

Ewa Weiszewska

ORCID: 0000-0002-7580-6645

Wydział Prawa i Administracji

Uniwersytet Gdański

## Pojęcie papieru wartościowego a tokeny cyfrowe

### The concept of a security and digital tokens

#### Abstract

Dematerialisation of trading in securities has become an inseparable element of technological development. A consequence of this phenomenon is dematerialisation of securities. Therefore, the question arises whether a digital token may be recognized as a security. The above issue requires an analysis of the concept of a security in the context of national and EU regulations. It must be emphasised that Polish Civil Code does not define a security. For this reason, many doubts concerning validity of the numerus clausus principle arose.

**Keywords:** security, digital token, dematerialisation.

#### Streszczenie

Postępujące zjawisko dematerializacji obrotu papierami wartościowymi stało się nieodłącznym elementem rozwoju technologicznego. Jego konsekwencją jest dematerializacja samych papierów wartościowych, która ma charakter uniwersalny. Ponadto, coraz częściej pojawia się pytanie: czy token cyfrowy jest papierem wartościowym? Powyższe pytanie stanowi asumpt do analizy pojęcia papieru wartościowego zarówno na tle regulacji krajowych, jak i unijnych. Podkreślenia wymaga, że w Kodeksie cywilnym nie została umieszczona definicja papieru wartościowego. W rezultacie, w doktrynie ukształtował się spór w zakresie istnienia zasady numerus clausus papierów wartościowych, co z punktu widzenia tokenów cyfrowych i możliwości ich zakwalifikowania jako papiery wartościowe ma bardzo istotne znaczenie.

**Słowa kluczowe:** papier wartościowy, token cyfrowy, dematerializacja.

## 1. Wstęp

Trudno nie zauważyć postępującego zjawiska dematerializacji obrotu papierami wartościowymi, które stało się nieodłącznym elementem rozwoju techno-

logicznego. Konsekwencją tego zjawiska jest również dematerializacja samych papierów wartościowych, która ma charakter uniwersalny i wykraczający poza krajowe porządki prawne<sup>1</sup>. Pozornie, papier wartościowy niewiele ma wspólnego z nowym tworem, określonym mianem tokena cyfrowego. Jednakże, po dłuższej analizie podobieństw, można wysnuć całkowicie odmienne wnioski. Kwalifikacja tokena cyfrowego jako swego rodzaju papier wartościowy wiąże się z istotnymi konsekwencjami, a także stanowi asumpt do rozważań dotyczących konieczności regulacji tokenów cyfrowych w ramach całego systemu prawa. Wniosek ten nie stoi jednak na przeszkodzie postawieniu pytania, czy token cyfrowy jest papierem wartościowym?

Liczne kontrowersje wiążące się z pojawieniem tokenów cyfrowych tworzą dogodną okazję dla powtórnej analizy pojęcia „papieru wartościowego”, co słusznie zostało wskazane przez J. Szewczyka<sup>2</sup>. W niniejszym artykule konieczne jest rozważenie stanowisk doktryny opowiadających się za uznaniem tokenów cyfrowych za papiery wartościowe, jak i tych przeciwnych takiej kwalifikacji.

Bez głębszej analizy można wskazać kilka zasadniczych problemów, które są ściśle związane z istnieniem tokenów cyfrowych. Przede wszystkim należy zwrócić uwagę na brak regulacji prawnej tokenów, a także związanego z ich emisją, procesu ICO. Ponadto, trzeba wskazać, że sama definicja papieru wartościowego staje się przyczyną szeregu wątpliwości. Te i inne wątki zostaną poruszone w dalszej części opracowania. Aby jednak zrozumieć powyższą problematykę, konieczna jest analiza istoty papieru wartościowego oraz jego ewolucji na przestrzeni lat, co będzie stanowiło punkt wyjścia dla dalszych rozważań.

## 2. Pojęcie papieru wartościowego oraz tokena cyfrowego

Już w XVII wieku papiery wartościowe charakteryzowały się ścisłym powiązaniem dokumentu z inkorporowanym w nim prawem majątkowym. Warto zaznaczyć, że do dzisiaj papiery wartościowe, takie jak weksle czy czek, stanowią instrument stosunków zobowiązaniowych. Dopiero po pewnym czasie dostrzeżono potencjalne znaczenie papierów wartościowych zarówno dla stosunków korporacyjnych, jak i tych z zakresu obrotu towarowego<sup>3</sup>. Obecnie papiery

---

<sup>1</sup> J. Jastrzębski, *Dematerializacja a klasyczna teoria papierów wartościowych*, cz. II, rozdz. II: *Ewolucja dematerializacji – uwagi historyczno-porównawcze, pkt 1* [w:] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009.

<sup>2</sup> J. Szewczyk, *Pojęcie papieru wartościowego w kontekście tokenów cyfrowych – cz. 1*, „Monitor Prawa Handlowego” 2018, nr 3, s. 17.

<sup>3</sup> A. Rzetelska [w:] *Prawo gospodarcze i handlowe*, Warszawa 2018, s. 685.

wartościowe są regulowane przepisami art. 921<sup>6</sup> – 921<sup>16</sup> Kodeksu cywilnego<sup>4</sup>. Jak wskazuje doktryna, regulacja kodeksowa ma charakter ogólny i ramowy w stosunku do innych regulacji z zakresu prawa papierów wartościowych<sup>5</sup>. Stwierdzenie to stanowi niejako pewien zarzut wobec ustawodawcy i skłania do refleksji nad sensem kodeksowego uregulowania, skoro poszczególne typy papierów wartościowych uregulowane są odrębnie<sup>6</sup>. M. Romanowski wskazuje również na niedostatki regulacji ogólnej, w szczególności w zakresie problematyki procesu dematerializacji papierów wartościowych. Stąd też postulat konieczności uwzględnienia wpływu dematerializacji na konstrukcję papieru wartościowego, a także na samą definicję papieru wartościowego.

Konsekwencją powinno być wyraźne wyodrębnienie reguł dotyczących papierów wartościowych zdematerializowanych. Zjawisko dematerializacji wiąże się z dopuszczalnością emisji papierów wartościowych, które nie mają postaci dokumentu materialnego. Dokument, który dotychczas inkorporował prawo z papieru wartościowego zostaje zastąpiony zapisami komputerowymi na właściwym rachunku papierów wartościowych<sup>7</sup>. Ponadto, dematerializacja zapewnia większy poziom bezpieczeństwa w przechowywaniu papierów wartościowych, dzięki czemu minimalizuje zagrożenie utraty lub uszkodzenia dokumentu. Jednakże, M. Romanowski zauważa, że pewne wady procesu dematerializacji papierów wartościowych, takie jak nowe zagrożenia powiązane z możliwością awarii systemów komputerowych, czy przestępstwami komputerowymi.

Co istotne, Kodeks cywilny nie definiuje pojęcia papieru wartościowego. Jak wskazuje F. Zoll, konsekwencją braku definicji jest używanie pojęcia papieru wartościowego w poszczególnych przepisach niejednolicie i jedynie w drodze wykładni jest możliwe ustalenie, w jakim kontekście zostało użyte<sup>8</sup>. Stanowisko to potwierdza J. Jastrzębski zauważając, że istnieją rozbieżności w rozumieniu pojęcia papieru wartościowego. Klasyczna definicja zakłada odwołanie do przedmiotu materialnego, czyli dokumentu jako „elementu definiującego”, natomiast w doktrynie jest proponowana definicja szeroka, obejmująca także zapis dokonany w formie elektronicznej<sup>9</sup>. Brak definicji legalnej stał się również przyczyną

---

<sup>4</sup> Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (t.j. Dz.U. z 2020 r. poz. 1740 ze zm.), dalej jako: Kodeks cywilny.

<sup>5</sup> P. Nazaruk [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz aktualizowany*, red. J. Ciszewski, Warszawa 2019, art. 921(6).

<sup>6</sup> M. Romanowski [w:] *System Prawa Prywatnego, Prawo papierów wartościowych*, t. 18, red. A. Szumański, wyd. 3, C.H. Beck, Warszawa 2016, s. 158 i n.

<sup>7</sup> M. Romanowski [w:] *System..., op.cit.*, s. 114 i n.

<sup>8</sup> F. Zoll [w:] *System prawa handlowego, Prawo instrumentów finansowych*, t. 4, red. M. Stec, 2016, wyd. 1, nb 27.

<sup>9</sup> J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego..., op.cit.*

sporu w doktrynie dotyczącego zasady *numerus clausus* papierów wartościowych. Z punktu widzenia tokenów cyfrowych i możliwości ich zakwalifikowania jako papiery wartościowe kwestia ta ma bardzo istotne znaczenie.

Powyższe stanowi dogodny punkt wyjścia dla rozważań dotyczących tokenów cyfrowych. Tokeny cyfrowe zaczęły funkcjonować w ramach procesu ICO (*Initial Coin Offering*), który stanowi pierwszą publiczną ofertę konkretnego tokena, bazującej na technologii blockchain<sup>10</sup>. W dużym uproszczeniu główną zaletą funkcjonowania ICO jest możliwość pozyskania dużego kapitału w bardzo krótkim czasie. Kolejną z zalet jest brak konieczności dopełnienia procedur, jakie wiążą się z wprowadzeniem akcji na giełdę. Brak ram prawnych funkcjonowania ICO sprawia, że jest to proces dość ryzykowny<sup>11</sup>. Warto zaznaczyć, że na pierwszy plan wysuwają się pewne podobieństwa do procesu IPO, który stanowi pierwszą ofertę publiczną, dzięki czemu umożliwia obrót papierami wartościowymi spółek na rynku regulowanym. Jednakże, przeprowadzenie procesu IPO wymaga spełnienia wielu uregulowań prawnych wymaganych ustawą o ofercie publicznej<sup>12</sup>, ponadto podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. W procesie ICO uczestnicy otrzymują tokeny, czyli jednostki ucieleśniające prawa podmiotowe. Zasadniczo realizuje on dwa cele: wprowadza do obiegu nową kryptowalutę lub pozyskuje kapitał na rozwój konkretnego projektu. Ze względu na brak dotychczasowego zakwalifikowania tokenów cyfrowych jako papiery wartościowe, nie jest możliwe stosowanie do procesu ICO przepisów ustawy o ofercie publicznej, co w konsekwencji skutkuje brakiem jakiegokolwiek uregulowania tego procesu.

### 3. Wolor mobilny a papier wartościowy

J. Szewczyk w swoim artykule podjął się odpowiedzi 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

---

<sup>10</sup> Zgodnie z definicją K. Piecha jest to „rozproszona baza danych, która zawiera stale rosnącą ilość informacji pogrupowanych w bloki i powiązanych ze sobą” – K. Piech [w:] *Leksykon pojęć na temat technologii blockchain i kryptowalut*, red. K. Piech, Warszawa 2016, s. 5.

<sup>11</sup> *Co to jest ICO? Prawne aspekty kryptowalut, tokenów i coinów*, [https://businessinsider.com.pl/finanse/kryptowaluty/co-to-jest-ico-prawne-aspekty-kryptowalut-tokenow-i-coinow/8tlx2mp?utm\\_source=businessinsider.com.pl\\_viasg\\_businessinsider&utm\\_medium=referral&utm\\_campaign=leo\\_automatic&srcc=ucs&utm\\_v=2](https://businessinsider.com.pl/finanse/kryptowaluty/co-to-jest-ico-prawne-aspekty-kryptowalut-tokenow-i-coinow/8tlx2mp?utm_source=businessinsider.com.pl_viasg_businessinsider&utm_medium=referral&utm_campaign=leo_automatic&srcc=ucs&utm_v=2) [dostęp: 24.03.2021].

<sup>12</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz.U. z 2020 r., poz. 2080 ze zm.).

tokeny [...], nie powinny zostać uznane za »papiery wartościowe«, a szerzej – za »instrumenty finansowe«, z wszystkimi tego konsekwencjami prawnymi?»<sup>13</sup>. Autor podkreśla, że kontrowersje związane z procesami oferowania tokenów cyfrowych prawdopodobnie wynikają z braku możliwości uznania tokena za „papier wartościowy” i tym bardziej za „instrument finansowy”, jednocześnie zaznaczając, że to stanowisko nie jest trafne. Zdaniem autora kluczową rolę odgrywa prawo unijne, które wytycza kierunki legislacyjne państw członkowskich. Stanowisko to potwierdzone zostało inną tezą, która wskazuje, że mimo braku specjalnie dostosowanych regulacji funkcjonowania tokenów cyfrowych w ramach procesu ICO, ogólne przepisy dotyczące papierów wartościowych mogą mieć zastosowanie do całego procesu, niezależnie od technologii, z której się wywodzi. Ponadto, przyjęcie takiego poglądu jest szczególnie ważne z celowego i funkcjonalnego spojrzenia na prawo unijne<sup>14</sup>.

Na tle niniejszych rozważań kluczowe znaczenie ma pojęcie papieru wartościowego w rozumieniu MIFID II<sup>15</sup>. J. Szewczyk wskazuje, że ze względu na celowość omawianej definicji wyrażenie „*transferable securities*” należy rozumieć jako „walor mobilny”, nie zaś jako zwykły papier wartościowy<sup>16</sup>. Warto zaznaczyć, że w doktrynie coraz częściej jest podnoszona wątpliwość dotycząca adekwatności określenia „papier wartościowy”, szczególnie w odniesieniu do papierów „zdematerializowanych”. W literaturze można spotkać określenie „prawo wartościowe”, biorące pod uwagę celowość posługiwania się taką terminologią<sup>17</sup>. Również na gruncie przepisów prospektowych<sup>18</sup> nie jest właściwe posługiwanie się terminem „papier wartościowy”, z uwagi na odwołanie się w rozporządzeniu prospektowym do definicji „waloru mobilnego” zawartej w MIFID II<sup>19</sup>.

---

<sup>13</sup> J. Szewczyk, *Pojęcie..., System Prawa Prywatnego, Prawo papierów wartościowych*, t. 18, red. A. Szumański, s. 18 i n.

<sup>14</sup> P. Hacker, Ch. Thomale, *Crypto-Securities Regulation: ICOs Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 2017, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3075820](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820) [dostęp: 28.03.2021].

<sup>15</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (wersja przekształcona) (Dz.U. UE. L. z 2014 r., nr 173, s. 349 ze zm.), dalej jako: MIFID II.

<sup>16</sup> J. Szewczyk, *Pojęcie..., op.cit.*, s. 19.

<sup>17</sup> P. Wajda, K. Zaradkiewicz, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi [w:] Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018, nb 104.

<sup>18</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 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 uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.U. UE. L. z 2017 r., nr 168, s. 12 ze zm.), dalej jako: rozporządzenie prospektowe.

<sup>19</sup> J. Szewczyk, *Pojęcie..., op.cit.*, s. 19.

Na podstawie powyższych rozważań należy wskazać, że nie każdy walor musi mieć formę papierową. Ponadto, na gruncie prawa europejskiego nie sposób wyodrębnić definicji „waloru”. Można jednak wysnuć tezę, że jeżeli coś nie jest „walorem”, nie będzie też stanowić „waloru mobilnego”, a co za tym idzie – „papieru wartościowego”<sup>20</sup>. K. Zacharzewski wskazuje, że cechą wyróżniającą walory jest swego rodzaju „relacja związania”, jaka zachodzi między prawem majątkowym a „przedmiotem”, który je symbolizuje<sup>21</sup>, zatem stanowi pewien nośnik prawa podmiotowego. Funkcję nośnika może pełnić dokument, ale także token cyfrowy<sup>22</sup>. Zdaniem J. Szewczyka walor jest „niczym innym jak prawem majątkowym (roszczeniem) wyrażonym w pewnym „nośniku”<sup>23</sup>. Powyższe rozważania pozwalają na zakwalifikowanie tokena cyfrowego jako walor w rozumieniu MIFID II. Oznacza to, że definicja zawarta w MIFID II nie ogranicza katalogu instrumentów finansowych jedynie do papierów wartościowych w tradycyjnej, papierowej wersji.

Aby uznać walor za papier wartościowy musi on posiadać cechy waloru mobilnego. Ocena jego charakteru odbywa się przy pomocy tzw. testu ekwiwalentności funkcji. Analiza powinna polegać na porównaniu funkcji, która jest pełniona przez dany walor z funkcją innych walorów mobilnych (takich jak akcje, obligacje). Jednakże, jak wskazuje J. Szewczyk, kluczową przesłanką jest „obiegowość” waloru na danym rynku kapitałowym. Jako uproszczenie można przyjąć, że walor obiegowy to taki walor, który wyraża prawo „zbywalne”<sup>24</sup>. Należy zauważyć, że rozporządzenie prospektowe może uznawać za papiery wartościowe instrumenty, które nie są znane w polskim systemie prawnym. Ma to również wpływ na podnoszony w Polsce spór dotyczący zasady *numerus clausus* papierów wartościowych, ponieważ bezpośrednio stosowanie rozporządzenia dokonuje pewnej unifikacji w zakresie przepisów dotyczących papierów wartościowych. Na tle przepisów prospektowych spór ten przestaje mieć znaczenie ze względu na szeroką definicję papieru wartościowego. Ponadto, pojęcie „papieru wartościowego” powinno być rozumiane jednolicie we wszystkich krajach unijnych, aby nie dopuścić do sytuacji, w której w jednym kraju token cyfrowy będzie posiadał cechy papieru wartościowego, a zatem będzie walorem mobilnym, a w innym kraju nie będzie tak postrzegany. Konsekwencje takiej interpretacji byłyby bardzo niekorzystne dla potencjalnych inwestorów, zwłaszcza w sferze nowych technologii.

---

<sup>20</sup> *Ibidem*, s. 20.

<sup>21</sup> K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa, 2012, s. 202 i n.

<sup>22</sup> J. Szewczyk, *Pojęcie...*, *op.cit.* s. 20.

<sup>23</sup> *Ibidem*, s. 20.

<sup>24</sup> *Ibidem*, s. 24.

Dyskusja dotycząca tokena cyfrowego skłania zatem do refleksji dotyczącej odpowiedniego zastosowania prawa unijnego. Konieczna jest w tym wypadku wykładnia prounijna, zakładająca, że przy spełnieniu przez dany token cyfrowy przesłanek do uznania za walor mobilny, jest możliwe zakwalifikowanie go jako papier wartościowy. Definicja zawarta w MIFID II jest autonomiczna względem definicji zawartej w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi<sup>25</sup>, jednakże w świetle powyższych rozważań należy zaakcentować wniosek, że pojęcie „papieru wartościowego” powinno być rozumiane jednolicie we wszystkich krajach Unii Europejskiej.

Kwalifikacja tokenów cyfrowych na gruncie polskich przepisów jest szczególnie trudna, z uwagi na zastrzeżenia dotyczące transpozycji przepisów europejskich. Artykuł 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nie określa istoty papieru wartościowego, natomiast wskazuje, jakie instytucje należy traktować jako papiery wartościowe w rozumieniu tej ustawy<sup>26</sup>. Ustawodawca zdecydował się wskazać szereg tytułów objętych zakresem pojęcia papieru wartościowego oraz odesłać do innych przepisów szczególnych prawa polskiego lub obcego. Definicja ustawowa jest wyrazem transpozycji przepisów europejskich i tworzy swoisty odpowiednik „waloru mobilnego”, którego konstrukcja jest oderwana od cywilnoprawnej konstrukcji pojęcia papieru wartościowego<sup>27</sup>. Jednakże, J. Szewczyk zauważa, że i w tym wypadku posłużenie się zwrotem „inne zbywalne papiery wartościowe” jest nieadekwatne, ze względu na brak wskazania warunków dla uznania danego papieru wartościowego za papier zbywalny, a w konsekwencji za walor mobilny<sup>28</sup>. Powyższe prowadzi do wniosku, że omawiany przepis został sformułowany dość nieprecyzyjnie. Nie wchodząc w dalsze, szczegółowe rozważania należy wskazać, że odwołanie się zarówno do przepisów prawa krajowego, jak i obcego stwarza możliwość uznania, że papierem wartościowym może być nie tylko „walor” emitowany na podstawie przepisów prawa polskiego<sup>29</sup>. Wydaje się, że powyższa argumentacja przekonująco uzasadnia możliwość uznania tokena cyfrowego za papier wartościowy. Stanowisko to nie stoi w sprzeczności z unormowaniami krajowymi, ponadto, biorąc pod uwagę wymóg prounijnej wykładni prawa, a także konieczność ujednoczenia definicji funkcjonujących w obrocie zdematerializowanych papierów wartości-

---

<sup>25</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2021 r. poz. 328 z późn. zm.).

<sup>26</sup> P. Wajda, K. Zaradkiewicz, *Ustawa..., op.cit.*, nb 111.

<sup>27</sup> J. Szewczyk, *Pojęcie papieru wartościowego w kontekście tokenów cyfrowych – cz. 2*, „Monitor Prawa Handlowego”, 2018, nr 4, s. 14.

<sup>28</sup> J. Szewczyk, *Pojęcie... cz. 2, op.cit.*, s. 15.

<sup>29</sup> *Ibidem*, s. 15.

wych, wydaje się ono zasadne. Należy jednak pamiętać, że token cyfrowy może być zakwalifikowany jako papier wartościowy jedynie, gdy posiada określone cechy, stąd wniosek, że nie każdy token pełni funkcję waloru mobilnego.

Powyższa teza na gruncie polskiego systemu prawnego może mieć miejsce jedynie w przypadku odrzucenia zasady *numerus clausus* papierów wartościowych. Jednakże, stanowisko przedstawicieli doktryny nie jest jednolite w tym względzie, dlatego też należy odnieść się do poglądów opowiadających się za istnieniem powyższej zasady. W praktyce jest to jednoznaczne z tym, że nie będzie zaaprobowana szersza koncepcja pojęcia papieru wartościowego.

#### 4. Zasada *numerus clausus* papierów wartościowych

Wydaje się, że pomimo występowania rozbieżności w doktrynie dotyczących kwestii obowiązywania zasady *numerus clausus* papierów wartościowych, obecnie przeważa pogląd o istnieniu zamkniętego katalogu. Według tego ujęcia walor papieru wartościowego będzie posiadał tylko dokument, o którego kwalifikacji przesądzą przepisy szczególne<sup>30</sup>. Stanowisko to jednak trudno obronić w przypadku odwołania się do regulacji dopuszczających do emisji na polskim rynku regulowanym papiery wartościowe powstałe pod rządami obcego prawa<sup>31</sup>. Ponadto, część doktryny podnosi swego rodzaju zarzut odnośnie do wyżej przedstawionego stanowiska, że o braku istnienia, a tym bardziej obowiązywania zasady *numerus clausus* papierów wartościowych w polskim prawie świadczy sam fakt istnienia „części ogólnej” papierów wartościowych w Kodeksie cywilnym<sup>32</sup>.

F. Zoll wskazuje, że przyjęcie tej zasady łączy się z „przywiązaniem do archaicznej teorii własnościowej papierów wartościowych, a raczej pewnych wyobrażeń dotyczących papieru wartościowego, które wywołuje ta teoria”. Natomiast posługiwanie się terminologią właściwą dla prawa rzeczowego może stwarzać skłonność do przenoszenia obowiązującej dla praw rzeczowych zasady *numerus clausus* na papiery wartościowe, które dotyczą zgoła odmiennych interesów<sup>33</sup>.

Odmienne od wcześniej zaprezentowanych poglądów aprobujących szerszą definicję papieru wartościowego i tym samym uwzględniających wykładnię prounijną, swoje stanowisko przedstawia I. Pieczyńska-Czerny. Według prezentowanego poglądu, normatywne znaczenie papierom wartościowym objętych definicją MIFID II nadają właściwe regulacje krajowe. Zdaniem autorki, w części jurys-

---

<sup>30</sup> A. Rzetelska [w:] *Prawo...*, *op.cit.*, s. 689.

<sup>31</sup> P. Wajda, K. Zaradkiewicz, *Ustawa...*, *op.cit.*, nb 114.

<sup>32</sup> Zob. F. Zoll [w:] *System...*, *op.cit.*, nb 63.

<sup>33</sup> *Ibidem*.



dykcji krajowych możliwość kreacji papierów wartościowych może być w pewnej części ograniczona, z uwagi na obowiązywanie zasady *numerus clausus* papierów wartościowych. Ponadto, zgodnie z przedstawioną argumentacją, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nadała jedynie wybranym instrumentom charakter papieru wartościowego, przy czym nie stwarza podstaw do wykreowania ich jako papierów wartościowych<sup>34</sup>.

Powyższa argumentacja pozwala wysnuć następujące wnioski. Głównym zarzutem części z przedstawicieli doktryny niepozwalającym na kwalifikację tokena cyfrowego jako papieru wartościowego jest uznanie istnienia zasady *numerus clausus* papierów wartościowych. Jej postulowanie zasadniczo uniemożliwia stosowanie szerszej definicji papieru wartościowego, uwzględniającej zjawisko dematerializacji w obrocie. Kolejny zarzut odnosi się do normatywnego znaczenia papieru wartościowego w ujęciu MIFID II. Należy jednak zaznaczyć, że takie stanowisko odbiega od postulowanej, jednolitej wykładni tego pojęcia w Unii Europejskiej.

## 5. Podsumowanie

Celem niniejszego artykułu była próba znalezienia odpowiedzi na pytanie, czy jest możliwa kwalifikacja tokena cyfrowego jako papieru wartościowego. Liczne wątpliwości, jakie zrodziły się wokół tej tematyki, dopiero kształtują sposób postrzegania zjawiska dematerializacji papierów wartościowych, a także nowo powstałych „nośników” praw podmiotowych. Niemniej jednak, zdaniem autorki, zdaniem argumenty dopuszczające możliwość kwalifikacji tokena cyfrowego jako papieru wartościowego są w pełni zasadne. Niniejszy artykuł z całą pewnością nie wyczerpuje wszystkich aspektów funkcjonowania zdematerializowanych papierów wartościowych w obrocie, zarówno pod względem prawnym, jak i funkcjonalnym. Jednakże, w celu uzasadnienia stanowiska autorki konieczne jest pewne uporządkowanie przywołanych powyżej argumentów. Umieszczenie tokenów cyfrowych w systemie prawa jest o tyle trudne, że należy brać pod uwagę dwie płaszczyzny: prawo unijne oraz prawo polskie. Na gruncie prawa unijnego stworzone ramy prawne umożliwiają uznanie przynajmniej części tokenów cyfrowych za walory mobilne w rozumieniu MIFID II, a zatem za papiery wartościowe.

---

<sup>34</sup> I. Pieczyńska-Czerny [w:] *Prawo rynku kapitałowego, Komentarz 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 uchylecia dyrektywy 2003/71/WE*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018, nb 1.

W przypadku przepisów krajowych uznanie danego tokena za instrument finansowy jest uzależnione od wyniku transpozycji przepisów MIFID II<sup>35</sup>. Zatem stanowisko I. Pieczyńskiej-Czerny jest w pełni zasadne, że to regulacje krajowe nadają normatywne znaczenie papierom wartościowym w rozumieniu MIFID II. Jednak zdaniem autorki niniejszego tekstu, I. Pieczyńska-Czerny w powyższej tezie nie uwzględniła, że w przypadku problematyki tokenów cyfrowych nie jest możliwa ocena regulacji tylko przez pryzmat krajowych przepisów. Należy się zgodzić z J. Szewczykiem, że konieczna jest w tym wypadku szersza analiza, z uwzględnieniem prounijnej wykładni prawa krajowego.

Ponadto, trzeba wskazać, że obecnie jest możliwe emitowanie tokenów w serii, zwłaszcza w ramach ICO, co umożliwi tworzenie się „wystandaryzowanej” klasy walorów. Zazwyczaj też tokeny charakteryzują się zdolnością obiegową na rynku kapitałowym. Mogą stanowić również cyfrowy „wyraz” praw majątkowych<sup>36</sup>. W przypadku przeprowadzenia tzw. testu ekwiwalentności funkcji, możliwe jest odróżnienie tokenów od innych walorów, które nie mogą być uznane za papiery wartościowe.

Rozwinięcie powyższych zagadnień w znaczący sposób wykracza poza ramy niniejszego artykułu. Nie ulega wątpliwości, że *de lege ferenda* regulacja kodeksowa powinna uwzględniać zjawisko dematerializacji papierów wartościowych. J. Jastrzębski wskazuje, że istnieje potrzeba stworzenia definicji papieru wartościowego, która mogłaby być adaptowalna do potrzeb dematerializacji. Nie jest to jednoznaczne z zerwaniem z dotychczasowym, klasycznym rozumieniem papieru wartościowego, natomiast powinno służyć organizacji obrotu zdematerializowanego<sup>37</sup>.

Jedną z przeszkód rozszerzenia katalogu papierów wartościowych o te zdematerializowane zdaje się spór dotyczący obowiązywania zasady *numerus clausus*. Jednakże, w celu podsumowania powyższych rozważań należy odnieść się do stanowiska F. Zolla, który wskazuje, że obrona powyższej zasady może prowadzić do powstania równoległego rynku kapitałowego, nieobjętego żadnym nadzorem ze strony instytucji nadzorczych<sup>38</sup>. Natomiast porzucenie tej zasady umożliwiłoby objęcie nadzorem wszelkich walorów funkcjonujących w obrocie, a w tym również i tokenów cyfrowych, co w przypadku postępującego zjawiska dematerializacji papierów wartościowych, intensywnego inwestowania w nowoczesne technologie i związanych z tym wyzwań unijnych, zdaje się nieuniknione.

---

<sup>35</sup> J. Szewczyk, *Pojęcie papieru wartościowego w kontekście tokenów cyfrowych – cz. 2*, „Monitor Prawa Handlowego” 2018, nr 4, s. 12.

<sup>36</sup> J. Szewczyk, *Pojęcie...*, *op.cit.*, cz. 2, s. 12.

<sup>37</sup> J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, *op.cit.*

<sup>38</sup> F. Zoll [w:] *System...*, *op.cit.*, nb 5.

## Bibliografia

### Literatura

- Hacker P., Thomale Ch., *Crypto-Securities Regulation: ICOs Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 2017.
- Jastrzębski J. *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009.
- Kodeks cywilny. Komentarz aktualizowany*, red. J. Ciszewski, Warszawa 2019.
- Leksykon pojęć na temat technologii blockchain i kryptowalut*, red. K. Piech, Warszawa, 2016.
- Prawo gospodarcze i handlowe*, red. W. Katner, Warszawa, 2018.
- Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018.
- System Prawa Handlowego, Prawo instrumentów finansowych*, t. 4, red. M. Stec, wyd. 1, Warszawa 2016.
- System Prawa Prywatnego, Prawo papierów wartościowych*, t. 18, red. A. Szumański, wyd. 3, Warszawa 2016.
- Szewczyk J., *Pojęcie papieru wartościowego w kontekście tokenów cyfrowych – cz. 1*, „Monitor Prawa Handlowego” 2018, nr 3.
- Szewczyk J., *Pojęcie papieru wartościowego w kontekście tokenów cyfrowych – cz. 2*, „Monitor Prawa Handlowego” 2018, nr 4.
- Zacharzewski K., *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012.

### Akty prawne

- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (wersja przekształcona) (Dz.U. UE. L. z 2014 r., nr 173, s. 349 ze zm.).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 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.U. UE. L. z 2017 r., nr 168, s. 12 ze zm.).
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (t.j. Dz.U. z 2020 r., poz. 1740 ze zm.).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz.U. z 2021 r., poz. 328 ze zm.).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz.U. z 2020 r., poz. 2080 ze zm.).

### Strony internetowe

- Co to jest ICO? Prawne aspekty kryptowalut, tokenów i coinów*, [https://businessinsider.com.pl/finanse/kryptowaluty/co-to-jest-ico-prawne-aspekty-kryptowalut-tokenow-i-coinow/8tlx2mp?utm\\_source=businessinsider.com.pl\\_viasg\\_businessinsider&utm\\_medium=referral&utm\\_campaign=leo\\_automatic&srcc=ucs&utm\\_v=2](https://businessinsider.com.pl/finanse/kryptowaluty/co-to-jest-ico-prawne-aspekty-kryptowalut-tokenow-i-coinow/8tlx2mp?utm_source=businessinsider.com.pl_viasg_businessinsider&utm_medium=referral&utm_campaign=leo_automatic&srcc=ucs&utm_v=2)