

Rola tokenizacji w rozwoju rynku detalicznego listów zastawnych

Rafał Włoczka

 NotebookLM



Ponad 250 lat tradycji listów zastawnych

Instrument o ugruntowanej historycznie pozycji, zaprojektowany do bezpiecznego refinansowania akcji kredytowej.



NotebookLM

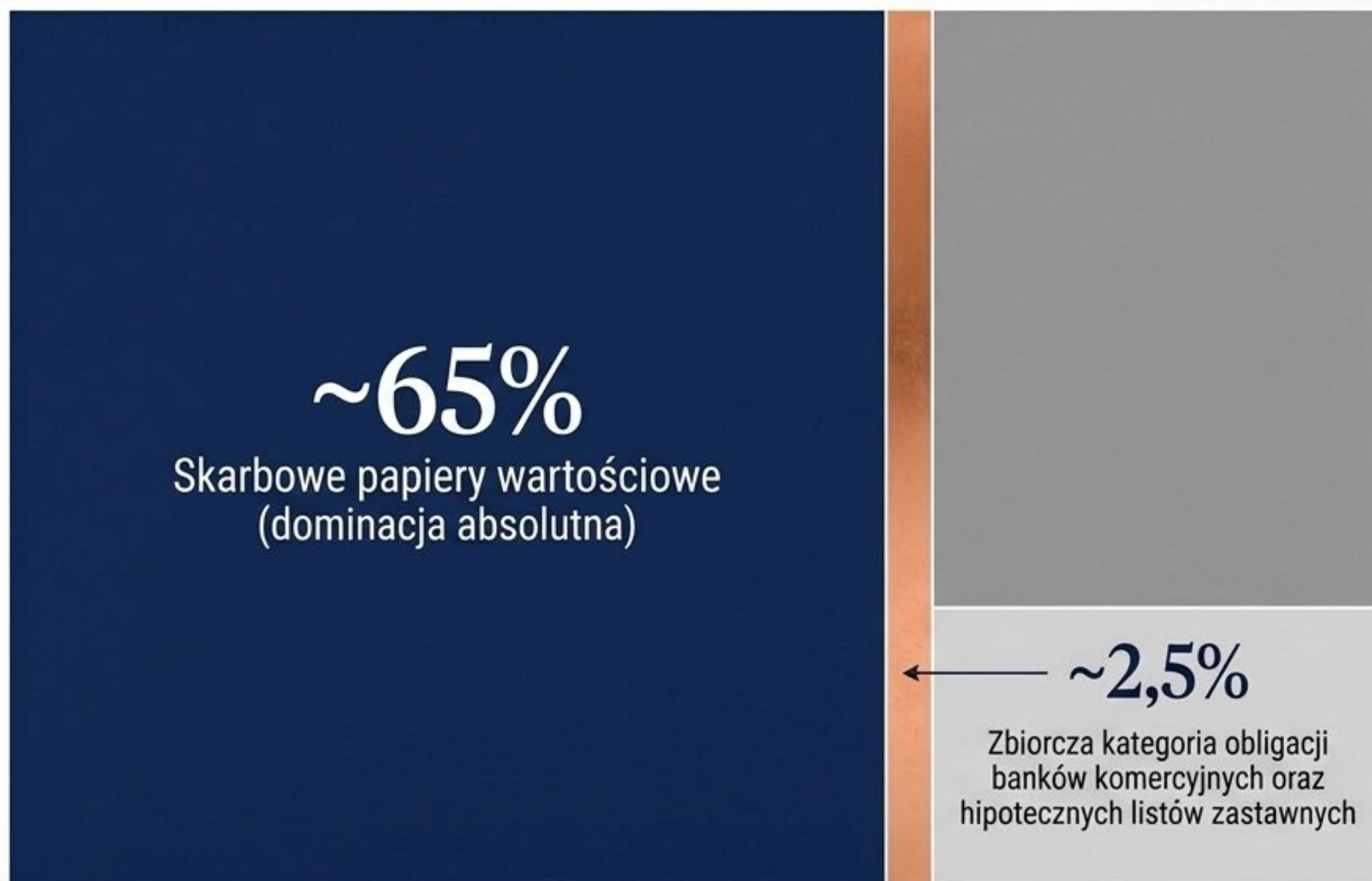


Istota jurystyczna: Zasada podwójnego regresu

List zastawny to dłużny papier wartościowy emitowany przez bank hipoteczny (art. 2a Ustawy o listach zastawnych). Jego fundamentalną siłą jest mechanizm podwójnego zabezpieczenia.



Struktura krajowego rynku dłużnych papierów wartościowych



(Stan na połowę 2024 r.)

Efekt wyparcia (Współczynnik 33x)

Inwestorzy detaliczni w Polsce są około 33 razy bardziej skłonni ulokować środki w obligacjach skarbowych niż w nieskarbowych papierach dłużnych.

Rynek detaliczny listów zastawnych w praktyce niemal nie istnieje.



Pomimo silnego zakorzenienia w porządku prawnym i wyjątkowego profilu bezpieczeństwa (podwójny regres), listy zastawne nie przyciągają szerokiego szerokiego zainteresowania polskiego inwestora detalicznego. Zjawisko to wymaga diagnozy prawnego-systemowej.



„Jedną z przyczyn takiego stanu rzeczy jest brak wystarczająco atrakcyjnych warunków prawnoregulacyjnych, które stymulowałyby rozwój krajowego rynku listów zastawnych.”

— Ocena A. Dżuryka, przywołana przez Rafała Włoczkę.

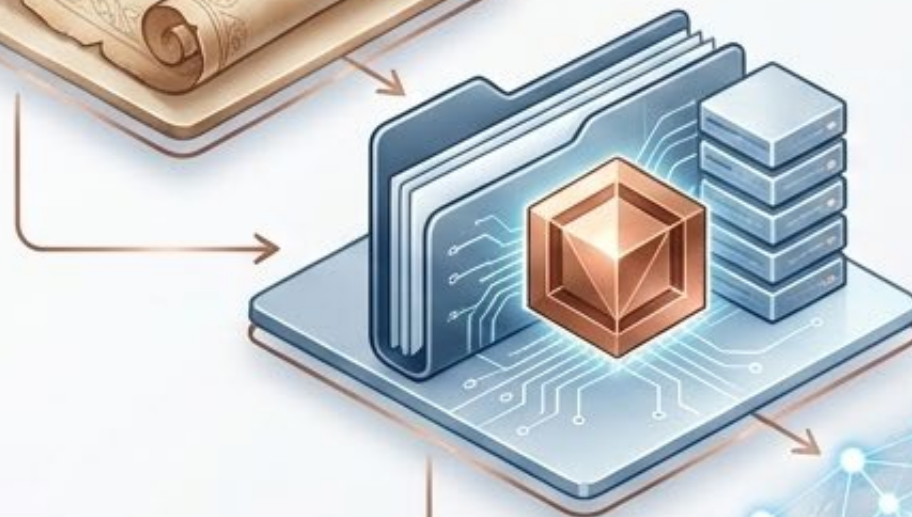
Ewolucja formy: Zmiana nośnika, nie istoty prawnej

Prawa inkorporowane w papierze wartościowym są całkowicie niezależne od technologii, w jakiej zostały zapisane.



Etap 1: Forma Dokumentowa (Materialna)

Tradycyjny zapis na papierze. Obciążony ryzykiem kradzieży, zgubienia lub zniszczenia.



Etap 2: Dematerializacja (Tradycyjna)

Zapis na rachunku papierów wartościowych. Obecnie domyślna forma listów zastawnych w Polsce (z wyjątkiem nominalów >100 tys. EUR). Zwiększone bezpieczeństwo obrotu.



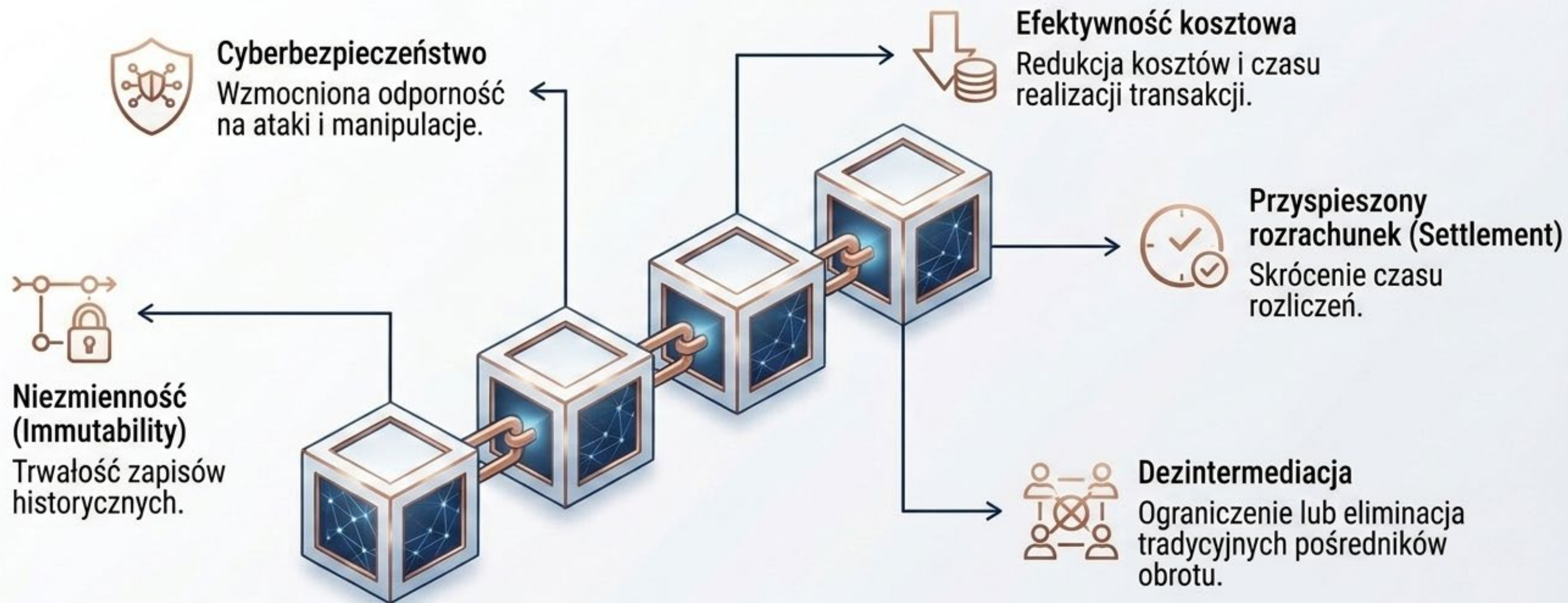
Etap 3: Tokenizacja (DLT/Blockchain)

Zmiana architektury informatycznej na rozproszoną. Nowy nośnik cyfrowy cyfrowy dla niezmiennej, tradycyjnej konstrukcji prawnej.

NotebookLM

Blockchain: Nowa infrastruktura rynku kapitałowego

Baza danych organizująca informacje w sekwencyjne bloki o unikalnych identyfikatorach, zdolna do bezpiecznego utrwalania praw rzeczowych i wierzytelności.



NotebookLM



Doświadczenia europejskie: Tokenizacja a prawo rzeczowe

Niemcy (2021 r. – ustawa eWpG)	Szwajcaria (2020 r. – Nowelizacja prawa zobowiązań)
Uznanie expressis verbis stokenizowanych papierów wartościowych.	Nadanie papierom na blockchainie waloru prawnego równoważnego z tradycyjnymi papierami.
Podejście prawne: Traktowane jako "rzeczy" w rozumieniu prawa prywatnego. Pełne poddanie reżimowi prawa rzeczowego.	Podejście prawne: O istocie decyduje treść prawa, nie forma nośnika. Technologia (DLT) jest zjawiskiem względnym.
Konkluzja prawna: W obu porządkach prawnych (zbliżonych do polskiego) tokenizacja stanowi jedynie zmianę nośnika. Zachowana zostaje pełna ciągłość stosunku zobowiązaniowego.	



Wpływ technologii na zachowania inwestorów



Dowód empiryczny (Niemcy)

Mimo pełnego dostosowania prawnego i ponad 150 aktywnych emisji, samo wdrożenie DLT nie zrewolucjonizowało zachowań niemieckich inwestorów detalicznych.

Tokenizacja *per se* nie stanowi panaceum na nikłe zainteresowanie detalicznymi listami zastawnymi. Nowa technologia nie generuje popytu z próżni.



Potencjał dla Polski (Katalizator)

Adaptacja DLT nie zmieni ekonomicznej natury listu zastawnego, ale nowatorskość technologiczna może zadziałać jako wehikuł marketingowy – zwiększając rozpoznawalność instrumentu i przyciągając zaintrygowanych inwestorów indywidualnych.

NotebookLM



Dopuszczalność tokenizacji w Polsce (*De lege lata*)



TAK. Co do zasady, w obowiązujących ramach prawnych tokenizacja dłużnych papierów wartościowych jest legalna jako składowa szerszej kategorii dematerializacji.

Brak bariery systemowej: Zasada *numerus clausus* papierów wartościowych nie znajduje zastosowania wobec wierzyielskich papierów wartościowych (w tym listów zastawnych).

Konstytutywne przesłanki skutecznej kreacji tokenu:



Wnioski i perspektywy rozwoju (*De lege ferenda*)



1. Udowodniony popyt detaliczny

Historyczna emisja PKO BP pod koniec 2025 r. ukazała potężne zapotrzebowanie inwestorów indywidualnych. Popyt wyniósł 1,155 mld zł przy ofercie początkowej 1 mld zł, co doprowadziło do przedwczesnego zamknięcia subskrypcji.



2. Zmiana infrastruktury, nie natury

Przebudowa rynku w kierunku DLT nie zmieni istoty listu zastawnego, lecz podniesie jego technologiczną i wizerunkową atrakcyjność.



3. Ramy europejskie jako drogowskaz

Unijne Rozporządzenie 2022/858 (Pilot Regime) wprost dopuszcza „sekurytyzowany dług” w formie tokenizowanej. Projektowany Market Integration Package ułatwi szerszą, masową adopcję tej technologii na rynkach unijnych.

