

Jan Szczygieł*

ORCID: 0000-0001-8273-614X

Jan.Szczygieł@bfg.pl

Dematerializacja listów zastawnych w kontekście zmian regulacyjnych

Streszczenie

Artykuł prezentuje zagadnienia związane z funkcjonowaniem na rynkach finansowych listów zastawnych w formie zdematerializowanej. Omówiono w nim jednak nie tylko formy funkcjonowania listów zastawnych jako papierów wartościowych, lecz również rolę, jaką odgrywa dematerializacja listów zastawnych w funkcjonowaniu rynku papierów wartościowych. Zachodzące zmiany technologiczne, zwłaszcza w kontekście rozwoju technologii łańcucha bloków (ang. *blockchain*), skłaniają do podjęcia dyskusji na tle przyszłości formy funkcjonowania listów zastawnych w obrocie, a zwłaszcza możliwość ich tokenizacji¹. Poruszone w artykule zagadnienia nie doczekały się do tej pory całościowego opracowania w piśmiennictwie. Podstawowym celem badawczym było wykazanie, po pierwsze, że dematerializacja listów zastawnych pozytywnie wpływa na elastyczność emisji tych papierów wartościowych. Po drugie, że dematerializacja jest bezpiecznym rozwiązaniem inkorporowania papierów wartościowych, jednak niepozbawionym całkowicie ryzyk.

W artykule posłużono się metodą dogmatyczno-prawną (Pieter 1975, s. 25). Jej przedmiotem była analiza przepisów prawa oraz ich wykładnia. Metoda ta pozwoliła ustalić obowiązujące przepisy w omawianym zakresie i dostrzec zachodzące zmiany regulacyjne w kontekście formy funkcjonowania listów zastawnych jako papierów wartościowych.

Słowa kluczowe: listy zastawne, papiery wartościowe, banki hipoteczne, dematerializacja listów zastawnych, technologia łańcucha bloków

Kody JEL: K10, G21

* Jan Szczygieł – dr nauk prawnych, radca prawny, Bankowy Fundusz Gwarancyjny.

¹ Pod pojęciem tokenizacji należy rozumieć: „cyfrowe odzwierciedlenie instrumentów finansowych w rozproszonych rejestrach lub emisję tradycyjnych klas aktywów w formie tokenów w celu umożliwienia ich emisji, przechowywania i przenoszenia w rozproszonym rejestrze”, zob. Serzysko 2023.

Dematerialization of covered bonds in the context of regulatory changes

Abstract

The article presents issues related to the functioning of dematerialized covered bonds on financial markets. The article discusses not only the forms of functioning of covered bonds as securities, but also the role played by the dematerialization of covered bonds in the functioning of the securities market. The ongoing technological changes, especially in the context of the development of blockchain technology, prompt discussion on the future form of functioning of covered bonds in trade, and especially the possibility of their tokenization. The issues discussed in the article have not yet been comprehensively treated in the literature. The basic research goal was to demonstrate that the dematerialization of covered bonds has a positive impact on the flexibility of the issuance of these securities. Secondly, dematerialization is a safe solution for the incorporation of securities, but not completely without risks. Thirdly, and finally, although it seems technologically possible to issue covered bonds as part of tokenization, this change requires the introduction of systemic regulatory changes.

The article uses the dogmatic-legal method. Its subject was the analysis of legal provisions and their interpretation. This method made it possible to determine the applicable regulations in the discussed area and to notice the ongoing regulatory changes in the context of the form of functioning of covered bonds as securities.

Keywords: covered bonds, securities, mortgage banks, dematerialization of covered bonds, blockchain

JEL Codes: K10, G21

Wstęp

Listy zastawne są papierami wartościowymi, stanowiącymi bezpieczny i stabilny instrument finansowy (Mekiński 2001, s. 2). Korzystnie oddziałują na stabilność systemu finansowego (Dżuryk 2018, s. 73). Jakkolwiek aktualnie materię funkcjonowania w obrocie listów zastawnych reguluje ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. 2023 poz. 110 ze zm.; dalej: u.l.z.b.h.), to jednak listy zastawne stanowią papiery wartościowe o wielowiekowej tradycji². Instytucja listów zastawnych czerpie z doświadczeń starożytnej hipoteki greckiej, włoskich listów dłużnych, czy niderlandzkich listów kolonialnych (Kaszubski i Olszak 2000, s. 15). Jednakże zasadnicze dla rozwoju bankowości hipotecznej i instytucji listów zastawnych miało powołanie z dniem 5 lipca 1770 r. Śląskiego Towarzystwa Kredytowego Ziemskiego (niem. *Schlesische Landschaften*) (Sattler 2019, s. 25 i n.). Kolejne stulecia przynosiły dalszy rozwój bankowości hipotecznej, aż do wybuchu II wojny światowej (Bellinger 1994, s. 4). Ostatnie dekady przyczyniły się do renesansu instytucji listu zastawnego i jego szczególnego rozwoju.

² Szerzej na temat historii listu zastawnego zob. Kanigowski 2019.

Celem opracowania jest ocena zmian regulacyjnych odnoszących się do formy emisji listów zastawnych wprowadzających zasadę dematerializacji listów zastawnych. Artykuł zmierza do zaprezentowania zagadnień związanych z funkcjonowaniem na rynkach finansowych listów zastawnych w kontekście form, w jakich papiery te mogą występować w obrocie. Problematyka dematerializacji listów zastawnych ma charakter wieloaspektowy i z pewnością wykraczający poza ramy niniejszego opracowania. Autor omawia nie tylko formy funkcjonowania listów zastawnych jako papierów wartościowych, lecz skupia się również na wskazaniu roli dematerializacji listów zastawnych w funkcjonowaniu rynku papierów wartościowych. Funkcjonowanie papierów wartościowych w zmieniających się realiach, wraz z rozwojem technik komputerowych, wymaga dostosowania do zmieniających się warunków obrotu na rynku kapitałowym. Zachodzące zmiany technologiczne, zwłaszcza w kontekście rozwoju technologii łańcucha bloków (ang. *blockchain*)³, skłaniają do podjęcia dyskusji na tle zmian regulacyjnych odnoszących się do formy funkcjonowania listów zastawnych w obrocie prawnym, a zwłaszcza możliwości ich tokenizacji⁴. Omawiane zagadnienie dematerializacji listów zastawnych nie doczekało się do tej pory całościowego opracowania w piśmiennictwie. Podstawowym celem badawczym jest wykazanie, że dematerializacja listów zastawnych pozytywnie wpływa na elastyczność emisji tych papierów wartościowych i zwiększa bezpieczeństwo obrotu niwelując ryzyka jakie niesie za sobą tradycyjna, dokumentowa forma papieru wartościowego. Ponadto artykuł zmierza do wykazania, że dematerializacja stanowi bezpieczne rozwiązanie inkorporowania papierów wartościowych, jednak niepozbawione całkowicie ryzyka.

Główną rolę podczas weryfikacji powyższych hipotez odgrywała metoda dogmatyczno-prawna. W artykule w pierwszej kolejności analizie poddano obowiązujące przepisy prawa. Dążąc do ustalenia wynikających z tych przepisów norm prawnych, poddano je odpowiedniej wykładni. Metoda dogmatyczno-prawna pozwoliła dostrzec zachodzące zmiany regulacyjne w kontekście formy funkcjonowania listów zastawnych jako papierów wartościowych. Wspomagająco, sięgając do dotychczasowych opracowań doktryny, posłużono się również metodą teoretycznoprawną.

1. Formy listów zastawnych

Kryterium podziału papierów wartościowych ze względu na nośnik praw wyrażonych w papierze wartościowym stanowi jedno z kryteriów doktrynalnej klasyfikacji papierów wartościowych (Romanowski 2016, s. 78)⁵. W systemach prawnych

³ Pod pojęciem technologii łańcucha bloków (ang. *blockchain*) rozumie się rejestr pod postacią rozproszonej bazy danych (Distributed Ledger Technology) obejmujący powiązane ze sobą bloki informacji, w ten sposób, że każdy z kolejnych bloków informacji zawiera oznaczenie czasu jego stworzenia (*timestamp*) oraz link do poprzedniego bloku, będący zaszyfrowanym „streszczeniem” (*hash*) jego zawartości, tworząc jako całość nierozzerwalny łańcuch. Zob. Piech 2016.

⁴ Pod pojęciem tokenizacji należy rozumieć: „cyfrowe odzwierciedlenie instrumentów finansowych w rozproszonych rejestrach lub emisję tradycyjnych klas aktywów w formie tokenów w celu umożliwienia ich emisji, przechowywania i przenoszenia w rozproszonym rejestrze”, zob. Serzysko 2023.

⁵ Autor ten do pozostałych kryteriów klasyfikacji doktrynalnej papierów wartościowych zalicza podział ze względu na: przedmiot praw inkorporowanych w dokumencie, sposób określenia w doku-

wyróżnia się dwie koncepcje formy papierów wartościowych: materialną oraz zdematerializowaną (Chłopecki 1995, s. 13 i n.; Świdarska-Iwicka 1995, s. 26 i n.)⁶.

Materialna forma papierów wartościowych oznacza powiązanie prawa materialnego z fizycznie istniejącym dokumentem będącym formą trwałego nośnika informacji⁷. Papiery wartościowe funkcjonujące w tej formie pełniły podstawową funkcję legitymacyjną, w której zawierało się zarówno uprawnienie dłużnika do zwolnienia się z wynikającego z papieru wartościowego świadczenia⁸, jak i posiadacza papieru wartościowego, legitymowanego do żądania spełnienia świadczeń wyłącznie przez okazanie dokumentu papieru wartościowego (Chłopecki 2006, s. 878).

Z kolei pod pojęciem dematerializacji listu zastawnego należy rozumieć brak substratu materialnego tego papieru wartościowego⁹, a jego funkcjonowanie uwidocznione jest w formie elektronicznego wpisu we właściwym rejestrze (Romanowski 2016, s. 114). Dematerializacja stanowi odstępstwo od tradycyjnej formy papieru wartościowego jaką jest forma dokumentu. Dematerializacja papierów wartościowych i postępujące odejście od materialnej formy papierów wartościowych wykreowały zasadę dematerializacji obrotu tymi papierami (Chłopecki 2006, s. 874).

2. Materialna forma listu zastawnego

Jakkolwiek ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych statuuje generalną zasadę dematerializacji listów zastawnych, to jednak art. 5a ust. 2 u.l.z.b.h. stanowi odstępstwo od tej zasady, dopuszczając emitowanie listów zastawnych, w warunkach określonych w tym przepisie, w tradycyjnej formie dokumentu. W brzmieniu pierwotnym, nadanym ustawą z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku¹⁰, art. 5a ust. 2 dopuszczał formę dokumentu dla listu zastawnego o jednostkowej wartości nominalnej przekraczającej kwotę stanowiącą równowartość 100 000 euro, ustaloną przy zastosowaniu średniego kursu euro ogłoszonego przez Narodowy Bank Polski w dniu podjęcia przez emitenta decyzji o emisji.

mencie osoby uprawnionej, sposób przenoszenia praw inkorporowanych w dokumencie, zależność między powstaniem prawa inkorporowanego w dokumencie a powstaniem dokumentu, zdolność zamiany na inny typ papieru wartościowego, sposób uzyskania statusu papieru wartościowego, funkcję spełnianą w obrocie.

⁶ Tam też o kształtowaniu się poglądów odnośnie do zdematerializowanej formy papierów wartościowych.

⁷ W zakresie pojęcia trwałego nośnika zob. Szczygieł 2017, s. 20–23.

⁸ Por. art. 921 (7) ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz.U. 2023 poz. 1610 z późn. zm.), zgodnie z którym spełnienie świadczenia do rąk posiadacza legitymowanego treścią papieru wartościowego zwalnia dłużnika, chyba że działał on w złej wierze.

⁹ Por. Michalski 1999, s. 134; 2006, s. 506. Bliżej o koncepcji papierów wartościowych w kontekście dematerializacji ich formy zob. Jastrzębski 2009.

¹⁰ Ustawa 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. poz. 2243 z późn. zm.).

Aktualne brzmienie ust. 2 zostało nadane z dniem 8 lipca 2022 r. mocą art. 1 pkt 4 ustawy z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2022, poz. 872). Jak podkreślono w uzasadnieniu projektu ustawy nowelizującej art. 5a ust. 2 u.l.z.b.h., zmiana ta pozwoli na emisję listów zastawnych w formie dokumentu w przypadku listów zastawnych o jednostkowej wartości nominalnej równej kwocie stanowiącej równowartość 100 000 euro lub przekraczającej tę kwotę. Przepis ten w obecnym brzmieniu umożliwia emisję listu zastawnego w formie dokumentu, o ile jego wartość nominalna przekracza równowartość 100 000 euro¹¹. Dalej zauważono, że listy zastawne o jednostkowej wartości nominalnej nie niższej niż równowartość 100 000 euro stanowią nominal występujący często w praktyce obrotu zagranicznego. Dlatego też, w ocenie ustawodawcy, dokonana zmiana brzmienia art. 5a ust. 2 ma szczególne znaczenie w odniesieniu do listów zastawnych oferowanych na międzynarodowych rynkach i ich rejestrowania w zagranicznym systemie rejestracji, o którym mowa w art. 5 ust. 1a ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi¹².

List zastawny, o którym mowa w art. 5a ust. 2, podlega zarejestrowaniu w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Artykuł 5a ust. 4 określa szczegółowe zasady rejestracji listu zastawnego w przypadku, o którym mowa w art. 5 ust. 1a ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, a więc w sytuacji, w której emitent zamierza zarejestrować papiery wartościowe w innym systemie rejestracji – w terminie 6 miesięcy od dnia emisji. Dematerializacja takich listów zastawnych, zgodnie z art. 49 ust. 1 rozporządzenia 909/2014¹³, następuje z chwilą zarejestrowania w tym systemie, jeżeli podmiot prowadzący ten system spełnił warunki, o których mowa w art. 23 tego rozporządzenia. Należy bowiem podkreślić, że w myśl art. 49 ust. 1 rozporządzenia 909/2014, statuującego swobodę emisji w ramach Centralnego depozytu papierów wartościowych (dalej: CDPW) posiadającego zezwolenie w Unii Europejskiej, emitent ma prawo poczynić kroki w celu zarejestrowania swoich papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynkach regulowanych lub wielostronnej platformie obrotu lub będących przedmiotem obrotu w systemach obrotu w dowolnym CDPW z siedzibą w dowolnym państwie członkowskim, z zastrzeżeniem spełnienia przez dany CDPW warunków, o których mowa w art. 23 tego rozporządzenia. Bez uszczerbku dla prawa emitenta, o którym mowa w akapicie pierwszym, przepisy prawa spółek i inne podobne przepisy państwa członkowskiego, na mocy których dane papiery wartościowe powstały, nadal mają zastosowanie.

¹¹ Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw, Sejm IX kadencji, druk Sejm. nr 2019, s. 9.

¹² *Ibidem*.

¹³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz.U.UE L z 2014 r. Nr 257, str. 1 z późn. zm.).

3. Dematerializacja listów zastawnych

Sednem dematerializacji papierów wartościowych jest zastąpienie materialnego dokumentu stanowiącego substrat praw wartościowych na niematerialny, niemający fizycznej postaci dokumentu, zespół danych komputerowych, co ma z jednej strony usprawnić obrót papierami wartościowymi, z drugiej strony natomiast stanowić zwiększenie buforu bezpieczeństwa obrotu prawami z papierów wartościowych (Romanowski 2016, s. 114). Trafnie w tym aspekcie wskazuje się, że dematerializacja papierów wartościowych, w tym listów zastawnych, niweluje ryzyka jakie wiążą się z inkorporowaniem papierów wartościowych w formie dokumentu, a mianowicie utraty, zniszczenia lub uszkodzenia dokumentu.

Mając na względzie postępujące zmiany w obrocie papierami wartościowymi, z dniem 1 lipca 2019 r., w drodze zmian legislacyjnych dokonanych ustawą z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku¹⁴, wprowadzono do ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych art. 5a. Przepis ten statuuje obligatoryjną zasadę dematerializacji listów zastawnych wraz z obowiązkową rejestracją w depozycie papierów wartościowych prowadzonym przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (dalej: KDPW). KDPW wykonuje zadania określone w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2024 poz. 722; dalej: u.o.i.f.), to jest:

- prowadzi depozyt papierów wartościowych;
- wykonuje czynności w zakresie prowadzenia systemu rejestracji instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi ani instrumentami pochodnymi, które zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do Alternatywnego Systemu Obrotu;
- nadzoruje zgodność wielkości emisji z liczbą papierów wartościowych, zarejestrowanych w depozycie papierów wartościowych, znajdujących się w obrocie;
- obsługuje realizację zobowiązań emitentów wobec uprawnionych z papierów wartościowych zarejestrowanych w depozycie papierów wartościowych;
- wykonuje czynności związanych z wycofywaniem papierów wartościowych z depozytu papierów wartościowych;
- dokonuje rozrachunku w instrumentach finansowych i środkach pieniężnych w związku z transakcjami zawieranymi na rynku regulowanym oraz transakcjami zawieranymi w ASO w zakresie instrumentów finansowych zarejestrowanych w Krajowym Depozycie;
- zapewnia prawidłowe funkcjonowanie obowiązkowego systemu rekompensat.

W zamyśle projektodawcy wprowadzona zmiana miała sprzyjać zwiększeniu transparentności emisji dłużnych papierów wartościowych, a co za tym idzie bezpie-

¹⁴ Zob. art. 4 pkt 1 ustawy 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. 2018 poz. 2243).

czeństwu i elastyczności dla inwestorów¹⁵. Cel ten, w mojej ocenie, należy uznać za spełniony. Przede wszystkim, w aspekcie bezpieczeństwa, dematerializacja papierów wartościowych minimalizuje ryzyka na jakie potencjalnie narażone są papiery wartościowe w formie dokumentu jako nośnika informacji (m.in. kradzież czy uszkodzenie). Podkreślenia wymaga, że w uzasadnieniu wprowadzonej zmiany wyrażono przekonanie, że: „system rejestracji prowadzony przez KDPW jest systemem najbezpieczniejszym (ewidencja jest nadzorowana przez KNF oraz przez KDPW), a rejestracja w tym systemie wszystkich niepublicznych papierów dłużnych doprowadzi do tego, że rejestrować je będą jedynie podmioty najlepiej przygotowane do tego zadania, czyli domy maklerskie i banki posiadające zezwolenie na prowadzenie rachunków papierów wartościowych i będące uczestnikami KDPW, a nie – jak dotychczas – także podmioty, które nie są uprawnione do prowadzenia rachunków papierów wartościowych. Ponadto inwestor będzie miał możliwość przenoszenia aktywów do innych podmiotów”¹⁶.

4. Domniemanie zasady dematerializacji

Normatywną podstawę do funkcjonowania w polskim systemie prawnym zasady dematerializacji papierów wartościowych wyraża art. 7 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Ustawa ta, w drodze odesłania zawartego w art. 8 ust. 1 pkt 2 u.l.z.b.h., znajduje odpowiednie zastosowanie w zakresie nieuregulowanym ustawą o listach zastawnych i bankach hipotecznych do zasad emisji, obrotu i wykupu hipotecznych listów zastawnych. Artykuł 7 ust. 1 u.o.i.f. określa moment powstania zdematerializowanych papierów wartościowych wskazując, że prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku, z zastrzeżeniem art. 7a ust. 7a u.o.i.f. Wykładnia tego przepisu prowadzi do wniosku, że przesłanką powstania zdematerializowanych papierów wartościowych jest pierwszy wpis tych papierów wartościowych na rachunku (Sójka i Godlewski 2022).

Pomimo wprowadzenia domniemanie zasady dematerializacji sprowadzającej się do prostego zanegowania formy dokumentu listu zastawnego, art. 5a u.l.z.b.h. nie określa precyzyjnie jego formy zdematerializowanej, na przykład formy elektronicznego pliku w jakim jest on zapisany. W piśmiennictwie trafnie przyjmuje się jednak, że dematerializacja papieru wartościowego, a więc i listu zastawnego, nie oznacza całkowitej likwidacji nośnika materialnego, a jedynie prowadzi do zmiany postaci nośnika treści papieru wartościowego z papierowej do elektromagnetycznego wpisu komputerowego (Pietrasik i Laskowski 2001, s. 219). Wprowadzenie do

¹⁵ Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru oraz ochrony inwestorów na rynku finansowym, Sejm VIII kadencji, druk Sejm. nr 2812, s. 6.

¹⁶ Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru oraz ochrony inwestorów na rynku finansowym, Sejm VIII kadencji, druk Sejm. nr 2812, s. 6.

polskiego systemu prawnego domniemania zasady dematerializacji listu zastawnego należy ocenić pozytywnie. Zdematerializowana forma papierów wartościowych zwiększa bowiem elastyczność ich emisji.

5. Dematerializacja listów zastawnych a wykorzystanie technologii *blockchain*

W piśmiennictwie, na tle zagadnienia dematerializacji papierów wartościowych zaczynają być formułowane dalej idące postulaty *de lege ferenda* tokenizacji obligacji (Czaplicki 2022, s. 85–91). Podnoszone postulaty, z racji odpowiedniego stosowania przepisów ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2024 poz. 708), mogą być odnoszone również do formy listów zastawnych, dlatego też zasadne jest rozważenie dopuszczalności wykorzystania możliwości technologii rozproszonych rejestrów do organizacji obrotu listami zastawnymi.

Technologia *blockchain* jeszcze do niedawna była kojarzona wyłącznie z rynkiem walut cyfrowych. Zachodzące zmiany technologiczne i coraz szersze wykorzystanie tych rozwiązań skłaniają do podjęcia dyskusji na tle możliwości tokenizacji obrotu papierami wartościowymi. W odniesieniu do zagadnienia dematerializacji listów zastawnych postulaty te są warte uwagi, przy czym tokenizacja obligacji, a także idąca za tym ewentualna tokenizacja listów zastawnych, wymaga przede wszystkim wprowadzenia systemowych zmian regulacyjnych, dostosowujących obecne zasady emisji do wymagań, jakie stawia zastosowanie technologii łańcucha bloków. Podkreślenia wymaga, że list zastawny podlega zarejestrowaniu w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Emitent występuje z wnioskiem do KDPW o zawarcie umowy, której przedmiotem jest rejestracja listów zastawnych w depozycie papierów wartościowych. Rejestracja listów zastawnych następuje w trybie określonym w Szczegółowych Zasadach Działania KDPW (KDPW 2017). W konsekwencji powyższego, obowiązek zarejestrowania listu zastawnego w depozycie papierów wartościowych *de facto* uniemożliwia tokenizację listu zastawnego i jego funkcjonowanie w ramach systemu rejestrów rozproszonych, a nie scentralizowanego i nadzorowanego rejestru (Czaplicki 2022, s. 88). Potencjalna tokenizacja listów zastawnych wymagałaby także dostosowania technologii stosowanych przez KDPW do funkcjonowania w nowych realiach obrotu papierami wartościowymi (Czaplicki 2022, s. 90 i n.). Postulowane w piśmiennictwie zmiany dotyczące tokenizacji papierów wartościowych nie mogą być uzasadniane wyłącznie popularnością tego zjawiska i wykorzystania technologii *blockchain* w obrocie gospodarczym, lecz wymagają pogłębionej analizy, zwłaszcza możliwości technologicznych, dla zapewnienia bezpieczeństwa obrotu tokenami inkorporującymi papiery wartościowe. Należy mieć na względzie, że technologia rozproszonych rejestrów, mając postać wirtualną, może funkcjonować ponad granicami państw, stanowiąc wyzwania regulacyjne dla prawodawcy i konieczność przyjęcia spójnych ram regulacyjnych (Sousa 2023, s. 416).

Jakkolwiek korzyści płynące z inkorporowania papierów wartościowych w formie zdematerializowanej zdają się przewyższać dostrzegalne ryzyka, to jednak nie może ująć uwadze, że dematerializacja nie jest rozwiązaniem inkorporowania papierów wartościowych całkowicie pozbawionym ryzyk. Dematerializacja listów zastawnych wiąże się bowiem z nowymi ryzykami, eksponując przede wszystkim bezpieczeństwo obrotu na podwyższone ryzyko awarii systemów komputerowych. Odnosząc się natomiast do formułowanych postulatów *de lege ferenda* tokenizacji obrotu papierami wartościowymi (Czaplicki 2022, s. 85–91), w kontekście potencjalnego zastosowania technologii *blockchain* w piśmiennictwie trafnie akcentuje się również podatność tej technologii na luki w zabezpieczeniach (Sousa 2023, s. 416). Nie można także pominąć ryzyka możliwości popełnienia na rynku kapitałowym przestępstw z wykorzystaniem nowoczesnych technologii informatycznych (tzw. cyberprzestępczości)¹⁷.

Podsumowanie

Zagadnienie dematerializacji papierów wartościowych charakteryzuje się dynamiką zmian regulacyjnych, na którą nakłada rozwój technologii łańcucha bloków i zgłaszanych w piśmiennictwie postulatów wprowadzenia tokenizacji papierów wartościowych. Problematyka dematerializacji listów zastawnych ma tym samym charakter wieloaspektowy. Funkcjonowanie w zmieniających się realiach obrotu papierami wartościowymi wymaga dostosowania do ewoluujących warunków obrotu na rynku kapitałowym, ze szczególnym uwzględnieniem ryzyk, jakie wiążą się z dematerializacją listów zastawnych. Poczynione w artykule rozważania i weryfikacja postawionych na wstępie hipotez prowadzą do wniosku, że wprowadzenie do polskiego systemu prawnego dematerializacji listu zastawnego i związanego z nią domniemania zasady dematerializacji, należy ocenić pozytywnie. Dematerializacja listów zastawnych sprzyja elastyczności emisji tych papierów wartościowych, zarazem zwiększając bezpieczeństwo obrotu przez niwelowanie ryzyk jakie niesie za sobą tradycyjna, dokumentowa forma papieru wartościowego.

W kontekście przyznania prymatu zasadzie dematerializacji listów zastawnych uzasadnione staje się pytanie o kierunki zachodzących zmian w zakresie formy tych papierów wartościowych. Niewątpliwie rozwój technologii komputerowej, w tym postęp w zakresie rozwoju technologii łańcucha bloków, skłania do podjęcia dyskusji na tle możliwości tokenizacji papierów wartościowych. Tokenizacja zakładająca odzwierciedlenie papierów wartościowych w cyfrowej formie, zapisanych w wirtualnych, rozproszonych rejestrach wymaga wprowadzenia systemowych zmian regulacyjnych, dostosowujących obecne zasady emisji papierów wartościowych do wymagań technologicznych jakie pociąga za sobą zastosowanie technologii łańcucha bloków. Na tle tych zagadnień

¹⁷ Por. Romanowski 2016, s. 115; Dybiński 2016, s. 1317. Jakkolwiek brak legalnej definicji „cyberprzestępczości”, to jednak w piśmiennictwie trafnie pojęcie to odnosi się do wszelkich działań o charakterze przestępczym podejmowanych: „przeciwko poufności, integralności i dostępności systemów informatycznych, sieci i danych, jak również nieprawidłowemu ich wykorzystywaniu”, zob. Gryszyńska i Klawikowski 2022, s. 46.

nie można tracić z pola widzenia realiów funkcjonowania rynku kapitałowego i potrzeby zapewnienia przede wszystkim bezpieczeństwa i pewności tego obrotu. Dematerializacja listów zastawnych, jakkolwiek stanowi bezpieczne rozwiązanie inkorporowania papierów wartościowych, to jednak nie jest rozwiązaniem całkowicie pozbawionym ryzyk, zwłaszcza możliwości popełnienia na rynku kapitałowym przestępstw z wykorzystaniem nowoczesnych technologii informatycznych.

Bibliografia

Bellinger D. (1994), *Die Hypothekenbanken und der Pfandbrief in Deutschland*, VDH, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt/Main.

Chłopecki A. (1995), *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym (I)*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 8.

Chłopecki A. (2006), *Dematerializacja i obrót papierami wartościowymi (instrumentami finansowymi)*, [w:] *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa.

Czaplicki P. (2022), *Tokenizacja obligacji – uwagi na tle art. 8 ust. 2 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach*, „internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny”, nr 7(11).

Dybiński J. (2016), *Zagadnienia ogólne ochrony inwestora na rynku instrumentów finansowych*, [w:] *System Prawa Handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec, Warszawa.

Dżuryk A. (2018), *List zastawny jako przykład bezpiecznego hipotecznego instrumentu finansowego*, „Zarządzanie i Finanse Journal of Management and Finance”, Vol. 16, No. 4/1.

Gryszczyńska A., Klawikowski A. (2022), *Nowe wyzwania dla Prokuratury związane ze zwalczaniem przestępczości gospodarczej i cyberprzestępczości*, „Prokuratura i Prawo”, nr 7–8.

Jastrzębski J. (2009), *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa.

Kanigowski K. (2019), *List zastawny. 250 lat historii*, Centrum Prawa Bankowego i Informacji, Warszawa.

Kaszubski R.W., Olszak M. (2000), *Bank hipoteczny. Zagadnienia prawne*, Warszawa.

KDPW (2017), *Szczegółowe Zasady Działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych przyjęte uchwałą Zarządu Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. Nr 655/17 z dnia 28 września 2017 r. ze zm.*

Mekiński M. (2001), *Regulacje nadzorcze w ustawie o listach zastawnych i bankach hipotecznych, cz. I*, „Glosa”, nr 12.

Michalski M. (1999), [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa.

Michalski M. (2006), *Bankowe papiery wartościowe*, [w:] *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa.

Piech K. (red.) (2016), *Leksykon pojęć na temat technologii blockchain i kryptowalut*, Warszawa 2016, https://www.gov.pl/documents/31305/0/leksykon_pojec_na_temat_tehnologii_blockchain_i_kryptowalut.pdf/77392774-1180-79ab-4dd5-089ffab37602 (dostęp 23.04.2024).

- Pieter J. (1975), *Zarys metodologii pracy naukowej*, Warszawa.
- Pietrasik A., Laskowski A. (2001), *Historia i współczesność długoterminowego kredytu hipotecznego w Polsce*, Warszawa.
- Romanowski M. (2016), *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych*, [w:] *System prawa prywatnego*, t. 18, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz.U.UE L z 2014 r. Nr 257, str. 1 z późn. zm.).
- Sattler F. (2019), *Von den Anfängen bis zum Boom der Hypothekenbankem (1769 bis 1914)*, [w:] F. Sattler, *Der Pfandbrief 1769–2019. Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark*, Stuttgart.
- Sousa M.J. (2023), *Blockchain as a driver for transformations in the public sector*, „Policy Design and Practice”, nr 6(4).
- Sójka T., Godlewski M. (2022), *Art. 7*, [w:] *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, red. T. Sójka, Warszawa, Lex 2022.
- Serzysko A. (2023), *DLT Pilot Regime (technologia rozproszonego rejestru) w sektorze finansowym w postanowieniach ustawy o rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku*, LEX/el..
- Szczygieł J. (2017), *Trwały nośnik w obrocie konsumenckim*, „internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny”, nr 3(6).
- Świdarska-Iwicka M. (1995), *Depozyt papierów wartościowych*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 9.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz.U. 2023 poz. 1610 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. 2023 poz. 110).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2022 poz. 1500 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2022 poz. 2244 z późn. zm.).
- Ustawa 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. poz. 2243 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2022, poz. 872).
- Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru oraz ochrony inwestorów na rynku finansowym, Sejm VIII kadencji, druk Sejm. nr 2812.
- Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw, Sejm IX kadencji, druk Sejm. nr 2019.