

Pojęcie papieru wartościowego w kontekście tokenów cyfrowych – cz. 2

dr Jarosław Szewczyk, LL.M.*

W drugiej części artykułu kontynuowana jest analiza pojęcia „papier wartościowy” w kontekście wykorzystywania, w tym oferowania do nabycia, tzw. tokenów cyfrowych (ang. *digital tokens*). W świetle ostatnich wypowiedzi unijnych organów nadzorczych (ang. *European Supervisory Authorities – ESAs*) nie powinno być obecnie wątpliwości, że istotna część kryptoaktywów (ang. *crypto-assets*¹) stanowi „zbywalne papiery wartościowe” (ang. *transferable securities*), a zatem również „instrumenty finansowe” w rozumieniu MiFID II². W tej części artykułu uwagę skupiono na analizie przepisów prawa polskiego, wymogu ich prounijnej wykładni oraz konieczności zapewnienia neutralności technologicznej analizowanych przepisów (ang. *technological neutrality*).

Istota obiegowości waloru

Jeżeli pewną klasą walorów (tytułów) można handlować na rynku regulowanym, zorganizowanej platformie obrotu (ang. *organised trading facility, OTF*) lub na tzw. wielostronnej platformie obrotu (ang. *multilateral trading facilities, MTF*), wówczas nie ma wątpliwości, że są to walory mogące być przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym (ang. *negotiability on the capital market*). Jeżeli zaś obrót daną klasą walorów na takim właśnie rynku nie istnieje, względnie nie jest możliwy, nie musi to automatycznie oznaczać, że dana klasa walorów nie należy do kategorii „walorów mobilnych”³. W szczególności warto zauważyć, że zgodnie z art. 51 ust. 1 zd. 2 MiFID II na rynku regulowanym dopuszczalne jest handlowanie wyłącznie takimi „walorami mobilnymi”, którymi można „swobodnie obracać” (ang. *freely negotiable*)⁴. W tym kontekście warto zauważyć,

że klasycznymi imiennymi papierami wartościowymi swobodnie obracać nie można⁵. Tym samym, pomimo że można je – w niektórych przypadkach – uznać za „walory mobilne”, nie będzie można ich dopuścić do obrotu na rynku regulowanym.

Mechanizmy typu lock-up

Wprowadzenie pewnych, wyłącznie umownych, ograniczeń dotyczących możliwości obracania określonymi „walorami” lub zbywania praw w tych walorach, wyrażonych chociażby przez mechanizm umownej winkulacji (umowy typu *lock-up*), nie przesądza o konieczności wykluczenia danej klasy walorów z kategorii „walorów mobilnych”⁶. Naruszenie tego rodzaju ograniczeń z reguły rodzi po stronie podmiotu zobowiązanego odpowiedzialność odszkodowawczą, natomiast nie skutkuje bezskutecznością dokonanych rozpo-

* Autor jest adwokatem i Partnerem w kancelarii RKKW – KWAŚNICKI, WRÓBEL & Partnerzy Radcowie Prawni i Adwokaci sp. p. z siedzibą w Warszawie.

¹ „Crypto-assets can be defined as a type of private asset that depends primarily on cryptography and Distributed Ledger Technology as part of their perceived or inherent value”. ESMA, Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, dostępne na: <https://www.esma.europa.eu/file/49978/download?token=56LqdnMN>, s. 7 (sprawdzono: 10.2.2018 r.).

² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15.5.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz.Urz. L Nr 173 z 12.6.2014 r., s. 349, dalej jako: MiFID II.

³ Jak wyjaśniła Komisja Europejska: „If the securities in question are of a kind that is capable of being traded on a regulated market or MTF, this will be a conclusive indication that they are transferable securities, even if the individual securities in question are not in fact traded. Conversely, if they are not capable of being traded in such multilateral systems this may indicate that they are not transferable securities, but this is not conclusive”, *Komisja Europejska, Q&As on MiFID*, dostępne na: https://ec.europa.eu/info/file/80605/download_en?token=eUK6oZzj, s. 22 (sprawdzono: 2.11.2018 r.). Zob. też G. Yeowart, R. Parsons, E. Murray, H. Patrick, Yeowart and Parsons on the Law of Financial Collateral, Cheltenham, Northampton 2016, s. 427–428.

⁴ Zob. też art. 35 rozporządzenia Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10.8.2006 r. wprowadzającego środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, Dz.Urz. L Nr 241 z 2.9.2006 r., s. 1.

⁵ Zob. K. Zaradkiewicz, Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2014, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, kom. do art. 3, Nb 52, 54 i 104; M. Lemonnier, Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia, Warszawa 2011, s. 110–111.

⁶ Jak wyjaśniła ESMA: „The transferability of securities may be reduced on a contractual basis, such as selling restrictions applicable in a specific country or by a lock up agreement between the Company and existing shareholders. In these cases, ESMA considers that those securities remain »transferable securities« falling into the scope of the Prospectus Directive. This view is also backed by the fact that Prospectus Regulation requires information in relation to restrictions on the free transferability of the securities (Annex III, 4.8) and information in relation to lock-up agreements of selling securities holders (Annex III, 7.3). Nevertheless, ESMA is aware that some restrictions may be so broad that they result in transforming »transferable securities« into non-transferable securities, falling no longer into the scope of the PD. ESMA will analyse whether the security that is subject to a restriction is transferable or not on a case by case basis”, ESMA, Questions and Answers Prospectuses 28th updated version – March 2018, dostępne na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-780_qa_on_prospectus_related_topics.pdf, sprawdzono: 2.5.2018 r.).

rządzeń lub wyłączeniem tych walorów z obrotu⁷. Dopiero wprowadzenie mechanizmów, w tym również technicznych (np. w formie odpowiedniej blokady lub depozytu – tzw. zasyndykowanie walorów), które faktycznie i permanentnie⁸ uniemożliwią przenoszenie walorów lub praw w nich wyrażonych⁹ oznaczać będzie wykluczenie danych walorów z kategorii „walorów mobilnych”.

Tokeny cyfrowe jako walory mobilne

Mając na względzie powyższe, w tym konkluzje zawarte w I części tego artykułu¹⁰, nie ma wątpliwości, że **przynajmniej pewna istotna część tokenów (kryptoaktywów) spełnia warunki uznania ich za „walory mobilne” w rozumieniu MiFID II, a w konsekwencji również za „papiery wartościowe” w rozumieniu rozporządzenia prospekto-**

wego¹¹. Uznanie zaś danego tokenu za „instrument finansowy” w rozumieniu przepisów krajowych zależy jest od wyników transpozycji przepisów MiFID do porządku krajowego¹², w tym ewentualnego rozszerzenia definicji tego pojęcia np. o jednostki rachunkowe (ang. *unit of account*)¹³ lub wprowadzenia dodatkowych kryteriów uznania danego waloru za walor mobilny (np. jego rejestracji w odpowiednim depozycie)¹⁴. Na tle samych przepisów europejskich sytuacja jest jednak prostsza.

Po pierwsze, niewątpliwie wiele z tokenów (kryptoaktywów) można uznać za „walory” w rozumieniu MiFID II¹⁵. Stanowią one bowiem pewien cyfrowy „wyraz” określonych praw majątkowych (np. roszczeń o zapłatę) – środek symbolizujący te prawa (obserwujemy proces tokenizowania praw majątkowych)¹⁶. **Po drugie**, wiele z tych walorów emitowanych jest w serii¹⁷, zwłaszcza w ramach ICO, a zatem

⁷ Potwierdza to również treść art. 7 ust. 7 lit. a pkt (v) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14.6.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.Urz. L Nr 168 z 30.6.2017 r., s. 12; dalej jako: rozporządzenie prospektowe), zgodnie z którym w prospekcie emisyjnym powinna być zawarta informacja w sprawie „wszelkich ograniczeń dotyczących swobodnej zbywalności papierów wartościowych”.

⁸ Jeżeli pewna klasa walorów wyłączona jest z obrotu jedynie na pewien czas – np. na okres, w którym prowadzony jest proces ich publicznego oferowania (co oczywiście mogłoby być motywowane chęcią uniknięcia obowiązków prospektowych) – wówczas należałoby uznać, że walory takie nie przestają być walorami mobilnymi w rozumieniu MiFID II. Podobnie, jeżeli pewna klasa walorów uzyska zdolność obrotową dopiero po przeprowadzonym procesie publicznego oferowania, wówczas powinien on zostać przeanalizowany pod kątem jego zgodności z przepisami prospektowymi. Zob. P. Maume, M. Fromberger, Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws (June 15, 2018), „Chicago Journal of International Law”, dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3200037> (sprawdzono: 5.10.2018 r.), s. 31.

⁹ „If, however, such contractual restrictions are accompanied by technical limitations to the transfer of token ownership that render the effective assignment of tokens to third parties impossible, it must be concluded that the tokens lack transferability and therefore are not subject to EU prospectus regulation”. P. Hacker, Ch. Thomale, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law (November 22, 2017), dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3075820> (sprawdzono: 12.2.2018 r.), s. 20. W celu mitygacji ryzyk prawnych w tym właśnie kierunku podążyli twórcy m.in. tokenów EOS. Jak wynika z oświadczenia zawartego na stronie: <https://eos.io/faq.html>: „EOS Tokens will become fixed (non-transferable) on the Ethereum blockchain within 23 hours after the end of the final EOS Token distribution period which will occur on June 1, 2018 at 22:59:59 UTC”.

¹⁰ J. Szewczyk, Pojęcie papieru wartościowego w kontekście tokenów cyfrowych – cz. I, MPH Nr 3/2018, s. 17–24.

¹¹ Jak pisze BaFin: „Token können je nach Ausgestaltung im Einzelfall als Finanzinstrument i.S.d. § 2 Abs. 4 WpHG bzw. Anhang I Abschnitt C MiFID II anzusehen sein. Abhängig von der Ausgestaltung im Einzelfall ist eine Einordnung von Token als Wertpapier (§ 2 Abs. 4 Nr. 1 in Verbindung mit § 2 Abs. 1 WpHG bzw. Artikel 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II), als Anteil an einem Investmentvermögen (§ 2 Abs. 4 Nr. 2 WpHG in Verbindung mit § 1 Abs. 1 KAGB bzw. Anhang I Abschnitt C (3) MiFID II) oder als Vermögensanlage (§ 2 Abs. 4 Nr. 7 WpHG in Verbindung mit § 1 Abs. 2 VermAnlG5) möglich”. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets (October 4, 2017). Cardozo Legal Studies Research Paper No. 527, dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3048104> (sprawdzono: 19.12.2017 r.), s. 2. Zob. też ESMA, Advice: Initial Coin Offerings..., op. cit., s. 18 i n.; Blockchain Bundesverband, Statement on token regulation with a focus on token sales, dostępne na: https://bundesblock.de/wp-content/uploads/2018/02/180209_Statement-Token-Regulation_blockchain-bundesverband.pdf (sprawdzono: 20.11.2018 r.), s. 11; SMSG – Securities and Markets Stakeholder Group, Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 19 October 2018, ESMA22-106-1338, s. 3–9, dostępne na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_-_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf (sprawdzono: 4.1.2019 r.).

¹² ESMA, Annex 1: Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs, s. 2 i n., dostępne na: <https://www.esma.europa.eu/file/49979/download?token=Us159BT0> (sprawdzono: 10.2.2018 r.). Co ciekawe, poza polskim nadzorcą (KNF) wszystkie pozostałe instytucje nadzorcze krajów UE sporządziły odpowiedzi na pytania sporządzone przez ESMA.

¹³ Przykładowo niemiecki organ nadzoru (BaFin) uznał bitcoina za instrument finansowy (niem. *Finanzinstrumente*) w postaci właśnie jednostki rachunkowej (niem. *Rechnungseinheit*) (zob. https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_node.html, sprawdzono: 17.1.2019 r.).

¹⁴ „Among those NCAs that have a restrictive approach, some (three) include in their national legislation additional requirements in the form of a compulsory book-entry recording requirement which does not allow them to qualify as transferable security any securities other than those explicitly qualified/classified as security by law”. ESMA, Annex 1: Legal qualification..., op. cit., s. 8.

¹⁵ Zob. FCA, Guidance on Cryptoassets, Consultation Paper, CP19/3, January 2019, s. 23 i n., dostępne na: <https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp19-3-guidance-cryptoassets> (sprawdzono: 21.1.2019 r.).

¹⁶ Zob. K.N. Sahdev, The Tokenization of the Economy: ICOs and the Implications for Entrepreneurship, dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3057083> (sprawdzono: 1.3.2018 r.); A. Cameron-Huff, Op Ed: How Tokenization Is Putting Real-World Assets on Blockchains, „BITCOIN MAGAZINE”, dostępne na: <https://bitcoinmagazine.com/articles/op-ed-how-tokenization-putting-real-world-assets-blockchains/> (sprawdzono: 30.7.2017 r.). Por. J.J. Szczerbowski, Lex Cryptographia. Znaczenie prawne umów i jednostek rozliczeniowych opartych na technologii Blockchain, Warszawa 2018, s. 84–85.

¹⁷ „(...) NCAs reported a similar interpretation, namely to form a class, units (...) need to be interchangeable (some referred to the terms ‘fungible/replacable with one another’ or ‘identical’), issued by the same issuer, show similarities and give access to the same (equal) rights to the same group of investors. Such rights can include the right to receive a portion of company’s profit in the form of dividends, the right to participate in community management, e.g., voting rights, the right over a portion of company’s assets or rights to share any surplus in the event of liquidation (...) Some NCAs (nine) completed the interpretation of a ‘class’ by the following criteria: to form a class, units should share the same characteristics, e.g., have the same nominal value, and/or

tworzy łącznie pewną wystandaryzowaną „klasę” walorów¹⁸ [istnieją jednak tokeny emitowane np. w standardzie ERC721 (*Non-fungible Token Standard*)¹⁹]. Najczęściej tokeny cyfrowe charakteryzują się także zdolnością obiegową na rynku kapitałowym²⁰. Większość tokenów, zwłaszcza tych emitowanych w standardzie ERC20, posiada funkcje umożliwiające dość łatwy obrót takimi walorami, w tym także w sposób zautomatyzowany²¹. **Rynkiem kapitałowym** można zaś nazwać każde miejsce, w którym interesy zbywców i nabywców tokenów cyfrowych mogą się spotkać²². Wreszcie, wiele z nich z sukcesem przechodzi „test ekwiwalentności funkcji”. Przy tym niewątpliwie test ten stanowi najważniejsze „sito” odsiewające te tokeny cyfrowe, które są „walorami mobilnymi”, od tych, które są „walorami”, lecz nie można ich uznać za papiery wartościowe („walory mobilne”).

Za **papiery wartościowe w rozumieniu rozporządzenia prospektowego** można uznać tylko te kryptoaktywa („walory” w rozumieniu MiFID II), które:

- 1) pełnią funkcje odpowiadające funkcjom pełnionym przez akcje spółek kapitałowych, spółek osobowych lub innych podmiotów (tzw. walory udziałowe)²³ – (ang. *equity tokens*), lub
- 2) symbolizują dług finansowy emitenta względem dysponenta waloru cyfrowego (tj. stanowią „instrument” seku-

rytyzacji długu pieniężnego emitenta)²⁴ (ang. *debentures*), lub

- 3) symbolizują prawo nabycia lub zbycia jakichkolwiek „walorów mobilnych” (ang. *securities-linked tokens*), lub
- 4) uprawniają dysponenta tokenu do rozliczenia w środkach pieniężnych określonego w odniesieniu do „walorów mobilnych”, walut, stóp procentowych lub stóp zwrotu, towarów i innych wskaźników lub mierników²⁵ (ang. *cash-settled derivative crypto-assets*), lecz nie są instrumentami płatniczymi²⁶. Przy tym, zgodnie z zasadą *exceptiones non sunt extendendae*, z kategorii „walorów mobilnych” należy wykluczyć jedynie takie walory, które pełnią wyłącznie lub głównie funkcje płatnicze²⁷. Jeżeli bowiem pełnią również funkcje inwestycyjne (tokeny hybrydowe), można je wówczas uznać także za walory mobilne (papiery wartościowe)²⁸. Należy przyjąć, że w przypadkach wątpliwych trzeba dać prymat kwalifikacji danego instrumentu jako papieru wartościowego, a nie instrumentu płatniczego.

Warto zatem zauważyć, że „papierami wartościowymi” w rozumieniu rozporządzenia prospektowego nie są m.in. walory inkorporujące prawa rzeczowe, w tym walory „towarowe” (np. konosamenty; ang. *bill of lading*, niem. *Konnossement*), dowody składowe, listy dłużne (niem. *Schuldbrief*) czy listy rentowe (niem. *Gült*)²⁹.

represent standardized issued units, meaning that the contents/attributes of each security are not individually negotiated with investors, which allows them to be easily traded on a capital market”. *ESMA, Annex 1: Legal qualification...*, *op. cit.*, s. 5.

¹⁸ Zob. P. Maume, M. Fromberger, *Regulation...*, *op. cit.*, s. 37–38.

¹⁹ Np. CryptoKitties, CryptoPunks, and Decentraland.

²⁰ „Most NCAs (21 to 25) considered the majority of the sample crypto-assets as ‘negotiable’, generally because they are capable of being traded (see Chart 3). The abstract possibility of being traded is considered sufficient, even if there is not yet a specific market for the product or even if there is a temporary lock-up (...). Most Member States (20) without legal definition interpret negotiability as potential transferability or tradability, which does not necessarily imply that the assets have effectively been transferred or traded”. *ESMA, Annex 1: Legal qualification...*, *op. cit.*, s. 6.

²¹ Por. J.J. Szczerbowski, *Lex...*, *op. cit.* s. 86.

²² „Kryptowährungs-Handelsplattformen aus hiesiger Sicht grundsätzlich als Finanzmärkte bzw. Kapitalmärkte i.S.d. Wertpapier-Definition angesehen werden können”, *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Initial Coin Offerings...*, *op. cit.*, s. 2. Jak piszą P. Hacker i Ch. Thomale: „(...) the fact that tokens are actively traded on cryptocurrency platforms is a clear indication that they are negotiable on capital markets”. Zob. P. Hacker, Ch. Thomale, *Crypto-Securities...*, *op. cit.*, s. 21.

²³ Por. P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] *Ustawa...*, *op. cit.*, kom. do art. 3, Nb 33 i n.

²⁴ Jak wskazuje A. Chłopecki: „Wyróżnikiem pozwalającym na określenie papieru wartościowego jako papieru wartościowego dłużnego jest to i jedynie to, czy posiadaczowi papieru wartościowego przysługuje wobec emitenta roszczenie o odkupienie (wykupienie, umorzenie) danego papieru wartościowego. Istotne jest, że kwota wykupu nie musi być tożsama z wartością nominalną danego papieru wartościowego. (...)”, A. Chłopecki, *Definicja papierów wartościowych dłużnych*, ZP UKSW Vol. 3, Nr 2/2003, s. 110.

²⁵ Zob. P. Maume, M. Fromberger, *Regulation...*, *op. cit.*, s. 41–42.

²⁶ „Der Token darf nicht die Voraussetzungen eines Zahlungsinstrumentes (wie in § 2 Abs. 1 WpHG bzw. Artikel 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II genannt) erfüllen”, *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Initial Coin Offerings...*, *op. cit.*, s. 2. Jak wyjaśniła Komisja Europejska: „Instruments of payment are securities which are used only for the purposes of payment and not for investment. For example, this notion usually includes cheques, bills of exchanges, etc.”. *Komisja Europejska, Q&As on MiFID*, dostępne na: https://ec.europa.eu/info/file/80605/download_en?token=eUK6oZzj, s. 1 (sprawdzono: 2.11.2018 r.). Zdaniem jednak ESMA: „(...) the drafting of the referred EC’s document named ‘Your questions on MiFID’ is poor because it allows the interpretation of instruments of payment as securities that would be misleading. MiFID II and PSD2 clearly provide that instruments of payments are not securities”. *ESMA, Annex 1: Legal qualification...*, *op. cit.*, s. 11–12. Wielu nadzorców europejskich, definiując pojęcie instrumentu płatniczego (ang. *instrument of payment*) – w mojej ocenie błędnie – odwołuje się do art. 4 pkt 14 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z 25.11.2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniającej dyrektywę 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylającej dyrektywę 2007/64/WE, Dz. Urz. L Nr 337 z 23.12.2015 r., s. 35, zgodnie z którym „instrument płatniczy” (ang. *payment instrument*) oznacza zindywidualizowane urządzenie lub urządzenie lub każdy zindywidualizowany i uzgodniony przez użytkownika usług płatniczych i dostawcę usług płatniczych zbiór procedur wykorzystywany w celu zainicjowania zlecenia płatniczego.

²⁷ Jak wynika z ostatnich publikacji FSB: „(...) crypto-assets lack the key attributes of sovereign currencies and do not serve as a common means of payment, a stable store of value, or a mainstream unit of account”. *FSB, Crypto-asset markets: Report to the G20 on the work of the FSB and standard-setting bodies*, dostępne na: <http://www.fsb.org/2018/07/crypto-assets-report-to-the-g20-on-the-work-of-the-fsb-and-standard-setting-bodies/> (sprawdzono: 19.7.2018 r.), s. 1.

²⁸ Zob. P. Maume, M. Fromberger, *Regulation...*, *op. cit.*, s. 39.

²⁹ Zob. P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] *Ustawa...*, *op. cit.*, kom. do art. 3, Nb 27 i n.

Papier wartościowy w rozumieniu ObrInstrFinU

Na gruncie polskich przepisów właściwa kwalifikacja prawna tokenów cyfrowych jest szczególnie trudna, bowiem do transpozycji przepisów europejskich można mieć cały wachlarz zastrzeżeń. Warto jednak zauważyć, że w kontekście przepisów prospektowych **omawiana poniżej definicja będzie miała znaczenie wyłącznie do 21.7.2019 r.** (wejścia w życie zasadniczej części przepisów rozporządzenia prospektowego). W tym kontekście nie warto jej znaczenia przeceniać, a powinno się ją wyklądać w duchu rozporządzenia i zgodnie z celami MiFID II³⁰.

Wiele problemów pojawiających się na tle wykładni art. 3 pkt 1 ustawy z 29.7.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi³¹ wynika z tego, że **pojęciem „papier wartościowy”** zwykło się określać pewne „walory” – niekoniecznie „mobilne” (np. czeki, weksle) – przy okazji niepotrzebnie zawężając zakres tego pojęcia. Ponadto dość często nie uważa się, że w art. 3 pkt 1 ObrInstrFinU definiowane jest pojęcie waloru mobilnego, a nie waloru w ogólności. Walory wymienione w art. 3 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU wskazane zostały jako przykłady „walorów mobilnych”. Do przyjętej techniki legislacyjnej można mieć przy tym zastrzeżenia, bowiem nie każda akcja musi być walorem mobilnym (nie każda akcja *ex definitione* charakteryzuje się obiegowością na rynku kapitałowym). W ustawie definiowany jest szczególny rodzaj „waloru”, m.in. emitowany w serii i cechujący się „obiegowością” na rynku kapitałowym³². Stąd przykładowo tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania („walory” w rozumieniu MiFID II), o ile emitowane są w serii i wykazują zdolność obiegową, uznawane są za „papiery wartościowe” (np. certyfikaty inwestycyjne – art. 3 pkt 1 lit. a

ObrInstrFinU)³³. Jeżeli zaś dany tytuł uczestnictwa (np. jednostka uczestnictwa) nie ma zdolności obiegowej, wówczas uznawany jest za inny niż papier wartościowy instrument finansowy (art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. a ObrInstrFinU)³⁴. W ogóle zaś ustawodawca nie pochylił się nad definicją szerszej kategorii pojęciowej „waloru”. W ustawie pojawiło się jednak polskie tłumaczenie tego pojęcia – zupełnie nieadekwatne – czyli „zbywalne prawo majątkowe”.

Autonomia ObrInstrFinU

Mając na względzie powyższe, **nietrafne jest stanowisko F. Zolla**³⁵, którego zdaniem polski ustawodawca definiuje pojęcie papieru wartościowego „(...) przez odniesienie się do papierów wartościowych w rozumieniu prawa cywilnego oraz rozszerza je na prawa pochodne mające za przedmiot prawa z papierów wartościowych (odpowiednio art. 3 pkt 1 lit. a i b ObrInstrFinU)”. ObrInstrFinU nie tylko zawiera autonomiczną definicję papieru wartościowego, ale również nie posługuje się pojęciami cywilnoprawnymi. Definicja ustawowa stanowi transpozycję przepisów europejskich – odpowiednik „waloru mobilnego” – oderwaną od dominujących w polskiej doktrynie konstrukcji cywilnoprawnych³⁶. Służy ona także innym celom niż obowiązujące przepisy Kodeksu cywilnego (art. 921⁶ – w art. 921¹⁶)³⁷. Pojęcie papieru wartościowego w rozumieniu art. 3 pkt 1 ObrInstrFinU („walor mobilny”) zakresowo krzyżuje się z pojęciem papieru wartościowego w znaczeniu tradycyjnym (jako dokumentu – przy czym Kodeks cywilny nie zawiera definicji papieru wartościowego)³⁸. Nie każdy tradycyjny papier wartościowy jest „walorem mobilnym” i *vice versa*. Rozumienie papieru wartościowego jako instrumentu finansowego jest również „niezależne” zarówno względem koncepcji papierów wartościowych tradycyjnych

³⁰ Zob. W. Rowiński, Nakaz dokonywania wykładni prounijnej jako dyrektywa wykładni systemowej, RPEiS, Vol. LXXVIII, nr 1, 2016, s. 99–111; K. Oplustil, O potrzebie proeuropejskiej wykładni polskiego prawa spółek, PPH Nr 9/2009, s. 5.

³¹ T. jedn.: Dz.U. z 2018 r. poz. 2286; dalej jako: ObrInstrFinU.

³² Zob. nietrafne porównania F. Zoll [w:] System Prawa Handlowego. T. 4. Prawo instrumentów finansowych, pod red. M. Steca, Warszawa 2016, Nb 5, s. 107 i n.

³³ Zgodnie z art. 3 pkt 3 ObrInstrFinU przez tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania rozumie się wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego papiery wartościowe lub niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe reprezentujące prawa majątkowe przysługujące uczestnikom instytucji wspólnego inwestowania, w tym w szczególności jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Zgodnie z art. 6 ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2018 r. poz. 1355 ze zm.) jednostki uczestnictwa oraz certyfikaty inwestycyjne reprezentują prawa majątkowe uczestników funduszu inwestycyjnego, określone ustawą i statutem funduszu.

³⁴ Por. F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, Nb 5, s. 109.

³⁵ F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, Nb 5, s. 111. Jak twierdzi ten autor: „(...) instrumenty [które] zostały wyposażone co najmniej w podwójną klauzulę prezentacyjną, będą mieściły się w kategorii »papiery wartościowe« w rozumieniu art. 2 ust. 1 pkt 1 ObrInstrFinU. Natomiast w pkt 2 znajdują się jedynie te prawa, których nie wyposażono co najmniej w prostą klauzulę papieru wartościowego”. F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, Nb 5, s. 110.

³⁶ Zob. P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] Ustawa..., *op. cit.*, kom. do art. 3, Nb 111; K. Zacharzewski, Prawo giełdowe, Warszawa 2012, s. 196–197.

³⁷ Por. F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, Nb 5, s. 74. Jak pisze ten autor: „(...) dyrektywy unijne odnoszące się do rynku kapitałowego realizują nieco inny cel. Służą one przede wszystkim ochronie inwestorów lub ochronie odpowiednio bezpiecznego i sprawiedliwego funkcjonowania rynku. Natomiast w ramach ObrInstrFinU pojęcie to uzyskuje inne znaczenie. (...) Wprowadzenie ObrInstrFinU służy także ochronie inwestorów, stanowi jednak także zrab unormowania rynku, tworząc zasady regulujące rozporządzanie prawami objętymi tymi instrumentami”.

³⁸ Por. P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] Ustawa..., *op. cit.*, kom. do art. 3, Nb 5 i 6; K. Zawada [w:] Kodeks cywilny. T. 2. Komentarz do art. 450–1088. Przepisy wprowadzające, pod red. K. Pietrzykowskiego, Warszawa 2015, s. 933; A. Jakubiec, Opcja jako instrument finansowy rynku kapitałowego. Analiza cywilnoprawna, Łódź 2014, s. 147.

(dokumentowych), jak i zdematerializowanych. Ponieważ art. 3 pkt 1 ObrInstrFinU stanowi odpowiednik „waloru mobilnego” w rozumieniu MiFID II, „papierami wartościowymi” w rozumieniu art. 3 pkt 1 ObrInstrFinU są:

- 1) papiery wartościowe zdematerializowane,
- 2) niektóre papiery wartościowe tradycyjne (dokumentowe), jak również
- 3) różnego rodzaju walory, które nie są ani papierem wartościowym dokumentowym (tradycyjnym), ani papierem zdematerializowanym w rozumieniu art. 5 ust. 1 ObrInstrFinU (tj. zarejestrowanym w depozycie papierów wartościowych).

Definicja z ObrInstrFinU

Dokonywanie wykładni art. 3 pkt 1 ObrInstrFinU, rozpoczynając od analizy cywilnoprawnych sporów doktrynalnych, metodologicznie uznać należy za wątpliwie, zaś w praktyce mało przydatne³⁹. Korzystniej byłoby zerwać z błędnymi asocjacja­mi „papieru wartościowego” z przedmiotami materialnymi⁴⁰ i odnosząc się do pojęcia „securities” (w rozumieniu MiFID II), używać bardziej adekwatnego pojęcia „walor”, względnie „walor wartościowy”. Takie podejście ułatwiłoby analizę polskich przepisów. W art. 3 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU zamiast pojęcia „inne zbywalne papiery wartościowe”, warto byłoby używać zwrotu „inne mobilne walory”, zaś w art. 3 pkt 1 lit. b ObrInstrFinU zamiast pojęcia „inne zbywalne prawa majątkowe”, pojęcia „inne walory” (por. art. 4 ust. 1 pkt 44 lit. c MiFID II). Warto bowiem zauważyć, że wdrażając przepisy MiFID, uprzednio rezerwując termin „papier wartościowy” dla pojęcia „transferable securities”, polski ustawodawca ewidentnie nie mógł znaleźć właściwego określenia dla terminu „securities” („walor” w rozumieniu MiFID II), efektem czego posłużył się trudnym do sensownej wykładni zwrotem: „inne zbywalne prawa majątkowe” (art. 3 pkt 1 lit. b *in principio* ObrInstrFinU)⁴¹.

Implementując MiFID, polski ustawodawca postanowił „wyjaśnić” (tworząc tzw. *laundry list*), że za „walory” odpowiadające akcjom spółek kapitałowych, spółek osobowych lub innych podmiotów (art. 4 ust. 1 pkt 44 lit. a MiFID II) uznawać będzie w szczególności prawa poboru w rozumieniu Kodeksu spółek handlowych, prawa do akcji, warranty subskrypcyjne oraz certyfikaty inwestycyjne, zaś za walory

stanowiące inne niż obligacje formy sekurytyzowanego długu (art. 4 ust. 1 pkt 44 lit. b MiFID II) uznawać będzie m.in. listy zastawne⁴². Chcąc natomiast uzyskać efekt otwartego katalogu „walorów mobilnych”, posłużył się wyjątkowo niefortunnym sformułowaniem „inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego”. Jest ono błędne z co najmniej dwóch względów. Po pierwsze, **niewłaściwe jest posłużenie się sformułowaniem „inne zbywalne papiery wartościowe” bez wskazywania warunków dla uznania danego papieru wartościowego („waloru”) za papier zbywalny („mobilny”)**.

Z samego przymiotnika „zbywalny” nic właściwie nie wynika. Co więcej, bez szerszego wyjaśnienia może on wprowadzać w błąd, nie chodzi bowiem o „zbywalność” w rozumieniu przepisów prawa cywilnego. Po drugie, **niezrozumiałe jest to, co oznaczać ma wyemitowanie papierów wartościowych na podstawie „właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego” i jaki był cel takiego dopisku**. W szczególności nie wiadomo, czy dla uznania danego papieru za „zbywalny” ustawodawca wymaga istnienia szczególnych przepisów, stanowiących podstawę prawną dla emisji danego papieru⁴³. Istnienie takiego wymogu oznaczałoby błędną transpozycję przepisów MiFID – zamiast katalogu otwartego istniałby katalog zasadniczo zamknięty⁴⁴. Pozwalałby on na tworzenie „walorów” pełniących funkcje identyczne do funkcji papierów rodzajowo „nazwanych” i szczegółowo w przepisach unormowanych, mogących być przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym, a jednocześnie wymykających się spod regulacji nadzorczych. Mając zatem na względzie nakaz wykładni pronunijnej⁴⁵, potrzebę ochrony inwestorów oraz integralności rynków finansowych, jak również konieczność zapewnienia neutralności technologicznej przepisów, **należy uznać, że odwołanie się do przepisów prawa krajowego lub obcego miało na celu stwierdzenie, iż papierem wartościowym („walem mobilnym”) może być nie tylko „walor” emitowany na podstawie polskich przepisów, ale również przepisów prawa obcego**. Omawiane sformułowanie miało otworzyć stworzony w art. 3 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU katalog, a nie jego „domknięcie” poprzez wprowadzenie dodatkowego wymogu istnienia przepisów szczególnych. Taka wykładnia pozostaje w granicach uznania dopuszczalnego przez prze-

³⁹ Zob. P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] Ustawa..., *op. cit.*, kom. do art. 3, Nb 111.

⁴⁰ *Ibidem*, kom. do art. 3, Nb 104.

⁴¹ *Ibidem*, kom. do art. 3, Nb 111.

⁴² Artykuł 3 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU stanowi odpowiednik art. 4 ust. 1 pkt 44 lit. a i b MiFID II, zaś art. 3 pkt 1 lit. b ObrInstrFinU odpowiednik art. 4 ust. 1 pkt 44 lit. c MiFID II.

⁴³ Por. F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, Nb 5, s. 77, 104 i n.

⁴⁴ Jak piszą – w mojej ocenie błędnie – P. Wajda i K. Zaradkiewicz: „Wskazanie podstawy prawnej emisji zdaje się zatem jednoznacznie wskazywać, że niedopuszczalne byłoby kreowanie i poddawanie reżimowi ObrInstrFinU »nienazwanych«, niemających takiej podstawy normatywnej, papierów”. P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] Ustawa..., *op. cit.*, kom. do art. 3, Nb 115.

⁴⁵ Zob. W. Rowiński, Nakaz..., *op. cit.*, s. 99–111.

pisy ustawy (ObrInstrFinU), a jednocześnie sięga „tak daleko, jak to jest możliwe”, aby osiągnąć cel MiFID II⁴⁶. Należy również uznać, że „walorem mobilnym” może być nie tylko „walor”, emitowany na podstawie konkretnych przepisów prawa, ale również „walor” uznawany za „mobilny” zgodnie z ustalonymi zwyczajami, interpretacjami czy stanowiskiem doktryny⁴⁷.

Zasada *numerus clausus*

Powyższe oznacza, że na tle przepisów prawa rynku kapitałowego **nie można mówić o istnieniu zasady *numerus clausus* papierów wartościowych**⁴⁸. W odniesieniu do ogólnego pojęcia waloru (papieru wartościowego), a nie wyłącznie papieru wartościowego tradycyjnego (dokumentowego), zasady tej nie da się wyprowadzić z żadnych istniejących przepisów prawa⁴⁹. Definicja papieru wartościowego jako szczególnego rodzaju instrumentu finansowego, nie rozstrzyga o tym, czy zasada *numerus clausus* działa, czy też nie. Istnienie tej zasady mogłoby mieć znaczenie wtedy, gdybyśmy chcieli ustalić, czy dana czynność prawna kreująca określony instrument jest – w aspekcie cywilnoprawnym – w pełni skuteczna, czy może wadliwa (np. bezwzględnie nieważna). Z perspektywy prywatnoprawnej, z uwagi na konieczność ochrony interesów dłużnika (emitenta), istotne jest to, aby przy kreowaniu określonych instrumentów obowiązywał pewien poziom rygoryzmu prawnego. Z punktu widzenia przepisów chociażby prospektowych ewentualna wadliwość czynności prawnej nie powinna mieć jakiegokolwiek znaczenia. Inwestor może być wprowadzony w błąd również w ramach emisji papieru

emitowanego wadliwie. Z tego też względu definicja papieru wartościowego jako instrumentu finansowego odrywa się od koncepcji prywatnoprawnych, a służy przede wszystkim (obok innych kryteriów) wyznaczeniu zakresu zastosowania ustawy⁵⁰, a zatem również wyznaczeniu zakresu dopuszczalnej interwencji nadzorczej (ang. *regulatory perimeter*)⁵¹. Funkcjonowanie tej zasady byłoby sprzeczne z celami i zasadami, na jakich opierają się przepisy regulujące publiczny obrót papierami wartościowymi⁵². Autorzy broniący zasady *numerus clausus* zdają się nie dostrzegać tego⁵³, że obrona tej zasady nie tyle pozwala zachować rygoryzm prawny, co prowadzi do tworzenia równoległego rynku kapitałowego nieobjętego jakimkolwiek nadzorem ze strony instytucji nadzorczych⁵⁴. Jak słusznie wskazuje F. Zoll⁵⁵ „stwierdzenie, że instrumenty finansowe obejmują jedynie papiery wartościowe wyemitowane na podstawie przepisów w znaczeniu wąskim, oznaczałoby nie tyle, że inne papiery wartościowe nie mogą być emitowane, ile przede wszystkim to, że (...) mogłyby być one emitowane i wprowadzane do obrotu bez reżimu wynikającego z ustawy, a podmioty mogłyby organizować poza ustawą rynki, które mogłyby pełnić funkcję rynków regulowanych, tylko bez odpowiednich instrumentów nadzoru i kontroli, gwarantujących bezpieczeństwo inwestorom”. Porzucenie zasady *numerus clausus* oznacza zaś, że obrót każdym „walorem” na rynku kapitałowym, o ile walor ten przypomina klasyczne papiery wartościowe, może być objęty nadzorem i wymagać dochowania przez emitenta odpowiednich aktów staranności, w szczególności dostarczenia inwestorom, w tym tzw. drobnym, odpowiedniej informacji na temat oferowanych przez siebie walorów⁵⁶. ■

⁴⁶ *Ibidem*, s. 101; por. K. Łuczak, Metody wykładni prawa krajowego a wykładnia zgodna z prawem unijnym (w orzecznictwie sądów administracyjnych), PiP Nr 1/2011, s. 60 i n.; T. Koncewicz, Sędziowski obowiązek interpretacji prawa krajowego w zgodzie z prawem wspólnotowym, PS Nr 6/2000, s. 36; K. Oplustil, O potrzebie..., *op. cit.*, s. 5.

⁴⁷ Por. A. Chłopecki, M. Dyl [w:] System Prawa Prywatnego. T. 19. Prawo papierów wartościowych, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2016, s. 829; F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, s. 105; odmiennie np. P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] Ustawa..., *op. cit.*, kom. do art. 3, Nb 115.

⁴⁸ Zob. J.J. Szczerbowski, *Lex...*, *op. cit.*, s. 90–91. Poglądy dotyczące zasady *numerus clausus* przedstawia wyczerpująco J. Jastrzębski, Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji, Warszawa 2009, s. 419–426 oraz M. Romanowski [w:] System Prawa Prywatnego. T. 18. Prawo papierów wartościowych, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2016, s. 133–157. Zob. też P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] Ustawa..., *op. cit.*, kom. do art. 3, Nb 82 i n.

⁴⁹ O braku obowiązywania zasady *numerus clausus* papierów wartościowych świadczy także fakt istnienia „części ogólnej” papierów wartościowych w KC. Zob. A. Chłopecki, Czy w prawie polskim obowiązuje zasada „numerus clausus” papierów wartościowych, PS Nr 2/1994, s. 36. Zob. też F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, 101 i n.

⁵⁰ F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, Nb 67, s. 105.

⁵¹ Zawężanie katalogu „papierów wartościowych” w istocie oznaczałoby pozbawianie organu nadzoru możliwości nadzorowania rynku kapitałowego w części dotyczącej instrumentów, które nie spełniają pewnych rygorów formalnych.

⁵² Jak słusznie wskazuje F. Zoll: „(...) aprioryczne przyjęcie zasady *numerus clausus* łączy się z przywiązaniem do archaicznej teorii własnościowej papierów wartościowych, a raczej pewnych wyobrażeń dotyczących papieru wartościowego, które wywołuje ta teoria. Posługiwanie się zaczerpniętą ze świata pojęć prawa rzeczowego terminologią do opisywania różnych zagadnień związanych z prawem papierów wartościowych stwarza pewną skłonność do mechanicznego przenoszenia obowiązującej dla praw rzeczowych zasady *numerus clausus* na papiery wartościowe, mimo że chodzi o zupełnie inne wartości i interesy, tak że raczej *numerus clausus* praw rzeczowych nie nadają się do przeniesienia na zagadnienia związane z klauzulami dokumentowymi, w tym również z opiewającymi na wiarygodności papierami wartościowymi”. F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, s. 100. Zob. też F. Zoll, Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych, Warszawa 2001, s. 224–227.

⁵³ Zob. np. M. Romanowski [w:] System... T. 18, pod red. A. Szumańskiego, *op. cit.*, s. 143.

⁵⁴ Zob. F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, Nb 5, s. 86–87; A. Waclawik, F. Zoll, O zasadzie *numerus clausus* wierzycielskich papierów wartościowych. Uwagi na tle zagadnienia ochrony interesów inwestorów na rynku pożyczek masowych, TPP Nr 1/2003, s. 16.

⁵⁵ F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, s. 104; por. M. Romanowski [w:] System... T. 18, pod red. A. Szumańskiego, *op. cit.*, s. 131.

⁵⁶ Zob. F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, 103–104.

SUMMARY

The concept of a security in the context of digital tokens – Part II

Digital tokens continue to arouse many controversies. Probably the most urgent one concerns the current legal framework for their mass offering in the process typically known as initial coin offering (ICO). It may seem that such processes are not currently covered by any supervisory regulations. It is supposed to be mainly due to the impossibility of recognizing tokens as „securities” and in general as „financial instruments” within the meaning of Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments. This position does not seem to be accurate. It is, therefore, worth using the context of digital tokens and their public offering to revise the conceptual category of „a security” used primarily in the field of prospectus regulations, i.e. primarily aimed at protecting small investors and not balancing the interests of debtors and creditors. With a view to an ever more frequent marriage of finance and technology (FinTech), the need to ensure an EU-consistent interpretation of national law, as well as technological neutrality – same activities, same risks, same rules, same supervision approach, a relevant review of this conceptual category seems indispensable now.

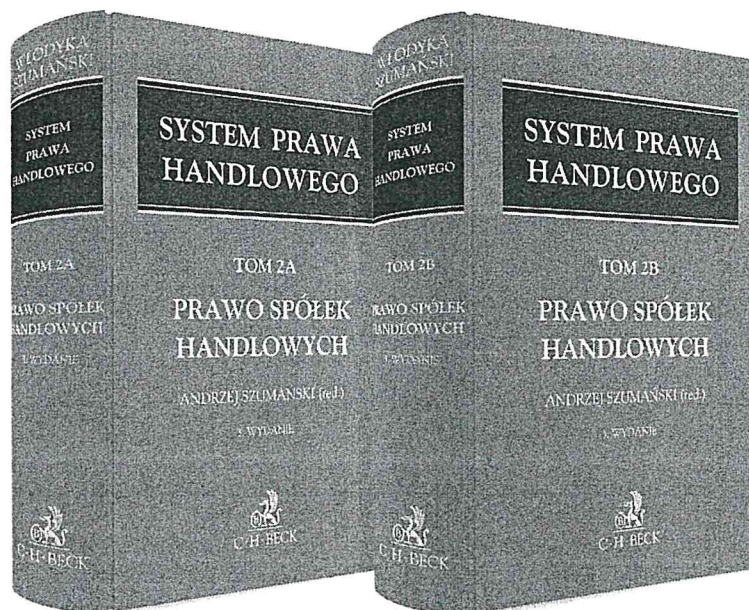
Key words:

security, digital tokens, ICO, crypto-assets, blockchain, technological neutrality, MiFID

REKLAMA



System Prawa Handlowego



www.ksiegarnia.beck.pl • Zadzwoń: 81 46 13 300 • E-mail: kontakt@beck.pl