum și M. Kasatkina, *Towards the harmonisation of the initial coin offering rules: comparative analyses of the initial coin offering legal regulation in the USA and the EU*, în *International Comparative Jurisprudence*, nr. 1/2022, vol. 8, pp. 26-46.

Pornind de la definițiile redată în doctrina de specialitate, în încercarea unificării unei practici neunitare și raportat la lipsa unei reglementări exprese în domeniu, MiCA vine cu o definiție proprie în ceea ce privește *utility tokens*: „*token utilitar (utility token) înseamnă un tip de criptoactive care este destinat să asigure accesul digital la un bun sau un serviciu, disponibil pe DLT, și care este acceptat doar de către emitentul tokenului respectiv*”.

Raportat la definiția de mai sus, există așadar trei condiții cumulative esențiale pe care trebuie să le întrunească un astfel de token:

- a. să asigure accesul digital la un bun sau un serviciu;
- b. să fie disponibil pe DLT²²;
- c. să fie acceptat doar de către emitentul tokenului respectiv.

MiCA înglobează așadar cerințele esențiale care se regăseau în practică până la acest moment și clarifică cel puțin la nivel conceptual caracteristicile unui *utility token*. Totuși, raportat la modalitatea de exprimare a legiuitorului european, considerăm că există o chestiune care va trebui clarificată în timp, referitor la prima condiție ce definește un astfel de token: ce înseamnă „*acces digital*”?

Dacă în ceea ce privește accesul la servicii și bunuri digitalizate răspunsul la această întrebare este evident, considerăm că raportat la bunurile și serviciile fizice care pot fi achiziționate cu un astfel de token legiuitorul european nu a oferit o soluție clară, miza întrebării constând în a stabili în ce măsură se poate considera că un token a cărui utilitate se transpune într-un serviciu fizic și nedigitalizat poate reprezenta un *utility token* sub imperiul MiCA, sau este necesar ca accesul efectiv la acel serviciu să fie intrinsec legată, spre exemplu, de utilizarea unui portofel digital?

Deși considerăm că utilitatea unui token ar trebui să se poată materializa în orice tip de bun sau serviciu, indiferent de modalitatea în care acestea sunt accesare ori/și folosite, în formularea actuală a MiCA nu considerăm că o astfel de interpretare s-ar plia pe definiția *utility tokens*.

2.3. Forma hibridă a token-urilor

Deși, în general, abordarea în ceea ce privește calificarea unui token ca fiind *utility* sau *security* pare a porni de la prezumția absolută că token-urile nu pot să fie decât de un anumit fel (*utility*, *security*, raportate la active, asimilate monedelor electronice etc.), realitatea este că majoritatea token-urilor întrunesc caracteristici multiple ce nu sunt specifice unei singure categorii, fiind așadar hibride. Pentru scopul prezentei analize, ne vom referi strict la token-urile hibride care au caracteristici atât specifice *utility tokens*, cât și *security tokens*.

Astfel, în primul rând, toate *utility tokens* care pot fi tranzacționate pe o piață secundară pot fi vândute în scopul obținerii de profit, inclusiv dacă această posibilitate există strict pe perioada derulării unei oferte inițiale pentru obținerea de finanțare de către emitent sau chiar pe o perioadă mai scurtă. Pe cale de consecință, nu se poate nega faptul că persoanele care achiziționează astfel de token-uri pot avea o așteptare rezonabilă să obțină un profit de pe urma investiției lor, chiar dacă token-ul este în principal conceput pentru a oferi o „utilitate”²³.

De asemenea, făcând trimitere la criteriile aplicabile la nivelul Uniunii Europene în vederea calificării unui token ca fiind un *security token* (îndeosebi la transferabilitate și negociabilitate), obținerea profitului nu ar fi în niciun caz rezultatul unui mecanism de piață, căci creșterea în valoare a token-ului este influențată în mod crucial de aportul persoanelor care dezvoltă token-ul și lucrează pentru emitentul acestuia.

Așadar, în aceste condiții, este firesc să se ridice întrebarea în ce măsură componenta de investiție este relevantă astfel încât să fie aplicabile reglementările europene în materia valorilor mobiliare și a prospectului? Altfel spus, care trebuie să fie proporția dintre profitul la care se poate aștepta în mod rezonabil un investitor atunci când cumpără token-ul, versus utilitatea pe care acesta o încorporează, astfel încât token-ul să nu fie definit ca fiind *security*?

Pornind de la caracteristicile celor două tipuri de token-uri, acestea ar trebui considerate ca fiind valori mobiliare numai dacă așteptările persoanelor care au achiziționat token-ul de a obține profit de pe urma eforturilor decisive ale emitentului reprezintă cel puțin un motiv semnificativ de achiziționare a acestuia pentru investitorul tipic. Această interpretare se aliniază cu criteriile de la nivelul Uniunii Europene și SUA

²² Distributed ledger technology.

²³ P. Hacker, C. Thomale, *op. cit.*, pp. 645-696.

referitoare la calificarea token-urilor ca valori mobiliare și respectă și scopul reglementării europene în materie. Cât timp obținerea de profit reprezintă doar un beneficiu sau scop secundar al persoanelor care achiziționează token-ul, acesta din urmă nu poate fi considerat ca fiind o valoare mobilă (*security*), nefiind necesară existența unui prospect redactat de către emitent²⁴.

În mod evident, această interpretare ridică problema de a stabili dacă și în ce măsură investitorul se așteaptă cu adevărat să obțină un profit de pe urma achiziționării token-ului. O astfel de analiză ar trebui să aibă la bază modul în care token-ul a fost prezentat publicului în materialele, prezentările, conținutul comunicării dintre investitor și emitent etc., pentru a se stabili dacă emitentul creează așteptări rezonabile cu privire la obținerea unui profit de către investitori sau nu.

Esențial de reținut este că diferența dintre cele două categorii de token-uri rezidă în primul rând în scopul pentru care acestea au fost concepute și emise. Scopul *security tokens* este, de obicei, să servească drept „contracte de investiție” care reprezintă expresia unui drept de proprietate asupra unui activ digital sau fizic. În schimb, scopul *utility tokens* este, în general, de a ajuta la crearea unei economii interne în cadrul ecosistemului unui anumit proiect, acordând utilizatorilor acces la servicii în cadrul unui proiect specific.

Totuși, dacă persoanele care achiziționează token-ul o fac preponderent în scopul de a obține profit, indiferent de existența unei „utilități” a acestuia, token-ul poate fi recalificat ca fiind un *security token* de către autoritățile competente.

III. CONCLUZII

Deși majoritatea persoanelor asociază tehnologia blockchain și cripto-actele doar cu monedele virtuale, acesta fiind și principalul focus al autorităților române în ceea ce privește această tehnologie²⁵, diversitatea token-urilor și numărul tot mai mare al acestora, precum și existența MiCA ce va intra în vigoare în anul 2024 ne forțează să analizăm cu atenție caracteristicile și implicațiile legale ale acestora.

Articolul de față s-a concentrat pe a analiza doar două tipuri de astfel de token-uri, cunoscute drept *security tokens* și *utility tokens*, respectiv pe identificarea corectă a principalelor diferențe dintre acestea. Acest demers prezintă o importanță practică deosebită, întrucât regimul juridic al acestor categorii de token-uri este extrem de diferit și are implicații semnificative pentru emitenți și investitori.

Dacă în ceea ce privește *security tokens* orientarea din SUA este una destul de categorică, potrivit căreia majoritatea token-urilor sunt încadrate în această categorie, UE are o abordare ceva mai previzibilă, verificând îndeplinirea a patru condiții clar exprimate (transferabilitate, negociabilitate, comparabilitate și standardizare). Ambele jurisdicții asimilează însă *security tokens* valorilor mobiliare, nerespectarea prevederilor legale din această materie având consecințe drastice în primul rând asupra emitenților, dar și asupra persoanelor care le promovează.

Utility tokens reprezintă la rândul lor un instrument util, o alternativă la soluțiile clasice de finanțare participativă și o modalitate de a dezvolta un ecosistem bazat pe tehnologia blockchain. Potrivit definiției acestora din MiCA, rămâne de văzut dacă în viitor deținătorii unor astfel de token-uri vor putea avea acces și la servicii sau bunuri nedigitalizate sau nu.

Totuși, majoritatea token-urilor existente până în prezent prezintă un caracter hibrid, nefiind *security* sau *utility tokens* „pure”. În astfel de situații, este important de analizat în ce măsură componenta investițională și speranța de a obține un profit sunt sau nu determinante pentru persoanele care le achiziționează, în vederea încadrării acestora în una din cele două categorii. În mod evident, consecințele care derivă din această încadrare sunt extrem de importante pentru emitenți, în special pentru cei ale căror cripto-actele trebuie să respecte

²⁴ Ibidem.

²⁵ România este unul din puținele state europene care nu are nici măcar o poziție publică legată de *utility token*-uri și utilizarea acestora ca mijloc de atragere de investiții, cu atât mai puțin o legislație în materie. Pentru a consulta reglementările existente în această materie în alte state, a se vedea W. A. Kaal, *Initial Coin Offerings: The top 25 jurisdictions and their comparative regulatory responses (as of may 2018)*, în *Stanford Journal of Blockchain Law & Policy*, nr. 1/2018, pp. 41-63.

Au existat însă poziții publice atât din partea BNR cât și a ANAF referitoare la monedele virtuale, disponibile online la adresele:

<https://www.bnr.ro/page.aspx?prid=19236> (14.01.2023).

https://static.anaf.ro/static/10/Anaf/AsistentaContribuabili_r/Brosura_Criptomonede_2021.pdf (14.01.2023).

legislația din materia valorilor mobiliare atât la nivelul UE, cât și al SUA.

BIBLIOGRAFIE / REFERENCES

Custers, B.; Overwater, L., *Regulating Initial Coin Offerings and Cryptocurrencies: A Comparison of Different Approaches in Nine Jurisdictions Worldwide*, în *European Journal of Law and Technology*, vol. 10, nr. 3/2019

Hacker, P.; Thomale, C., *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, în *European Company and Financial Law Review*, 2018

Kaal, W. A., *Securities vs. Utility tokens*, în *Legal Studies Research Paper*, nr. 22/15, 2022

Kasatkina, M., *Towards the harmonisation of the initial coin offering rules: comparative analyses of the initial coin offering legal regulation in the USA and the EU*, în *International Comparative Jurisprudence*, nr. 1/2022, vol. 8

Nibley, B., *What is a utility token?*, material disponibil online pe pagina <https://www.sofi.com/learn/content/what-is-a-utility-token/>

Nistoroiu, A. M., *Ofertele inițiale de monedă electronică (ICOs) și criptomonedele – între practică și reglementare*, în *Revista Română de Drept Privat*, nr. 3/2019

Zlati, G., *Tehnologia blockchain, monedele virtuale și dreptul penal*, în *Penalmente Relevant*, nr. 1/2021