

**Wyjaśnienie w sprawie barier związanych z cyfryzacją instrumentów finansowych,  
w tym przede wszystkim ich tokenizacją z użyciem technologii blockchain**

W związku z pracami Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego organizującego Zespół roboczy ds. rozwoju innowacji finansowych, w ramach prac Podgrupy Kapitałowej, pojawiła się potrzeba wyjaśnienia bariery określonej jako zróżnicowanie porządków prawnych dla dematerializacji różnych grup instrumentów finansowych. Bariera ta została zgłoszona niezależnie przez Fundację Koalicji na rzecz Polskich Innowacji (KPI) oraz Radę Banków Depozytariuszy (RBD), a także wspartą przez Fundację na rzecz innowacji finansowych **Fintech Poland**. Wskazaną barierę niezależnie zidentyfikowano również przy okazji prac podzespołu ds. instrumentów finansowych Grupy ds. rejestrów rozproszonych i blockchain, działającej w Ministerstwie Cyfryzacji w ramach strumienia rejestry rozproszone, utworzonego w programie „Od papierowej do cyfrowej Polski” decyzją Przewodniczącego Komitetu Rady Ministrów ds. Cyfryzacji. W tej Grupie roboczej temat tokenizacji instrumentów finansowych, w tym papierów wartościowych, zaplanowano w tym roku jako jeden z priorytetowych obszarów prac nad wykorzystaniem technologii blockchain do ożywienia sektora finansów i rynku kapitałowego w Polsce. W ramach prac podzespołu ds. instrumentów finansowych przygotowano opracowanie dotyczące tokenizacji obligacji pod prawem polskim, stanowiące materiał analityczny dotyczący szczegółowego zagadnienia w ramach szerszej bariery zróżnicowania schematów prawno-infrastrukturalnych rejestracji papierów wartościowych. Uzgodnienie poniższych wyjaśnień jest wynikiem wspólnej pracy ekspertów i szerokiej grupy interesariuszy, angażujących się w prace KPI, RBD oraz grupy roboczej ds. rejestrów rozproszonych i blockchain.

Podstawowy postulat wyrażający się w zgłoszonej barierze to **umożliwienie zastosowania innowacyjnych technologii takich jak blockchain (tokenizacja) do najszerszej grupy instrumentów finansowych oraz ujednoczenie porządków prawnych oraz praktyki regulacyjnej dla instrumentów finansowych, dla których taką możliwość już wprowadzono.**

Naszym zdaniem podstawowym wymogiem dla nowoczesnego, innowacyjnego, konkurencyjnego oraz bezpiecznego rynku finansowego w Polsce jest **jednolity, spójny oraz neutralny technologicznie reżim cyfryzacji instrumentów finansowych**, w tym przede wszystkim papierów wartościowych. Ideę takiego systemu można pokazać za pomocą następującej heurystyki: „Czy możliwa jest emisja papieru wartościowego oraz jego obrót wtórny w oparciu o jasne, a jednocześnie neutralne technologicznie reguły?” Naszym zdaniem istnieje wiele przykładów na to, że taki test wypadłby negatywnie, o czym świadczą poniższe przykłady:

- i. Brak jednolitych reguł dla cyfryzacji wszystkich papierów wartościowych – zamiast tego, mamy do czynienia z odrębnymi i niespójnymi reżimami dla wybranych typów papierów wartościowych lub jedynie ogólnymi regulacjami dotyczącymi instrumentów finansowych (nie zawsze spójnych i właściwych z istotą tokenizacji);

- ii. Wątpliwości co do możliwości lub wręcz brak możliwości emisji instrumentów finansowych, które – choć wyczerpują wzorcową kwalifikację papierów wartościowych z przepisów prawa UE (przede wszystkim MiFID2) – nie wpisują się ściśle w katalog instrumentów finansowych oraz papierów wartościowych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi;
- iii. Brak jasnego stanowiska, a co za tym idzie trudności z praktyczną możliwością tokenizacji papierów wartościowych (zarówno ze względów cywilistycznych, jak i regulacyjnych), zarówno w modelu tzw. tokenizacji pierwotnej, jak i tokenizacji wtórnej<sup>1</sup>, co nie tylko stanowi ograniczenie dla potencjalnych emitentów czy organizatorów obrotu wtórnego, ale również stanowi poważne ograniczenie ochrony inwestora;
- iv. Ograniczona możliwość stosowania innowacyjnych technologii do rejestracji oraz obrotu stokenizowanymi papierami wartościowymi, w szczególności w związku z zastrzeżeniem rygoru rejestracji w KDPW;
- v. Niejasne reguły obrotu (zarówno w sensie cywilistycznym, jak i regulacyjnym) stokenizowanymi papierami wartościowymi.

Niektóre z elementów wskazywanej bariery nie są szczególne dla rynku polskiego. Nie można jednak pominąć faktu, że:

- Po pierwsze, część z nich ma jednak swoje źródło konkretnie w polskim prawie i nie występuje w prawie UE, oraz
- Po drugie, na szczeblu unijnym trwają już prace związane z identyfikacją oraz usunięciem wskazanych oraz zbliżonych aspektów omawianej bariery.

Właściwą ścieżką dla redukcji i docelowej eliminacji wskazanej bariery są działania dwutorowe, ukierunkowane na: (1) usuwanie punktowych przeszkód poprzez zmiany prawne oraz – przede wszystkim – jasne stanowisko organu nadzoru oraz innych instytucji publicznych oraz (2) niezwłoczne rozpoczęcie prac nad zasadniczą reformą, w kształcie zaproponowanym poniżej. Wskazane poniżej poszczególne działania dążą do równoległej realizacji działań w kategoriach (1) oraz (2).

Prezentujemy następujące propozycje działań mających na celu usunięcie omawianej bariery:

1. Wydanie stanowiska Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie dopuszczalnej formy prawnej instrumentów finansowych, co do których nie ma przypisanej ustawowo obowiązkowej formy prawnej (np. instrumenty pochodne), w tym dopuszczalności formy cyfrowej w postaci tokenu. W razie potwierdzenia przez UKNF, że jeżeli ustawa nie przypisuje danemu instrumentowi finansowemu określonej obowiązkowej formy prawnej, ich emisja oraz rejestr mogą być prowadzone w dowolnej formie (oczywiście przy zachowaniu ogólnych zasad bezpieczeństwa i pewności obrotu) w tym w postaci elektronicznej, w tym tokenu zapisanego w technologii blockchain lub emitowanego z jej wykorzystaniem.

Stanowisko UKNF w sprawie tokenizacji instrumentów finansowych, pozwoli zakończyć stan niepewności prawnej odnośnie możliwości emisji i obrotu takimi instrumentami na blockchainie oraz znacznie przyczyniło do rozwoju tego rynku.

---

<sup>1</sup> <https://www.gov.pl/attachment/44fbaf3d-fcfc-4ee7-b334-c12e7843d511>

2. Ujednolicenie zapisów dotyczących obowiązkowej dematerializacji papierów wartościowych w różnych aktach prawnych, wprowadzając jednolite i spójne uregulowania, dotyczące zastosowania technologii blockchain.

a) Obecnie w polskim porządku prawnym mamy niespójne uregulowania w sprawie obowiązkowej dematerializacji akcji z wykorzystaniem technologii blockchain.

Ustawa z dnia 19 lipca 2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2019 poz. 1655) (**ustawa wprowadzająca Prosta Spółkę Akcyjną**), stanowi w nowo wprowadzonym art. 300<sup>31</sup> § 3 KSH, że rejestr akcjonariuszy jest prowadzony w postaci elektronicznej, która może mieć formę rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych. Jednakże w art. 300<sup>33</sup> § 1 pkt 4 KSH występuje obowiązek oznaczenia każdej akcji seria i numerem, co istotnie utrudnia obrót akcjami z użyciem technologii blockchain.

Ustawa z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2019 poz. 1798) (**ustawa wprowadzająca obowiązkową dematerializację akcji spółek niepublicznych**) wprowadza dematerializację akcji, warrantów subskrypcyjnych, świadectw użytkowych, świadectw założycielskich i innych tytułów uczestnictwa w dochodach lub podziale majątku spółki również w postaci elektronicznej w formie rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych (nowo wprowadzony art. 328<sup>1</sup> § 3 KSH).

Przepisy w sprawie dematerializacji akcji wprowadzone tymi dwoma ustawami nie są spójne.

Na podstawie nowo wprowadzonego art. 328<sup>3</sup> § 3 KSH jeżeli umowa o prowadzenie rejestru akcjonariuszy tak stanowi, rejestr akcjonariuszy może, zamiast danych, o których mowa w § 1 pkt 1–4, 10 i 11 tego artykułu, zawierać odrębne oznaczenie, o którym mowa w art. 55 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. W takim przypadku dane, o których mowa w § 1 pkt 6, nie obejmują rodzaju, serii i numerów nabytych albo obciążonych akcji, lecz ich odrębne oznaczenie.

**W tym zakresie proponujemy dostosowanie ustawy o PSA do zapisów ustawy o obowiązkowej dematerializacji.**

b) Zgodnie z ustawą z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. z 2018 r. poz. 2243) od 1 lipca 2019 r. obowiązuje w Polsce przymus emisji i rejestru obligacji, certyfikatów inwestycyjnych oraz listów zastawnych w formie zdematerializowanej.

W skutek nowo wprowadzonych regulacji nie ma możliwości emisji tych papierów wartościowych w „niekwalifikowanej formie elektronicznej” w tym na blockchainie.

W przekonaniu wielu uczestników dyskusji, które prowadzimy ani dobro inwestorów ani pewność i bezpieczeństwo obrotu nie stoją na przeszkodzie umożliwienia dokonywania emisji i prowadzenia rejestru obligacji w formie elektronicznej z wykorzystaniem technologii blockchain. Należałoby się spodziewać korzyści podobnych jak w przypadku innych instrumentów dopuszczonych do tokenizacji, a nie wprowadza dodatkowych ryzyk. Kwestia tokenizacji obligacji była przedmiotem rozważań podczas prac grupy roboczej ds. rejestrów rozproszonych i blockchain podsumowanych w dokumencie opublikowanym w lutym.<sup>2</sup>

**W związku z powyższym rekomendujemy wprowadzenie do ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz. U. 2015 poz. 238) zapisów, umożliwiających zastosowanie technologii blockchain na zasadach wzorowanych na tych wprowadzonych w ustawie wprowadzającej obowiązkową dematerializację akcji.**

3. Należy zwrócić również uwagę na wprowadzony w art. 300<sup>36</sup> KSH zakaz dopuszczania do obrotu zorganizowanego w rozumieniu przepisów o obrocie instrumentami finansowymi akcji Prostej Spółki Akcyjnej, który istotnie ogranicza zarówno atrakcyjność tej formy prawnej jak i prowadzenie rejestru akcji w technologii blockchain.
4. Powołanie specjalnej grupy eksperckiej, mającej umocowanie wśród kluczowych instytucji publicznych będących interesariuszami, której zadaniem będzie przygotowanie założeń reformy mającej na celu systemowe wprowadzenie do polskiego porządku prawnego jednolitego, spójnego oraz neutralnego technologicznie reżimu cyfryzacji instrumentów finansowych. Zwracamy uwagę, że w szczególności tokenizacja instrumentów finansowych, jako w praktyce najczęściej eksplorowana technologiczna metoda cyfryzacji instrumentów finansowych, powinna być przedmiotem pogłębionych analiz i dalszej debaty, ponieważ niesie wiele wyzwań zarówno w kontekście ożywienia polskiego rynku, jak i trendów na rynkach w innych państwach, a także projektowanych regulacjach międzynarodowych, w tym europejskich. Tego typu debata będzie z pewnością prowadzona na forach, które utworzyli autorzy wniosków, omawianych w tym dokumencie. Należałoby się spodziewać, że ta tematyka zostanie wyodrębniona jako specjalny wątek w pracach grupy roboczej w KNF. Wydaje się jednak, że waga i zakres omawianych zagadnień wskazują na potrzebę powołania specjalnego zespołu poświęconego temu zagadnieniu.

Przykładowe obszary dyskusji, zarówno na istniejących forach, jak również dla proponowanego specjalnego zespołu, to m.in.:

- Tokenizacja instrumentów finansowych, podlegających obrotowi publicznemu, takich jak akcje spółek publicznych, prawa do akcji ETF, w oparciu o jednolity zestaw neutralnych technologicznie reguł;

---

<sup>2</sup> Ibid <https://www.gov.pl/attachment/44fbaf3d-fcfc-4ee7-b334-c12e7843d511>

- Podstawy prawne warunkujące przenoszenie praw ze stokenizowanych instrumentów finansowych (zarówno na płaszczyźnie cywilistycznej, jak i regulacyjnej);
- Określenie lub sprecyzowanie zasad funkcjonowania podmiotów dostarczających usługi depozytowe związane z krypto-aktywami, które mogą stanowić instrumenty finansowe;
- Rozstrzygnięcie, czy i w jakich okolicznościach systemy, w których rejestrowane są stokenizowane instrumenty finansowe (np. oparte na smart kontraktach na publicznych i otwartych blockchainach), w szczególności umożliwiające obrót tymi tokenami pomiędzy inwestorami, nie będą stanowiły zorganizowanej platformy obrotu tym instrumentami, a tym samym nie powinien podlegać wymogom MiFID2;
- Doprecyzowanie w ramach interpretacji skutków regulacyjnych świadczenia usług inwestycyjnych w odniesieniu do cyfrowych instrumentów finansowych;
- Określenie kwalifikacji lub zasad kwalifikacji instrumentów finansowych pod kątem zakresu regulacji.

Dokument przygotował zespół w składzie:

Piotr	Adamczyk	Alior Bank
Piotr	Brewiński	Fintech Poland
Łukasz	Chmura	PKO BP
Katarzyna	Ciupa	
Jacek	Czarnecki	KPI
Jacek	Dybiński	Uniwersytet Jagielloński
Gabriel	Dymowski	DoxyChain
Jacek	Figuła	Billon Group
Artur	Granicki	KKZ
Łukasz	Jonak	Uniwersytet Warszawski
Marcin	Jurkowski	Santander
Aleksandra	Kopeć	Sadkowski i Wspólnicy
Daniel	Kozłowski	Kochański&Partners
Dagmara	Krzysińska	KPI
Janusz	Łaski	ING, Rada Banków Depozytariuszy
Katarzyna	Matyjasek-Kowalczyk	PKO BP
Katarzyna	Raczak	Kochański&Partners
Piotr	Rutkowski	Ministerstwo Cyfryzacji, NASK PIB
Michał	Sas	Fintech Poland
Krzysztof	Semczuk	PKO BP
Tomasz	Sienicki	Alior Bank
Konrad	Stolarski	FinTaxLegal, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
Michał	Szymankiewicz	Kijewski Graś
Krzysztof	Urbański	7Bulls.com
Konrad	Wawruch	7Bulls.com
Mariusz	Więckowski	Areto
Krzysztof	Wojdyło	Wardyński i Wspólnicy
Bartłomiej	Wołoszyn	Oracle
Mariusz	Ziamba	PKO BP