

# Pojęcie papieru wartościowego w kontekście tokenów cyfrowych – cz. 1

dr Jarosław Szewczyk, LL.M.\*

Tokeny cyfrowe wzbudzają nadal liczne kontrowersje. Najważniejsza z nich dotyczy ram prawnych ich masowego oferowania w procesie najczęściej określanym mianem ICO (ang. *initial coin offering*)<sup>1</sup>. Może się wydawać, że tego rodzaju procesy nie są objęte jakąkolwiek regulacją o charakterze nadzorczym. Wynikać ma to przede wszystkim z braku możliwości uznania tokenu za „papier wartościowy” i w ogóle za „instrument finansowy”<sup>2</sup>. Stanowisko to nie wydaje się być trafne<sup>3</sup>. Warto wykorzystać kontekst tokenów cyfrowych i ich publicznego oferowania dla dokonania pewnej rewizji pojęciowej „papieru wartościowego”. Kategorii wykorzystywanej obecnie najczęściej na gruncie przepisów prawa rynku kapitałowego, a zwłaszcza tzw. regulacji prospektowych – mających na celu głównie ochronę inwestorów (zwłaszcza tych „drobnych”), a nie chociażby właściwe wyważenie interesów dłużników i wierzycieli<sup>4</sup>. W obliczu coraz częściej spotykanego mariażu finansów i nowoczesnych technologii (*FinTech*)<sup>5</sup>, konieczności zapewnienia pronunijnej wykładni prawa krajowego<sup>6</sup>, jak również zachowania neutralności technologicznej przepisów nadzorczych (ang. *technological neutrality – same activities, same risks, same rules, same supervision approach*)<sup>7</sup> stosowna rewizja tej kategorii pojęciowej wydaje się obecnie niezbędna.

\* Autor jest współpracownikiem kancelarii RKKW – KWAŚNICKI, WRÓBEL & Partnerzy Radcowie Prawni sp. p. z siedzibą w Warszawie.

<sup>1</sup> Zob. m.in. AMF, Summary of replies to the public consultation on Initial Coin Offerings (ICOs), dostępne na: [http://amf-france.org/en\\_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Fa9e0ae85-f015-4beb-92d2-ecce78819d4da](http://amf-france.org/en_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Fa9e0ae85-f015-4beb-92d2-ecce78819d4da) (sprawdzono: 9.4.2018 r.); BaFin, Initial Coin Offerings: Hinweisschreiben zur Einordnung als Finanzinstrumente, dostępne na: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl\\_hinweisschreiben\\_einordnung\\_ICOs.pdf](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_hinweisschreiben_einordnung_ICOs.pdf) (sprawdzono: 24.7.2018 r.), s. 1–5; ESMA, Report. The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets, 7.2.2017, dostępne na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/dlt\\_report\\_-\\_esma50-1121423017-285.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/dlt_report_-_esma50-1121423017-285.pdf) (sprawdzono: 2.2.2018 r.); FINMA, Regulatory treatment of initial coin offerings, FINMA Guidance 04/2017, dostępne na: <https://www.finma.ch/en/news/2017/09/20170929-mm-ico/> (sprawdzono: 5.2.2018 r.); FSB, Crypto-assets: 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.); HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England, Cryptoassets Taskforce: final report, dostępne na: <https://www.gov.uk/government/publications/cryptoassets-taskforce> (sprawdzono: 30.10.2018 r.).

<sup>2</sup> Zob. A. Kotucha, ICO to nie jest IPO, dostępne na: <http://www.schiffersroczynski.pl/blog/401-ico-to-nie-jest-ipo> (sprawdzono: 5.2.2018 r.); A. Kopeć, W kilka chwil można zebrać miliony złotych. Wszystko, co trzeba wiedzieć o ICO, dostępne na: <https://businessinsider.com.pl/finanse/kryptowaluty/co-to-jest-ico-prawne-aspekty-kryptowalut-tokenow-i-coinow/8tlx2mp> (sprawdzono: 15.7.2018 r.); J.J. Szczerbowski, *Lex Cryptographia. Znaczenie prawne umów i jednostek rozliczeniowych opartych na technologii Blockchain*, Warszawa 2018 r., s. 92–93.

<sup>3</sup> Jak słusznie wskazują P. Hacker, Ch. Thomale: „(...) such a view is naïve, at best: while it is true that, with very few exceptions, there is no regulation specifically and expressly tailored at ICOs, general securities regulation may apply to ICOs irrespective of the novel technology that undergirds them (...) This particularly holds if one looks at EU law from a purposive and functional rather than a merely formalist point of view: Substantially speaking, securities regulation on both sides of the Atlantic is intended to apply wherever investors' interests typically are at stake”. 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. 5, 42.

<sup>4</sup> Zob. K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012, s. 6 i n. oraz 196–197; *tenże*, Głos w dyskusji na temat istoty zdematerializowanych papierów wartościowych, PPH Nr 9/2016, s. 35 i n.; A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2011, s. 1–2, 34. Jak trafnie wskazuje F. Zoll, ujęcie papieru wartościowego na gruncie prawa rynku kapitałowego nie ma żadnego waloru definicyjnego z punktu widzenia prywatnoprawnego pojęcia papieru wartościowego. F. Zoll [w:] *Prawo papierów wartościowych*, pod red. S. Włodyki, Warszawa 2004, s. 73–74.

<sup>5</sup> Zob. Komunikat Komisji, Plan działania w zakresie technologii finansowej: w kierunku bardziej konkurencyjnego i innowacyjnego europejskiego sektora finansowego, COM/2018/0109 final, dostępny na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018D0109> (sprawdzono: 17.4.2018 r.); EBA, The EBA's Fintech Roadmap: Conclusions from the Consultation on the EBA's Approach to Financial Technology (FinTech), 15.3.2018 r., dostępny na: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1919160/EBA+FinTech+Roadmap.pdf> (sprawdzono: 7.8.2018 r.).

<sup>6</sup> Zob. wyrok TS z 10.4.1984 r. w sprawie *Sabine von Colson i Elizabeth Kamann przeciwko Land Nordrhein-Westfalen*, 14/83, ECR 1984, s. 1891, *Legalis*, teza 26 i 28; wyrok TS z 13.11.1990 r. w sprawie *Marleasing SA przeciwko La Comercial Internacional de Alimentacion SA*, C-106/89, ECR 1990, s. I-4135, *Legalis*; wyrok TS z 4.7.2006 r. w sprawie *Konstantinos Adeneleri inni przeciwko Ellinikos Organismos Galaktos (ELOG)*, C-212/04, ECR 2006/7A/I-06057, t. 111, cyt. za W. Rowiński, Nakaz dokonywania wykładni pronunijnej jako dyrektywa wykładni systemowej, RPEiS, Vol. LXXVIII, nr 1, 2016, s. 101.

<sup>7</sup> „EU policies should be: Technology-neutral to ensure that the same activity is subject to the same regulation irrespective of the way the service is delivered, so that innovation is enabled and level-playing field preserved (...) Our regulatory framework is technology neutral: the same activity should be subject to the same rules. Nevertheless, it must also be applied in a proportionate manner, reflecting the business model, size, systemic significance, as well as the complexity and cross-border activity of the regulated entities”. Consultation document: *FinTech: a more competitive and innovative European financial sector*, dostępne na: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-consultation-document\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-consultation-document_en_0.pdf) (sprawdzono: 10.6.2018 r.), s. 4–5, 15; Update to the Report on the IOSCO automated advice tools survey – final report 4, dostępne na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD552.pdf> (sprawdzono: 17.7.2018 r.), s. 4, 15, 29; EBA, The EBA's Fintech Roadmap: Conclusions from the Consultation on the EBA's Approach to Financial Technology (FinTech), 15.3.2018 r., dostępne na: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1919160/EBA+FinTech+Roadmap.pdf> (sprawdzono: 7.8.2018 r.); s. 3, 11, 30.

## Token cyfrowy jako walor mobilny

W wyniku dynamicznego rozwoju technologii rozproszonych baz danych (ang. *distributed ledger technology* – DLT<sup>8</sup>), w tym produktów opartych na technologii *blockchain*<sup>9</sup>, na rynkach finansowych pojawiła się cała gama różnego rodzaju cyfrowych tokenów (ang. *digital tokens*)<sup>10</sup>. Proces, w którym są one przedstawiane do nabycia nieograniczonej liczbie odbiorców, przyjęło się określać mianem ICO, tworząc tym samym dość oczywiste asocjacje z pierwszymi ofertami publicznymi papierów wartościowych (ang. *initial public offering* – IPO)<sup>11</sup>.

Tylko w samym 2017 r. z wykorzystaniem tokenów, emitowanych głównie w standardzie ERC20<sup>12</sup>, zebrano kwotę około 3,8 mld dolarów<sup>13</sup>. Jak wynika zaś z raportu PwC, w pierwszych pięciu miesiącach 2018 r. w ramach procesów ICO zebrano fundusze o równowartości około 13,7 mld dolarów<sup>14</sup>, przy czym istnieją szacunki, według których wartość wszystkich tokenów nabytych w procesach ICO sięga obecnie około 75 mld dolarów<sup>15</sup>, choć dynamika tych procesów w ostatnich miesiącach ewidentnie spadła.

Nie tylko znaczne kwoty zebranego kapitału, ale również podobieństwa przynajmniej niektórych tokenów do papierów wartościowych wzbudziły zainteresowanie nimi wielu organów nadzoru<sup>16</sup>. Najczęściej jednak swoje działania ograniczyły one do publicznych ostrzeżeń, nie do końca wiedząc, jak właściwie traktować i nadzorować procesy ICO.

## Cel artykułu

Celem tego artykułu nie jest dokonanie jakiegokolwiek klasyfikacji tokenów<sup>17</sup>, przedstawienie standardowego procesu ICO<sup>18</sup> ani też omówienie przeprowadzonych dotychczas emisji<sup>19</sup>.

Istotną zaś będzie odpowiedź na pytanie, czy kierując się zasadami wykładni funkcjonalnej i celowościowej, zwłaszcza na gruncie przepisów prospektowych, mając na względzie coraz silniej artykułowaną przez Komisję Europejską zasadę neutralności technologicznej, przynajmniej niektóre tokeny, analizowane w konkretnych okolicznościach emisji konkretnego tokenu<sup>20</sup>, w szczególności tzw. udziałowe (ang. *equity tokens*) lub inwestycyjne (ang. *investment tokens*), nie

<sup>8</sup> Zob. D.A. Zetzsche, R.P. Buckley, A.W. Douglas, The Distributed Liability of Distributed Ledgers: Legal Risks of Blockchain (August 13, 2017), European Banking Institute Working Paper Series 14, dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3018214> (sprawdzono: 29.4.2018 r.).

<sup>9</sup> Zob. A. Wright, P. De Filippi, Decentralized Blockchain Technology and the Rise of Lex Cryptographia 2015, dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=2580664> (sprawdzono: 29.12.2017 r.); J. Rohr, A. Wright, Blockchain-Based Token Sales, 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. 7 i n.

<sup>10</sup> Zob. H. Benedetti, L. Kostovetsky, Digital Tulips? Returns to Investors in Initial Coin Offerings (May 20, 2018), dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3182169> (sprawdzono: 30.8.2018 r.); A. Gurrea-Martinez, N. Remolina, The Law and Finance of Initial Coin Offerings (May 21, 2018), Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper No. 4/2018, dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3182261> (sprawdzono: 30.8.2018 r.). Opis różnego rodzaju tokenów emitowanych w ramach ICO (ang. *initial coin offerings*) znajduje się na: <https://www.smithandcrown.com/icos/>.

<sup>11</sup> Zob. A. Collomb, P. De Filippi, K. Sok, From IPOs to ICOs: The Impact of Blockchain Technology on Financial Regulation (May 26, 2018), dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3185347> (sprawdzono: 28.8.2018 r.); S. Cohny, D. Hoffman, J. Sklaroff, D. Wishnick, Coin-operated Capitalism (17.7.2018), dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3215345> (sprawdzono: 10.9.2018 r.), s. 2; D.A. Zetzsche, R.P. Buckley, A.W. Douglas, L. Föhr, The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators (February 15, 2018), European Banking Institute Working Paper Series 18/2018, dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3072298> (sprawdzono: 2.5.2018 r.), s. 17; H. Benedetti, L. Kostovetsky, Digital Tulips?..., *op. cit.*, s. 2–3; R. Robinson, The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings. UDenver Legal Studies Research Paper No. 18–01, dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3087541> lub <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3087541> (sprawdzono: 4.2.2018 r.), s. 26; J. Rohr, A. Wright, Blockchain-Based..., *op. cit.*, s. 13.

<sup>12</sup> Zob. ERC20 Token Standard, The Ethereum Wiki, dostępne na: [https://theethereum.wiki/w/index.php/ERC20\\_Token\\_Standard](https://theethereum.wiki/w/index.php/ERC20_Token_Standard) (sprawdzono: 2.2.2018 r.); Ethereum, Create your own Crypto-currency with Ethereum, dostępne na: <https://www.ethereum.org/token> (sprawdzono: 3. 2.2018 r.); Ethereum White Paper: A Next-Generation Smart Contract and Decentralized Application Platform, dostępne na: <https://github.com/ethereum/wiki/wiki/White-Paper> (sprawdzono: 30.1.2018 r.). Zob. też J. Rohr, A. Wright, Blockchain-Based..., *op. cit.*, s. 12–13; R. Robinson, The New Digital..., *op. cit.*, s. 23 i n.

<sup>13</sup> Przy tym niektóre pojedyncze projekty przyniosły nawet po kilkaset milionów dolarów przychodów (Filecoin – 257 mln USD; Tezos – 232 mln USD; EOS Stage – 185 mln USD; Paragon – 183 mln USD; Bancor – 153 mln USD; Kin Kik – 97 mln USD; Status – 90 mln USD; MobileGO – 53 mln USD). Zob. C. Scheduler, Cryptocurrency ICO Status 2017, dostępne na: <https://www.coinschedule.com/stats.php?year=2017> (sprawdzono: 5.2.2018 r.); zob. też S. Cohny, D. Hoffman, J. Sklaroff, D. Wishnick, Coin-operated Capitalism..., *op. cit.*, s. 4, 14; J. Rohr, A. Wright, Blockchain-Based..., *op. cit.*, s. 1 i n.; P. Hacker, Ch. Thomale, Crypto-Security..., *op. cit.*, s. 5–8; R. Robinson, The New Digital..., *op. cit.*, s. 5–6.

<sup>14</sup> Zob. <https://www.pwc.com/gx/en/issues/blockchain/blockchain-in-business.html>; por. S. Cohny, D. Hoffman, J. Sklaroff, D. Wishnick, Coin-operated Capitalism..., *op. cit.*, s. 4.

<sup>15</sup> Zob. D.A. Zetzsche, R.P. Buckley, A.W. Douglas, L. Föhr, The ICO..., *op. cit.*, s. 2, 17.

<sup>16</sup> Zob. IOSCO, Regulators' Statements on Initial Coin Offerings: <http://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements>.

<sup>17</sup> Zob. D.A. Zetzsche, R.P. Buckley, A.W. Douglas, L. Föhr, The ICO..., *op. cit.*, s. 6–16; T. Euler, The Token Classification Framework. A multi-dimensional tool for understanding and classifying crypto tokens, dostępne na: <https://medium.com/untitled-inc/the-token-classification-framework-290b518eaab6> (sprawdzono: 29.1.2018 r.); R. Robinson, The New Digital..., *op. cit.*, s. 50–52; S. Blemus, Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide (January 17, 2018). *Revue Trimestrielle de Droit Financier (RTDF)*, dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3080639> (sprawdzono: 9.2.2018 r.), s. 1 i n.

<sup>18</sup> Zob. J. Rohr, A. Wright, Blockchain-Based..., *op. cit.*, s. 16–19.

<sup>19</sup> Zob. H. Benedetti, L. Kostovetsky, Digital Tulips?..., *op. cit.*, s. 15 i n.

<sup>20</sup> Zob. BaFin, Initial Coin Offerings..., *op. cit.*, s. 2. Por. J.J. Szczerbowski, *Lex...*, *op. cit.*, s. 84–85.

powinny zostać uznane za „papiery wartościowe”, a szerzej – za „instrumenty finansowe”<sup>21</sup>, z wszystkimi tego konsekwencjami prawnymi<sup>22</sup>.

## Rozporządzenie prospektowe

Punktem wyjścia do dalszej analizy warto uczynić rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129<sup>23</sup> uchylające dyrektywę prospektową (2003/71/WE)<sup>24</sup>. Przepisy rozporządzenia prospektowego zastąpią dotychczasowe regulacje zasadniczo od 21.7.2019 r., jest to jednak akt prawny obowiązujący już obecnie.

Zgodnie z art. 2 pkt (a) rozporządzenia<sup>25</sup> dla celów tego rozporządzenia<sup>26</sup> – definicja nominalna i porządkująca – „papiery wartościowe” (ang. *securities*)<sup>27</sup> mają to samo znaczenie co „zbywalne papiery wartościowe” (ang. *transferable securities*) w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 44 MiFID II<sup>28</sup>, z pominięciem jednak „instrumentów rynku pieniężnego” (ang. *money market instruments*), zdefiniowanych w art. 4 ust. 1 pkt 17 MiFID II<sup>29</sup>, o terminie zapadalności krótszym niż 12 miesięcy<sup>30</sup>. Warto przy tym wskazać, że w duchu tego samego przepisu MiFID II powinien być interpretowany także art. 3 pkt 1) ustawy z 29.7.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi<sup>31</sup>.

## Siatka pojęciowa

Należy zauważyć, że zgodnie z Anekssem I Sekcja C pkt (1) MiFID II do kategorii „instrumentów finansowych” (ang.

*financial instruments*) należą „zbywalne papiery wartościowe”, nie zaś jakiegokolwiek „papiery wartościowe”. Natomiast pojęcie „papieru wartościowego” w rozumieniu MiFID II jest zakresowo szersze od tego samego pojęcia na gruncie rozporządzenia.

Z powyższych względów, ale przede wszystkim z uwagi na celowość oderwania tłumaczeń angielskiego terminu „*securities*”<sup>32</sup> od konotacji rzeczowych i w ogóle materialnych, w dalszej części tego artykułu „*securities*” w rozumieniu MiFID II nazywać będę „walorami” lub „tytułami” (fr. *titres*, hiszp. *Valores*, wł. *valori*), zaś „transferable securities” – „walorami mobilnymi” (fr. *valeurs mobilières*, hiszp. *valores negociables*, wł. *valori mobiliari*), a nie, jak się powszechnie ten termin tłumaczy, zbywalnymi papierami wartościowymi<sup>33</sup>.

Warto przy tym wskazać, że posługiwanie się terminem „papier wartościowy” na gruncie przepisów prospektowych jest również nie do końca adekwatne. Artykuł 2 pkt (a) nie definiuje bowiem pojęcia „*securities*”, lecz zasadniczo odwołuje się do definicji „waloru mobilnego” z MiFID II. Nie każdy zaś „walor” musi mieć formę papieru (w ogóle dokumentu).

Należy także wyjaśnić, że zgodnie z art. 2 pkt (b) rozporządzenia szczególną kategorię papierów wartościowych (ang. *securities*) tworzą tzw. **udziałowe papiery wartościowe** (ang. *equity securities*). Są to akcje i inne walory mobilne równoważne akcjom w spółkach, jak również wszelkie inne typy walorów mobilnych dających prawo nabycia takich walorów mobilnych w wyniku ich zamiany lub wykonania praw

<sup>21</sup> Zob. P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] Prawo rynku kapitałowego. Komentarz, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, Warszawa 2018, Legalis, kom. do art. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, Nb 1.

<sup>22</sup> Zob. P. Hacker, Ch. Thomale, *Crypto-Securities...*, op. cit., s. 17–39; D.A. Zetsche, R.P. Buckley, A.W. Douglas, L. Föhr, *The ICO...*, op. cit., s. 26–27; I.M. Barsan, *Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO)* (November 2, 2017). *Revue Trimestrielle de Droit Financier (RTDF)*, n° 3, 2017, dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3064397> (sprawdzono: 25.4.2018 r.), s. 58–62.

<sup>23</sup> Rozporządzenie 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.

<sup>24</sup> Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4.11.2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dz.Urz. L Nr 345 z 6.7.2001 r., s. 64 ze zm.; dalej jako: dyrektywa prospektowa.

<sup>25</sup> Por. art. 2 ust. 1 pkt (a) dyrektywy prospektowej. Zob. I. Pieczyńska-Czerny [w:] Prawo rynku..., pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, op. cit., kom. do art. 2 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 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, Nb 1.

<sup>26</sup> Por. art. 3 ust. 2 pkt a) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 z 16.4.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE; Dz.Urz. L Nr 173 z 12.6.2014 r., dalej jako: MAR.

<sup>27</sup> Fr. *valeurs mobilières*, hiszp. *Valores*, niem. *Wertpapiere*, wł. *titoli*.

<sup>28</sup> 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.

<sup>29</sup> Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 17) MiFID II, „instrumenty rynku pieniężnego” oznaczają te klasy instrumentów, które są zazwyczaj przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym, takie jak bony skarbowe, świadectwa depozytowe i komercyjne papiery wartościowe, z wyłączeniem instrumentów płatniczych.

<sup>30</sup> Dyrektywa prospektowa, uchylona przez rozporządzenie prospektowe, przy definicji „zbywalnych papierów wartościowych” odsyła do art. 1 ust. 4 dyrektywy Rady 93/22/EWG z 10.5.1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, Dz.Urz. L Nr 141 z 11.6.1993 r., s. 27; dalej jako: dyrektywa ISP. Zob. też European Securities Markets Expert Group – ESME, *Financial Instruments. Impact of definitions on the perimeter of FSAP Directives* dostępne na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/fin-instruments-050308\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/fin-instruments-050308_en.pdf) (sprawdzono: 23.9.2017 r.), s. 2 i n.

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

<sup>32</sup> Wiele wersji językowych wprost odchodzi od asocjacji z dokumentami, posługując się pojęciami takimi jak „walor” czy „tytuł”, a nie „papier wartościowy”. W literaturze proponuje się także takie pojęcie jak „prawo wartościowe”. Zob. K. Zaradkiewicz, *Ustawa...*, op. cit., kom. do art. 3, Nb 104.

<sup>33</sup> Warto zwrócić uwagę, że także polski ustawodawca, świadomie czy nie, posługuje się w art. 3 pkt 1) lit. b) ObrInstrFinU pojęciem „zbywalnego prawa majątkowego”, a nie „zbywalnego papieru wartościowego”. Pojęcie „security” w rozumieniu MiFID II wiąże on zatem z pojęciem „prawa majątkowego”. Ewidentnie nie był on bowiem w stanie znaleźć odpowiedniego terminu na określenie walorów opisanych w art. 4 ust. 1 pkt 44) lit. c) MiFID II.

w nich inkorporowanych (ang. *conferred by them*<sup>34</sup>), pod warunkiem że takie papiery emitowane są przez emitenta akcji bazowych lub przez jednostkę należącą do grupy tego emitenta.

## Pojęcie waloru wg MiFID II

Na tle przepisów prospektowych podstawowego znaczenia nabiera interpretacja pojęcia „waloru” na gruncie MiFID II<sup>35</sup>. Jeżeli coś nie jest „walorem”, nie jest też „walorem mobilnym”, a tym samym nie może być również „papierem wartościowym” w rozumieniu rozporządzenia prospektowego, przy czym pojęcie „waloru” zakresowo obejmuje nie tylko „walory mobilne”, w tym – z uwagi na wyłączenie z art. 2 pkt (a) rozporządzenia – „instrumenty rynku pieniężnego” o terminie zapadalności krótszym niż 12 miesięcy (takie „zbywalne długi” jak bony skarbowe, świadectwa depozytowe i papiery komercyjne)<sup>36</sup>, ale również „instrumenty płatnicze” (z uwagi na wyłączenie z art. 4 ust. 1 pkt 44) MiFID II).

Żadna z regulacji europejskich nie zawiera definicji „waloru” (papieru wartościowego – w polskiej wersji językowej MiFID II). Dokonując wykładni pojęcia „waloru”, warto zatem spróbować sprowadzić do wspólnego mianownika takie walory, jak prawa udziałowe (np. akcje, w tym inkorporowane w dokumencie oraz zdematerializowane<sup>37</sup>, tj. prawa majątkowe zapisane na rachunku<sup>38</sup>), tytuły dłużne, instrumenty płatnicze oraz instrumenty rynku pieniężnego, niezależnie od tego, czy mają formę materialną, czy niematerialną.

Próbę taką podjął K. Zacharzewski<sup>39</sup>, tworząc koncepcję „środków symbolizujących prawa podmiotowe”. Stanowi ona rozwinięcie pewnej obserwacji, że cechą wyróżniającą każdy walor jest szczególna „relacja związania”<sup>40</sup>, zachodząca między prawem majątkowym i tym „czymś”, co to prawo wyraża (symbolizuje)<sup>41</sup>. Środek symbolizujący prawo podmiotowe stanowi prawną kompozycję prawa podmiotowego oraz „nośnika”, w tym tak charakterystycznego jak „wpis na rachunek”<sup>42</sup>. Związek między prawem a nośnikiem powstaje w wyniku nadejścia skutków kreacyjnego zdarzenia prawnego<sup>43</sup>, również zróżnicowanego pod względem charakteru i treści<sup>44</sup>. Jak wskazuje K. Zacharzewski<sup>45</sup>, prawo podmiotowe może pozostawać w związku z różnymi nośnikami. Nośnikami mogą być dokumenty, żetony, karty magnetyczne, ale również cyfrowe tokeny.

Koncepcja ta, pomimo że niedoskonała, na tle przepisów prospektowych jest dość pomocna<sup>46</sup>. Obserwując dyskusje toczące się na temat konstrukcji prawnej „papierów wartościowych zdematerializowanych”<sup>47</sup>, można zaryzykować stwierdzenie, że „walor” jest niczym innym jak prawem majątkowym (roszczeniem) wyrażonym w pewnym „nośniku”, przez co modyfikacji ulegają zasady rozporządzania tym prawem<sup>48</sup>. Po związaniu prawa podmiotowego z „nośnikiem” zmieniają się reguły wyznaczające porządek legitymacyjny. Nośnik danego prawa podmiotowego staje się wyłącznym albo niewyłącznym środkiem wykazania swojego uprawnienia, zaś korzystanie z prawa podmiotowego staje się możliwe np. po prezentacji zwiazanego z nim nośnika<sup>49</sup>.

<sup>34</sup> Polska wersja językowa rozporządzenia prospektowego jest w tym zakresie zupełnie niewłaściwa: „(...) praw przez nie przenoszonych”.

<sup>35</sup> Por. art. 3 ust. 2 pkt (a) MAR; art. 1 ust. 3 pkt (b) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z 16.4.2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku), Dz. Urz. L Nr 173 z 12.6.2014 r., s. 179.

<sup>36</sup> Jak wyjaśniła Komisja Europejska na gruncie MiFID I: „(...) according to the ECB statistical framework, money market instruments are defined as those classes of transferable debt instruments which are normally traded on the money market (for example, certificates of deposit, commercial paper and banker's acceptances, treasury and local authority bills)”. Komisja Europejska, Your questions on MiFID, dostępne na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isid/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isid/questions/questions_en.pdf) (sprawdzono: 2.2.2018 r.), s. 47.

<sup>37</sup> Warto zauważyć, że w reżimie dematerializacji pierwotnej tzw. papiery wartościowe zdematerializowane nie są odmianą papierów wartościowych tradycyjnych. Zob. K. Zacharzewski, Głos..., *op. cit.*, s. 35–36.

<sup>38</sup> W przypadku takich „walorów” prawa majątkowe związane są z wpisem na rachunek, a nie z dokumentem. Jak wskazuje K. Zacharzewski: „zdematerializowany papier wartościowy nie jest »kontynuacją« analogicznego pod względem treści papieru wartościowego dokumentowego (...). Nie ma więc podstaw do poszukiwania punktów stykowych występujących – ewentualnie – pomiędzy papierami wartościowymi dokumentowymi oraz papierami wartościowymi zdematerializowanymi”, K. Zacharzewski, Głos..., *op. cit.*, s. 36 i 39.

<sup>39</sup> K. Zacharzewski, Prawo..., *op. cit.*, s. 202–214.

<sup>40</sup> Podstawą związania prawa podmiotowego z nośnikiem, kształtującą treść tego stosunku (związania), jest nie tylko czynność prawna, ale również są nią ustawa, zasady współżycia społecznego oraz ustalone zwyczaje (art. 56 KC).

<sup>41</sup> Zob. M. Romanowski [w:] System Prawa Prywatnego. T. 18. Prawo papierów wartościowych, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2016, s. 53.

<sup>42</sup> Przy tym w przypadku niektórych „nośników” istnieją daleko idące ograniczenia ustawowe co do praw podmiotowych, które mogą być przez nie symbolizowane. Istnieje jednak cały szereg różnego rodzaju „nośników”, których emitowanie (kreowanie) nie jest w żaden sposób przez ustawę regulowane. Zob. K. Zacharzewski, Prawo..., *op. cit.*, s. 208–209.

<sup>43</sup> Wśród zdarzeń prawnych najważniejsze znaczenie odgrywiają umowy. Zob. K. Zacharzewski, Prawo..., *op. cit.*, s. 207.

<sup>44</sup> *Ibidem*, s. 203.

<sup>45</sup> *Ibidem*, s. 204.

<sup>46</sup> Z punktu widzenia przepisów prospektowych to, w jaki sposób związanie prawa majątkowego z nośnikiem wpływa na cywilnoprawną pozycję dłużnika i wierzyciela, nie ma większego znaczenia.

<sup>47</sup> Zob. K. Zacharzewski, Prawo..., *op. cit.*, s. 202 i n.

<sup>48</sup> Na tle przepisów prawa rynku kapitałowego możliwe byłoby zatem sformułowanie definicji „waloru” zbliżonej do definicji legalnej papieru wartościowego przyjętej w art. 965 szwajcarskiego prawa zobowiązań. Por. J. Jastrzębski, Pojęcie papieru wartościowego..., *op. cit.*, s. 138–140. W swoim opracowaniu monograficznym J. Jastrzębski formułuje pogląd, zgodnie z którym istota papieru wartościowego jest związana z modyfikacją zasad obrotu prawem ucieleśnionym w dokumencie (prawem dokumentowym), ukształtowanym przez swoiste ujawnienie tego prawa w obrocie i przyjęcie mechanizmu identyfikacji uprawnionego.

<sup>49</sup> *Ibidem*, s. 213–214.

Koncepcja ta jest w istocie zbieżna z bardziej osadzoną cywilnoprawnie i stworzoną na inne potrzeby koncepcją tzw. podwójnych klauzul dokumentowych *F. Zolla*<sup>50</sup>. Zdaniem tego autora dla przyjęcia, że dany stosunek prawny można kwalifikować jako wynikający z „papieru wartościowego”, rozstrzygające znaczenie ma odpowiednie ukształtowanie relacji między wierzycielem a dłużnikiem<sup>51</sup>, składające się na porządek legitymacyjny<sup>52</sup>, a nie tzw. zdolność obrotowa<sup>53</sup>. W przypadku „waloru” porządek legitymacyjny dotyczący określonego prawa majątkowego zostaje zmodyfikowany w związku z faktem wytworzenia pewnego „nośnika” (np. wybicia odpowiedniego tokenu). Dysponowanie danym „nośnikiem” pozwala w sposób uproszczony ustalać, kto jest dłużnikiem, kto jest wierzycielem, co powinien świadczyć, do czyich rąk oraz z jakim skutkiem. Wszystkie te zagadnienia mogą zostać rozstrzygnięte autonomiczną decyzją stron (emitenta i nabywcy) i nie powinny wymagać zachowania jakiejś szczególnej formy, zaś „nośnikiem” można uznać w zasadzie wszystko, co się do takich celów nadaje<sup>54</sup>. Należy przy tym wskazać, że posłużenie się pewnym „nośnikiem” przy zawiązaniu danego stosunku prawnego najczęściej ma na celu zwiększenie obrotowości prawa oraz zwiększenie bezpieczeństwa obrotu<sup>55</sup>. Nie oznacza to jednak, że każdy „walor” musi pełnić funkcję obiegową<sup>56</sup>.

W warstwie prawnej walor jest pewną aproksymacją prawa podmiotowego, zaś w warstwie „technicznej” jest on po prostu papierem, zapisem, żetonem, cyfrowym tokenem, przy czym przedmiotem cywilnoprawnego obrotu są w istocie prawa majątkowe, a nie nośniki „inkorporujące” te prawa<sup>57</sup>. Przeniesienie nośnika, czy też dokonanie „wpisu na rachunek”, może być natomiast warunkiem prawnym rozporządzenia danym prawem majątkowym (zob. np. art. 7 ust. 1 ObrInstrFinU).

W świetle powyższego praktycznie każdy token wybity (ang. *minted*) w ramach ICO może być uznany za „walor” w rozumieniu MiFID II. Nie każdy będzie jednak „walorem mobilnym”.

## Walory mobilne

Jak wynika z właściwej wykładni art. 4 ust. 1 pkt 44) MiFID II, przeprowadzonej w oparciu o analizę różnych wersji językowych tego aktu, za **walory mobilne**<sup>58</sup> uznaje się takie kategorie walorów (tytułów)<sup>59</sup> mogących być przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym<sup>60</sup> – za wyjątkiem „instrumentów płatniczych”<sup>61</sup> – jak<sup>62</sup>:

- 1) akcje (w rozumieniu praw udziałowych)<sup>63</sup> spółek, inne walory (tytuły) odpowiadające akcjom spółek kapitało-

<sup>50</sup> Zob. *F. Zoll*, *Klauzule dokumentowe...*, *op. cit.*, s. 37–65.

<sup>51</sup> Papierem wartościowym, w najszerszym tego pojęcia znaczeniu, jest takie prawo majątkowe, które zostało wyposażone (przez ustawę lub właściwą umowę) w klauzulę papieru wartościowego (prostą – podwójną klauzulę prezentacyjną – lub kwalifikowaną – podwójną klauzulę legitymacyjną). Zob. *F. Zoll* [w:] *System Prawa Handlowego*. T. 4. *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. *M. Steca*, Warszawa 2016, Nb 5 i 44, s. 82–83, 91; por. *M. Romanowski* [w:] *System...* T. 18, pod red. *A. Szumańskiego*, *op. cit.*, s. 28–30; 33–36.

<sup>52</sup> *F. Zoll* [w:] *System...* T. 4, pod red. *M. Steca*, *op. cit.*, Nb 5, s. 76.

<sup>53</sup> Zob. *ibidem*, Nb 5, s. 78 i n.

<sup>54</sup> Por. *ibidem*, Nb 5, s. 106.

<sup>55</sup> Jak piszą *P. Hacker* i *Ch. Thomale*: „While transferability refers to the mere fact of passing on ownership in securities, their negotiability concerns the ease with which ownership can be transferred. It is easy to see that negotiability in fact implies transferability (...). It is the very essence of tokenization that ownership of claims is inherently linked to tokens that are directly registered on the blockchain. Therefore, the criterion of sufficient protection against invalid transfer of ownership is clearly fulfilled in blockchain-based tokens. Hence, those tokens that are, or can be, actively traded on cryptocurrency platforms are negotiable”, Zob. *P. Hacker*, *Ch. Thomale*, *Crypto-Securities...*, *op. cit.*, s. 21–22.

<sup>56</sup> „W przypadku klauzul zastrzeżonych w interesie wierzyciela (...) zwiększa się obrotowość prawa, ponieważ wierzyciel nie ponosi ryzyka, że zajądą okoliczności zwalniające dłużnika, przez świadczenie do rąk osoby niewykazanej dokumentem, a w przypadku klauzul »publicznej wiary«, że dłużnik podniesie zarzuty ze stosunku podstawowego (w przypadku zmian podmiotowych) oraz że nie dojdzie do nabycia prawa, mimo działania przez nabywcę w dobrej wierze (w zaufaniu do legitymacji osoby, której uprawnienie zostało odpowiednio wykazane)”. *F. Zoll* [w:] *System...* T. 4, pod red. *M. Steca*, *op. cit.*, Nb 5, s. 79.

<sup>57</sup> Zob. *K. Zaradkiewicz*, *Ustawa...*, *op. cit.*, kom. do art. 3, Nb 67–68.

<sup>58</sup> Por. art. 2 ust. 1 pkt n) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z 13.7.2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), Dz.U. L Nr 302 z 17.11.2009 r.; dalej jako: dyrektywa UCITS.

<sup>59</sup> Ang. *classes of securities*, fr. *catégories de titres*, hiszp. *categorías de valores*, niem. *Kategorien von Wertpapieren*, wł. *categorie di valori*.

<sup>60</sup> Ang. *negotiable on the capital market*, fr. *negociables sur le marché des capitaux*, hiszp. *negociables en el mercado de capitales*, niem. *auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können*. W ten sposób w poszczególnych językach państw członkowskich ujęta została cecha obiegowości na rynku (ang. *negotiability*). Jak wskazują *P. Hacker* i *Ch. Thomale*, „In general, EU law employs three rather formal criteria and one more substantive criterion to define a security. The formal ones are transferability; standardization; and negotiability on capital markets (with negotiability, however, being a subcase of transferability) (...) transferability only means that the units can be assigned to another person at all, irrespective of whether certificates exist that register or document the existence of the units”, *P. Hacker*, *Ch. Thomale*, *Crypto-Securities...*, *op. cit.*, s. 19–20.

<sup>61</sup> Ang. *instruments of payment*, fr. *instruments de paiement*, hiszp. *instrumentos de pago*, niem. *Zahlungsinstrumenten*, wł. *strumenti di pagamento*. Jak wyjaśniła Komisja Europejska na gruncie MiFID, „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*, *Your questions on MiFID*, na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf) (sprawdzone: 2.2.2018 r.), s. 45.

<sup>62</sup> Ang. *such as*, fr. *telles que*, hiszp. *Como*, niem. *Wie*, wł. *ad esempio*. Jak twierdzą *P. Hacker* i *Ch. Thomale*, „(...) the list only contains nonexhaustive examples (»such as«). However, it is precisely for novel types of investment products, such as tokens, that the list becomes relevant: it offers archetypical examples of securities that show what the legislator had in mind when regulating these entities. From a functional perspective, tokens must at least be comparable to these typical securities in order to trigger securities regulation”, *P. Hacker*, *Ch. Thomale*, *Crypto-Securities...*, *op. cit.*, s. 24.

<sup>63</sup> Akcja może być rozumiana jako konglomerat praw i czasem również obowiązków. W przypadku akcji zdematerializowanych są to „prawa z papieru wartościowego zdematerializowanego (art. 7 ust. 1 ObrInstrFinU), tj. w istocie z zapisu na rachunku papierów wartościowych. Zob. *A. Chłopecki*, (Niekłó-), *op. cit.*, s. 8–9.

- wych, spółek osobowych lub innych podmiotów lub kwity depozytowe dotyczące akcji;
- 2) obligacje lub inne formy sekurytyzowanego długu (tytułów dłużnych<sup>64</sup>), w tym kwity depozytowe dotyczące takich tytułów;
  - 3) wszelkie inne walory (tytuły) dające prawo nabycia lub zbycia jakichkolwiek takich – jak wymienione powyżej w pkt 1 lub 2 – walorów mobilnych lub powodujące rozliczenie w środkach pieniężnych określane w odniesieniu do walorów mobilnych, walut, stóp procentowych lub stóp zwrotu, towarów i innych wskaźników lub mierników<sup>65</sup>.

Definicja z art. 4 ust. 1 pkt 44) MiFID II jest definicją projektującą, przedmiotowo częstkową oraz oderwaną od konstrukcji i koncepcji cywilnoprawnych (służy ona bowiem innym celom, tj. wyznaczeniu zakresu zastosowania przepisów). Dla potrzeb zaś rozporządzenia, z uwagi na odesłanie z art. 2 pkt (a) rozporządzenia, tworzy ona definicję autonomiczną względem definicji przyjętych w poszczególnych państwach członkowskich w wyniku wcześniejszej implementacji dyrektywy MiFID II (zob. np. art. 3 pkt 1 ObrInstrFinU). **Pojęcie „papieru wartościowego” w rozumieniu rozporządzenia powinno być rozumiane jednolicie we wszystkich krajach Unii<sup>66</sup>.** To, czy system prawny danego państwa członkowskiego zawiera przepisy regulujące warunki emisji danego „instrumentu”, nie ma żadnego znaczenia dla jego kwalifikacji jako papieru wartościowego w rozumieniu roz-

porządzenia. **Mogą zatem istnieć instrumenty nieznanne w polskim systemie prawnym, które jednak w rozumieniu rozporządzenia należy uznać za „papiery wartościowe”.** Nie może być tak, że w jednym państwie członkowskim wykładania rozporządzenia prowadzić będzie do wniosku, że dany „instrument” jest papierem wartościowym, a w drugim, że nie<sup>67</sup>. Szeroko omawiany w polskiej literaturze spór dotyczący zasady *numerus clausus* papierów wartościowych na tle przepisów rozporządzenia przestaje mieć jakiegokolwiek znaczenie.

## Test ekwiwalentności funkcji

Z uwagi na konieczność zachowania odpowiedniej elastyczności przepisów – potrzebnej dla zapewnienia równego traktowania emitentów znajdujących się w podobnych sytuacjach faktycznych (ang. *similar level playing field*) – jak również z myślą o zasadzie neutralności technologicznej została ona stworzona w oparciu o **koncepcję tzw. ekwiwalentności funkcji** (ang. *notion of functional equivalence*)<sup>68</sup>. Poszczególne „walory mobilne” zdefiniowane zostały typologicznie – łącznik definicyjny „takie jak”<sup>69</sup> – poprzez wskazanie pewnych najbardziej reprezentatywnych typów takich walorów, a nie przez klasyczną definicję równościową<sup>70</sup>. Taka definicja pozwala na funkcjonalną wykładnię omawianego pojęcia i stosowanie podejścia, w którym istotę (treść) waloru stawia się ponad jego formę (ang. *substance over form*)<sup>71</sup>.

<sup>64</sup> Ang. *securitised debt* | fr. *titres de créance*, hiszp. *deuda titulizada*, niem. *Schuldtitel*, wł. *titoli di debito*. Z uwagi na treść art. 4 ust. 1 ustawy o obligacjach z 15.1.2015 r. (t. jedn.: Dz.U. z 2018 r. poz. 483 ze zm.) zasadne byłoby przetłumaczenie tego terminu jako „tytuły dłużne”. Por. art. 1 ust. 4 dyrektywy ISP, gdzie w polskiej wersji językowej pojawił się termin „papiery dłużne”.

<sup>65</sup> Identyczną definicję zawierał art. 4 ust. 1 pkt 18) MiFID [dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.4.2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.Urz. L Nr 145 z 30.4.2004 r., s. 1; dalej jako: MiFID)], przy czym polska wersja językowa tego przepisu została skonstruowana z tak wielu względów błędnie, że w ogóle nie warto się nią posługiwać. Zob. P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] *Prawo rynku...*, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, *op. cit.*, kom. do art. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, Nb 3.

<sup>66</sup> Nie ma zatem racji I. Pieczyńska-Czerny, twierdząc, że: „Normatywne znaczenie papierom wartościowym objętym definicją nadają właściwe regulacje krajowe. W części jurysdykcji możliwość kreacji papierów wartościowych jest ograniczona, co wynika z ukształtowanej w systemie prawnym zasady *numerus clausus*”, I. Pieczyńska-Czerny [w:] *Prawo rynku...*, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, kom. do art. 2 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 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, Nb 1.

<sup>67</sup> Przyjmując rozporządzenie, uznano, że na obecnym etapie rozwoju rynku wewnętrznego zasadne jest wprowadzenie nowej regulacji w formie aktu prawnego, który nie wymaga następczej implementacji. Jak trafnie wskazuje W. Nowosad: „Efektem zastosowania rozporządzenia do regulacji reżimu prospektowego jest więc unifikacja zasad przeprowadzania ofert publicznych oraz dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym na terenie całej UE”, W. Nowosad, *Nowe rozporządzenie prospektowe – analiza wybranych zmian legislacyjnych*, PPH Nr 10/2018, s. 43.

<sup>68</sup> A. Collomb, P. De Filippi, K. Sok, *From IPOs...*, *op. cit.*, s. 23.

<sup>69</sup> Zob. P. Hacker, Ch. Thomale, *Crypto-Securities...*, *op. cit.*, s. 20. Jak wyjaśniła Komisja Europejska na gruncie MiFID I: „The classes of securities mentioned in points (a) to (c) of the definition are non-exhaustive examples of securities that fall within the definition”, *Komisja Europejska*, *Your questions on MiFID*, dostępne na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf) (sprawdzono: 2.2.2018 r., s. 45).

<sup>70</sup> Pytanie o poprawność tej definicji jest pytaniem o jej użyteczność, tj. czy spełnia funkcje, jakim ma służyć. Zob. R. Veil, *European Capital Markets*, Oxford, Portland, 2017, s. 116 i n.

<sup>71</sup> Zob. *FINMA*, *Regulatory treatment of initial coin offerings*, FINMA Guidance 04/2017, 29.9.2017, dostępne na: <https://www.finma.ch/en/news/2017/09/20170929-mm-ico/> (sprawdzono: 05.02.2018 r.) oraz G. Giudici, *Legal Problems of the Blockchain: A Capital Markets Perspective* (April 9, 2018), dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=3240273> (sprawdzono: 5.10.2018 r.), s. 65 i n.; A. Gurrea-Martínez, N. Remolina, *The Law... op. cit.*, s. 19 i n. Jak piszą ww. autorzy, „The functional classification is very useful to understand the features, nature and economic function of tokens. Likewise, it may provide some guidance about the tentative legal regime applicable to the tokens. For example, as asset tokens are analogous to debt or equity, there are many chances that these tokens can be classified as «securities». Nevertheless, this intuitive relationship between the functional classification and the legal classification is just that: intuitive. Indeed, the fact that a token is classified as an «asset token» from a functional perspective does not necessarily mean that, from a legal perspective, it will be classified as security token – even though it will usually be so”, A. Gurrea-Martínez, N. Remolina, *The Law...*, *op. cit.*, s. 20.

Z uwagi na powyższe analiza tego, czy dany walor jest „walorem mobilnym” w rozumieniu MiFID II, a przez to „papierem wartościowym” w rozumieniu rozporządzenia, w pierwszej kolejności powinna polegać na zestawieniu i porównaniu funkcji pełnionej przez dany walor z funkcją takich walorów mobilnych, jak obligacje, akcje, prawa do akcji lub instrumenty pochodne rozliczane pieniężnie (test ekwiwalentności funkcji)<sup>72</sup>.

Przejście przez dany walor testu ekwiwalentności funkcji nie oznacza jednak od razu, że jest to walor mobilny. **Kluczową przesłanką uznania pewnych walorów za „walory mobilne” jest ich „obiegowość”** jako pewnej klasy walorów na rynku kapitałowym<sup>73</sup>.

## Cecha obiegowości na rynku

Walorami mobilnymi są wyłącznie te walory (tytuły), które łącznie tworzą pewną „klasę” walorów, a zatem są w pewien sposób wystandaryzowane<sup>74</sup>, i jako „klasę” cechuje je **obiegowość na rynku kapitałowym**. W praktyce, przynajmniej w przypadku klasycznych walorów, oznacza to emitowanie ich w serii<sup>75</sup>. Przy tym przez „rynek kapitałowy” należy rozu-

mieć każde „miejsce”, w którym interesy zbywców i nabywców instrumentów kapitałowych (ang. *equity instrument*) lub dłużnych (ang. *debt instrument*) mogą się spotkać<sup>76</sup>.

Przez „obiegowość” danej klasy walorów należy zatem rozumieć możliwość ich uproszczonego, względnie również bezpieczniejszego<sup>77</sup> przenoszenia praw majątkowych „wyrażonych” w walorze w takim właśnie miejscu<sup>78</sup>. Przy obecnej istniejącej technologii, w kategoriach cywilnoprawnych, najczęściej oznaczać to będzie powiązanie rozporządzenia danym prawem podmiotowym z zapisem na rachunku lub wpisem w odpowiednim rejestrze<sup>79</sup>, przy czym mechanizm lub technologia używana dla nadania określonym walorom cechy „obiegowości” nie powinny mieć w zasadzie znaczenia (zasada neutralności technologicznej)<sup>80</sup>.

## Obiegowość a zbywalność

**Na gruncie MiFID II pełnienia funkcji obiegowej wymaga się wyłącznie od „walorów mobilnych”**. Tym samym **nie każdy „walor” w rozumieniu MiFID II musi być „walorem mobilnym”**<sup>81</sup>. Warto o tym pamiętać zwłaszcza w kontekście niektórych wypowiedzi przedstawicieli dok-

<sup>72</sup> Jak wskazał M. Branson: „In assessing ICOs, we look at the economic function and purpose of the tokens that are issued. In other words, if it looks like a duck, swims like a duck, and quacks like a duck, then FINMA will treat it like a duck” – M. Branson, FINMA Chief Executive Officer: Fintech and Blockchain: More than hype? A regulator’s perspective. In assessing ICOs, Keynote at the Swiss-UK Dialogue held on 13 March 2018 in London, dostępne na: <https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma-finma-publikationen/referate-und-artikel/20080312-rf-bnm-london.pdf?la=en> (sprawdzono: 11.10.2018 r.).

<sup>73</sup> Jak wyjaśniła Komisja Europejska na gruncie MiFID I: „The essence of the definition of transferable securities is Article 4(18) MiFID is that, as a class, they are negotiable on the capital markets (...)”, dostępne na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf) (sprawdzono: 2.2.2018 r., s. 45).

<sup>74</sup> Jak piszą P. Hacker i Ch. Thomale: „(...) the issued units must share a number of characteristics so that they can be considered a class. Most importantly, the claims represented by the units must not be individually negotiated with investors. Second, it is argued that, from a functional perspective, non-standardized issued units cannot be easily traded on a capital market as standardization is necessary to reduce search costs for investors”, P. Hacker, Ch. Thomale, *Crypto-Securities...*, op. cit., s. 22.

<sup>75</sup> Cecha „obiegowości” (czy też „obrotowości”) powinna być analizowana w stosunku do pewnych „klas” (serii) papierów wartościowych, a nie pojedynczych walorów.

<sup>76</sup> Jak wyjaśniła Komisja Europejska na gruncie MiFID: „The notion of ‘capital market’ is not explicitly defined in MiFID. It is a broad one and is meant to include all contexts where buying and selling interest in securities meet”, Komisja Europejska, Your questions on MiFID, dostępne na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf) (sprawdzono: 2.2.2018 r.), s. 45. „Legal literature discusses the term in the wider context of capital markets regulation and concludes that a capital market is one on which equity and debt instruments can be traded. Capital markets are distinguished from other markets like money, foreign exchange or derivatives markets. (...) Therefore, not any liquid market qualifies as capital market. Decisive remains whether equity or debt instruments are traded”, *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](https://bundesblock.de/wp-content/uploads/2018/02/180209_Statement-Token-Regulation_blockchain-bundesverband.pdf) (sprawdzono: 20.11.2018 r.), s. 6–7.

<sup>77</sup> Przykładowo M. Bączyk „obiegowość” traktuje jako formułę syntetyczną, w której mieści się m.in. możliwość nabycia *ex fide bona* oraz ograniczony zakres zarzutów, jakie przysługują obowiązanemu (dłużnikowi) przeciwko uprawnionemu (wierzycielowi). Obiegowość papieru wartościowego wzmacnia zatem pozycję wierzyciela i odsuwa na dalszy plan ochronę dłużnika. Zob. M. Bączyk [w:] M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Warszawa 2000, s. 51–52. Odmiennie M. Romanowski [w:] System... T. 18, pod red. A. Szumańskiego, op. cit., s. 10–11 i 49–55.

<sup>78</sup> Jak wyjaśniła Komisja Europejska na gruncie MiFID I: „The concept of negotiability contains the notion that the instrument is tradable. If restrictions on transfer prevent an instrument from being tradable in such contexts, it is not a transferable security”, Komisja Europejska, Your questions on MiFID, dostępne na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf) (sprawdzono: 2.2.2018 r., s. 46). Ponadto w innym miejscu: „In order to be financial instruments, shares have to be transferable securities within the meaning of Article 4(1)(18) of MiFID and in particular be ‘negotiable on the capital market’. Those terms have to be understood in a broad manner in the sense that only under limited circumstances will a share that is negotiated not fall under the definition of financial instrument. In this sense, the phrase ‘negotiable on the capital market’ will include shares which are unlisted and not traded on any exchange or MTF, but which are still transferable in accordance with certain rules (which usually relate to private companies)”, Komisja Europejska, Your questions on MiFID, dostępne na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf) (sprawdzono: 2.2.2018 r.), s. 125.

<sup>79</sup> Zob. G. Giudici, *Legal...*, op. cit., s. 67; V. Müller, V. Mignon, *La qualification juridique des tokens: aspects réglementaires*, GesKR 2017, s. 485.

<sup>80</sup> „Eine Verbriefung des Token in einer Urkunde ist im Rahmen von § 2 Abs. 1 WpHG und Artikel 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II keine zwingende Voraussetzung eines übertragbaren Wertpapiers. Ausreichend ist vielmehr, dass der Inhaber des Token, beispielsweise anhand der Distributed Ledger- oder Blockchain-Technologie oder anhand vergleichbarer Technologien, jeweils dokumentiert werden kann”, *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*, *Initial Coin Offerings...*, op. cit., s. 2.

<sup>81</sup> Zob. F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, op. cit., Nb 5, s. 80.

tryny, z których można by wnioskować, że każdy „papier wartościowy” powinien spełniać obok funkcji legitymacyjnej również funkcję obiegową<sup>82</sup>.

Ponieważ pojęcie „papieru wartościowego” zdefiniowane w art. 3 pkt 1) ObrInstrFinU stanowi odpowiednik „waloru mobilnego”, niezasadne jest twierdzenie (co najmniej na gruncie tej właśnie ustawy), że każdy papier wartościowy w ogólności (tj. „walor”) musi jednocześnie pełnić funkcję obiegową. Nie oznacza to oczywiście, że funkcja obiegowa jest kwalifikacyjnie irrelevantna. Nabiera ona znaczenia dopiero jednak przy kwalifikacji przedmiotu analizy do kategorii „walorów mobilnych”, a nie „walorów” ogółem.

Ponadto na tle przepisów prospektowych nietrafne jest powoływanie się na przebrzmiały już pogląd<sup>83</sup>, wyrażany w odniesieniu do tradycyjnych papierów wartościowych, zgodnie z którym „obiegowość” oznacza jednostronną zależność polegającą na tym, że „prawo z papieru podąża za prawem do papieru”, a zatem właściciel papieru staje się wierzycielem prawa z papieru (teoria własnościowa)<sup>84</sup>.

Ewentualny tytuł do „waloru” wyrażającego prawo majątkowe, o ile w ogóle istnieje – w przypadku tokenów cy-

frowych jest co do tego poważna wątpliwość (jest to bowiem po prostu zapis cyfrowy w rozproszonej bazie danych) – nie musi być przedmiotem obrotu w rozumieniu cywilnoprawnym. Jeżeli zatem dane prawo majątkowe wyrażone zostało w „tokenie cyfrowym” lub klasycznym „zapisie na rachunku”, to ów token czy zapis nie musi być przedmiotem cywilnoprawnego obrotu<sup>85</sup>.

Warto także zauważyć, że „obiegowością” charakteryzować się może „walor”, natomiast prawo majątkowe wyrażone w tym walorze może być raczej „zbywalne”. W tworzeniu polskiej wersji językowej MiFID II trafniejsze byłoby zatem posłużenie się pojęciem „waloru mobilnego”, a nie „zbywalnego papieru wartościowego”. W pewnym uproszczeniu można jednak twierdzić, że walor „obiegowy” to z reguły taki walor, który wyraża prawo „zbywalne”. Nie każdy walor w rozumieniu MiFID II jest jednak walorem obiegowym (mobilnym). Wydaje się zatem, że zbywalność prawa majątkowego wyrażonego w walorze nie jest cechą konstytutywną każdego waloru. Tym samym niezbywalne z mocy ustawy prawa majątkowe mogą być wyrażane w walorze.

## SUMMARY

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

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, IPO, blockchain, public offering, MiFID

<sup>82</sup> Tak: M. Romanowski [w:] System... T. 18, pod red. A. Szumańskiego, *op. cit.*, s. 7–11.

<sup>83</sup> Zob. F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, Nb 3–4, s. 73–74.

<sup>84</sup> Zob. M. Romanowski [w:] System... T. 18, pod red. A. Szumańskiego, *op. cit.*, s. 49–50. Z uwagi na taki wektor zależności pomiędzy prawem do dokumentu a prawem z dokumentu papierem obiegowym nie mógłby być papier wartościowy imienny. Jak słusznie wskazuje F. Zoll: „Teoria własnościowa nie może być jednak zaakceptowana. Leżąca u jej podstaw zasada, że prawo z papieru wartościowego podąża za prawem na papierze wartościowym, jest sprzeczna z celem czynności – strony nie mają zamiaru dokonywać obrotu bezwartościowym dokumentem, ale prawem nim objętym”, F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, Nb 5, s. 93.

<sup>85</sup> 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. 30. Jak wskazuje F. Zoll: „Przedmiot zaufania, na którym oparta jest konstrukcja papieru wartościowego, może być różny – nie musi być nim wcale »papierowy dokument«, wystarczający będzie także zapis elektroniczny, jeżeli istnieje on w ramach odpowiedniego systemu”, F. Zoll [w:] System... T. 4, pod red. M. Steca, *op. cit.*, Nb 5, s. 80.