

ADAM KOTUCHA*

CHARAKTERYSTYKA PRAWNA TOKENA EMITOWANEGO W RAMACH PROCESU ICO W KONTEKŚCIE STOSOWANIA NORM USTAWY O OFERCIE PUBLICZNEJ

I. UWAGI WSTĘPNE

Przedmiotem niniejszego artykułu jest analiza procesu tzw. ICO (ang. Initial Coin Offering) w świetle przepisów ustawy 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 2016 r. poz. 1639 ze zm.; dalej: u.o.p.).

Na wstępie do właściwych rozważań przybliżyć należy ekonomiczno-techniczną terminologię omawianych w artykule pojęć, a w ten sposób jednocześnie zdefiniować przedmiot badań. Proces ICO zdefiniować można jako: „sposób pozyskiwania środków na nowe przedsięwzięcia, z wykorzystaniem kryptowalut. ICO jest wykorzystywane przez start-upy celem pominięcia rygorystycznego i uregulowanego procesu pozyskiwania kapitału wymaganego przez fundusze *venture capital* lub banki. W kampanii ICO pewna część emitowanych kryptowalut jest zbywana na rzecz pierwszych inwestorów w zamian za dofinansowanie w formie prawnego środka płatniczego lub innej kryptowaluty — najczęściej jednak w zamian za przekazanie jednostek bitcoina. Instytucja ta nazywana jest także Initial Public Coin Offering (IPCO)”¹.

* Autor jest absolwentem Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego, radcą prawnym, koordynatorem Działu Prawnego Herkules S.A. GPW, prawnikiem Kancelarii Schiffer Sroczyński sp. j. oraz doradcą w zakresie wdrażania „technologii” blockchain i walut wirtualnych w instytucjach publicznych oraz podmiotach gospodarczych. ORCID: 0000-0001-9667-9182.

¹ ICO w: Investopedia, <http://www.investopedia.com/terms/i/initial-coin-offering-ico.asp> (dostęp: 25 października 2017 r.), tłumaczenie własne autora.

Procesy ICO wykorzystują wiele mechanizmów, które nie mają samodzielnych definicji prawnych², lecz stanowią istotne innowacje technologiczne ostatnich lat. Przede wszystkim mowa o bazach typu blockchain w modelu zdecentralizowanego, rozproszonego rejestru, kryptowalutach oraz tzw. smart kontraktach. Wspomniane bazy blockchain w modelu zdecentralizowanym (ang. DLT — Distributed Ledger Technology) bazują na tzw. algorytmie konsensusu, a zatem programie ustalającym sposób weryfikacji danych w bazie zbudowanej z łańcucha bloków i — co najważniejsze — zapobiegającym, z wykorzystaniem między innymi narzędzi kryptograficznych, zjawisku podwójnego wydawania środków (ang. *double spending*). W scentralizowanych rejestrach rolę tę pełni określona osoba trzecia (np. instytucja płatnicza lub podmiot gospodarczy). Dzięki technologii algorytmu konsensusu możliwe było stworzenie zdecentralizowanego, publicznego, niemodyfikowalnego rejestru, za którego utrzymanie i funkcjonowanie osoby używające mocy obliczeniowej swoich urządzeń (anonimowe, niepodlegające jakiegokolwiek weryfikacji) nagradzane są — co do zasady — kryptowalutami. Najpopularniejszą obecnie kryptowalutą jest bitcoin, będący pierwszą i pionierską zdecentralizowaną walutą cyfrową, choć w obiegu wykorzystywanych jest wiele innych „walut” cyfrowych, mniej lub bardziej opartych na technologii bitcoina (np. ether, dash, lisk, ripple itp.). Kryptowaluty będące cyfrowym, zdecentralizowanym (niezależnym od jakichkolwiek osób trzecich), a także co do zasady anonimowym środkiem wymiany, okazały się idealnym narzędziem na potrzeby pozyskiwania kapitału od osób trzecich („inwestorów”) w ramach procesów ICO („emitentów”)³. Kryptowaluty są obecnie szczególnym obszarem zainteresowania prawników oraz organów administracji publicznej, który jednak nie stanowi odpowiedniego punktu wyjścia do rozważań niniejszego artykułu, z uwagi na inne uwarunkowania techniczne i faktyczne ich wykorzystywanie⁴. Ostatnim, wartym przybliżenia pojęciem jest smart kontrakt. Smart kontrakt określić można jako program automatyzujący wykonanie określonej umowy pomiędzy co najmniej dwiema osobami, przy czym automatyzacja ta rów-

² Być może pojęcie „waluta wirtualna” zostanie wprowadzone niedługo do polskiego porządku prawnego, bowiem definiuje je art. 2 ust. 2 pkt 26 projektu ustawy o przeciwdziałaniu praniu brudnych pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu z dnia 26 września 2017 r.; <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12298001> (dostęp: 22 grudnia 2017 r.).

³ Jedynie dla uściślenia używanej w ramach artykułu siatki pojęciowej — należy zauważyć, że używane w tekście określenie „emitent” odnosi się również do oznaczenia podmiotu organizującego (w swoim imieniu) ICO i pozyskującego tą drogą kapitał od osób trzecich. Wydawać się to może semantycznie nieścisłe, ponieważ określenie „emitent” zarezerwowane jest w ramach norm ustawy o ofercie publicznej... dla podmiotu emitującego papiery wartościowe we własnym imieniu (art. 4 pkt 6 u.o.p.), podczas gdy wyprowadzając wniosek o braku zastosowania norm ustawy o ofercie publicznej... w stosunku do uczestników ICO, podmiot organizujący ICO nie miałby prawnego statusu „emitenta”. Użycie jednak tego określenia jest uzasadnione technicznie i zwiększa przejrzystość wyводу — mowa wtedy o „emitencie” tokenów.

⁴ Główna problematyka prawna kryptowalut wynika z ich decentralizacji, powodującej brak rozpoznawalnej, trzeciej strony, która mogłaby być — przykładowo — stroną określonego stosunku prawnego — por. np. A. Kotucha: *Czy bitcoinem można płacić?*, <http://schiffersroczynski.pl/blog/400-czy-bitcoinem-mozna-placic> (dostęp: 7 grudnia 2017 r.), a inaczej: K. Zacharzewski: *Praktyczne znaczenie bitcoina na wybranych obszarach prawa prywatnego*, *Monitor Prawniczy* 2015, nr 4, s. 187–195.

niez przebiega bez udziału osób trzecich, gdyż następuje z wykorzystaniem zdecentralizowanych baz danych. Smart kontrakt wykonuje transakcję (przykładowo — przesyłu wartości cyfrowej od jednej osoby do drugiej) wedle z góry ustalonych reguł⁵. Do konstruowania smart kontraktów wykorzystuje się najczęściej język programowania „Solidity”, a ich obsługa odbywa się na blockchainie Ethereum. ICO jest więc zautomatyzowanym (za pomocą smart kontraktów) procesem pozyskiwania kapitału (w formie kryptowalut), w zamian za który „inwestorzy” otrzymują od „emitenta” inną wartość cyfrową, tj. token. Dla porządku należy zatem przytoczyć pewne cechy technologiczne wspomnianych tokenów — w tym tokenów emitowanych w ramach ICO — o których pisał J. Czarnecki: „Obecnie najwięcej tokenów powstaje na blockchainie Ethereum. Choć nie jest to jedyna platforma, którą można wykorzystać do tego celu, Ethereum jest zdecydowanie najpopularniejsze. Dlatego też posłużmy się nim jako przykładem. Tokeny istnieją dzięki smart kontraktom. Odpowiedni smart kontrakt określa listę adresów blockchainowych (w naszym przypadku — na blockchainie Ethereum), ilość tokenów przypisaną do każdego adresu, metody używane do dokonywania zmian na tej liście, takich jak transfer tokenów, jak również zasady określające, kto może dokonywać takich zmian. Powszechnie używanym standardem technicznym tokenu jest ERC20⁶. Dzięki tego typu standardom poszczególne aplikacje, np. giełdy, nie muszą każdorazowo dostosowywać się do nowego tokenu. Co jasne, tokeny nie mają wymiaru materialnego. Są jedynie zapisami w bazie danych utrzymywanej przez smart kontrakt. Na pewnym poziomie ogólności tokenami można nazwać również kryptowaluty, takie jak bitcoin. Tokeny mogą być bowiem postrzegane jako jednostki rozrachunkowe, które pozwalają śledzić stan posiadania jakiegoś dobra wśród grupy podmiotów lub osób”⁷. Według umownie przyjętej klasyfikacji tokeny dzieli się generalnie na trzy rodzaje w zależności od ich funkcji w obrocie gospodarczym. Te trzy rodzaje to „equity tokens”, „securities tokens” oraz „utility tokens”⁸. „Equity tokens” mają — jedynie w subiektywnym zamierzeniu ich „emitentów”, gdyż nie z perspektywy prawnej — pełnić rolę instrumentów inkorporujących prawa udziałowe. „Securities tokens” pozostają w określonej relacji ze zbywalnymi składnikami aktywów ze świata rzeczywistego, takimi jak metale bądź nieruchomości. „Utility tokens” służą z kolei realizacji przez „inwestorów” określonych uprawnień w zakresie dostawy ze strony „emitenta” usług lub towarów (zazwyczaj za pomocą aplikacji komputerowych).

⁵ Więcej o smart kontraktach oraz technologii wykorzystywanej przez blockchain Ethereum — zob. np. *Ethereum Whitepaper*, <https://github.com/ethereum/wiki/wiki/White-Paper> (dostęp: 27 grudnia 2017 r.).

⁶ ERC20 jest to — w najprostszym ujęciu — standard programistyczny dla funkcji smart kontraktów — więcej na ten temat por. np. *ERC20 Token Standard*, https://theethereum.wiki/w/index.php/ERC20_Token_Standard (dostęp: 22 grudnia 2017 r.).

⁷ J. Czarnecki: *Tokeny, blockchain i prawo*, <https://newtech.law/pl/tokeny-blockchain-prawo/> (dostęp: 5 grudnia 2017 r.).

⁸ Por. szerzej J. Wilmoth: *3 types of ICO tokens*, <http://strategiccoin.com/3-types-ico-tokens/> (dostęp: 7 lutego 2018 r.). W obrocie spotkać można także niezwiązane z procesami ICO „reward tokens” lub „reputation tokens” oraz „personal tokens”.

Ponieważ organizatorzy procesów ICO funkcjonują w określonych reżimach prawnych, zdecydowanie najwięcej w obrocie spotkać można tych ostatnich. Chociaż „utility tokens” nie mają ambicji pełnić roli „equity tokens”, wiele środowisk prawnych również temu zjawisku przypisuje funkcję „instrumentów finansowych” lub klasyfikuje je w podobny sposób. Głównie zatem rozważaniom o „utility tokens” poświęcony będzie ten artykuł i ilekroć mowa w nim będzie o „tokenach”, mowa będzie w domyśle o najczęściej występujących w obrocie „utility tokens”.

Z powyższych rozważań możemy już z tego miejsca wyprowadzić pewne wnioski o charakterze ekonomicznym, tj. określić ICO jako innowacyjną metodę pozyskiwania kapitału bez konieczności uczestnictwa zaufanej osoby trzeciej (ang. *lack of the third party*). W oparciu o technologię blockchain, która posłużyła jako podstawa do istnienia kryptowalut, w tym kryptowaluty bitcoin, stworzono zdecentralizowaną „platformę” służącą do elastycznego, internetowego przepływu kapitału. Rozpoznawalny podmiot, tj. „emitent”, publikuje w Internecie (zazwyczaj na którymś z najpopularniejszych forów o tematyce kryptowalutowej) dokument zwany „whitepaperem”, w którym przedstawia podstawowe informacje o swoich zamierzeniach gospodarczych, podstawowych ryzykach, historii gospodarczej, zaangażowanym w projekt zespole, a w końcu ofercie dla potencjalnych inwestorów. Dokument ten stanowi podstawowy przedmiot, z którego wyłożony może zostać później stosunek prawny łączący „emitenta” z gronem anonimowych inwestorów. Jednocześnie „emitent” udostępnia smart kontrakt, czyli oparty na technologii blockchain program służący automatyzacji procesu wykonywania zobowiązań, w tym w szczególności przepływu kapitału⁹, a ponadto prowadzi dostępnymi kanałami (zazwyczaj internetowymi) intensywną promocję, kierując swą ofertę do nieograniczonego grona adresatów. Wymieniony wyżej smart kontrakt mógłby również służyć pomocniczo na potrzeby wykładni oświadczeń woli stron. Tymczasem „inwestorzy”, po zapoznaniu się z postanowieniami „whitepaperu”, przeprowadzeniu oceny proponowanego pomysłu oraz analizy ryzyka i wykonaniu kalkulacji ekonomicznej, przekazują do dyspozycji „emitenta” jednostki powszechnie akceptowalnej kryptowaluty (zazwyczaj mowa o jednostkach bitcoina lub etheru), w zamian za co w ramach smart kontraktu przypisana zostaje im automatycznie odpowiednia liczba tokenów (konstrukcyjnie i technicznie — również kryptowaluty, lecz nieposiadającej przymiotu powszechnej akceptowalności, a w konsekwencji nieposiadającej — jedynie ekonomicznie rzecz ujmując — środka płatniczego). Tokeny służyć będą im w przyszłości do wykonywania określonych uprawnień, przy czym w tym zakresie skuteczne prawnie są zasadniczo wyłącznie względem „emitenta”. O ile więc sam proces przydzielenia tokenów czy realizacji wynikających z nich uprawnień

⁹ Na razie o smart kontraktach na gruncie polskiego prawa pisał m.in. J. Szczerbowski (np. w monografii *Lex Cryptographia*, Warszawa 2018), a ponadto T. Zalewski: *Smart contracts — czym są i dlaczego warto się nimi zainteresować?*, http://ipwsieci.pl/wpis,155,Smart_contracts__8211_czym_sa_i_dlaczego_warto_sie_nimi_zainteresowac.html (dostęp: 6 grudnia 2017 r.).

przebiega bez udziału rozpoznawalnej osoby trzeciej, o tyle do spełnienia konkretnego świadczenia zobowiązany będzie konkretny podmiot, jakim jest „emitent”. Co istotne — tokeny podlegają obrotowi na rynku wtórnym, zmieniając swoją wartość w zależności od — zazwyczaj — efektu analizy fundamentalnej przedsięwzięcia „emitenta”. „Emitent” spełnia zaś swoje świadczenie do rąk dysponenta tokena — mamy więc do czynienia z instytucją z pozoru bardzo zbliżoną do papieru wartościowego „na okaziciela”, jednak — jak wyjaśnione zostanie to później — nie jest to adekwatne porównanie. Tak przeprowadzony proces pozyskiwania kapitału odbywa się przede wszystkim szybko, z założenia bezpiecznie, w sposób anonimowy (inwestorzy — co do zasady — nie muszą zdradzać swojej tożsamości, będąc reprezentowani przez tzw. klucze publiczne na zasadzie zbliżonej do funkcjonowania np. protokołu bitcoin) i zdecentralizowany, tj. w zakresie obsługi przebiegu inwestycji — bez udziału zaufanej osoby trzeciej.

ICO jawi się dziś dla przedsiębiorców jako stosunkowo prosta i tania, a w konsekwencji atrakcyjna metoda pozyskiwania od osób trzecich kapitału na prowadzenie przedsięwzięć gospodarczych. Pomimo tego, że w ciągu trzech kwartałów 2017 r. w ramach procesu ICO zgromadzono środki o wartości niemal dwóch miliardów dolarów¹⁰, a w ostatnich miesiącach wartość ICO przekracza nawet wartość finansowania udzielanego start-upom blockchainowym przez fundusze *venture capital*, to wciąż ze stosowaniem tej metody pozyskiwania kapitału wiąże się wiele niejasności prawnych. Podążając za opinią J. Czarneckiego: „ICO jest kolejnym zjawiskiem ze świata blockchaina, w którym ujawnia się trudność stosowania klasycznego paradygmatu prawa krajowego, przypisanego do danego terytorium, do zjawisk, które z natury są ponadnarodowe i transgraniczne. ICO mają bowiem charakter globalny i zazwyczaj nie są kierowane do odbiorców (inwestorów) w żadnej konkretnej jurysdykcji”¹¹.

Jedną z kluczowych niejasności, generującą istotne ryzyka prawne dla „emitentów” tokenów w ramach ICO, tj. podmioty przeprowadzające proces ICO, a której to niejasności nie wytłumaczono dotychczas w formie gruntownej analizy, jest kwestia kwalifikacji praw i obowiązków „emitentów” oraz „inwestorów” w procesie ICO pod kątem reżimu prawnego ustawy o ofercie publicznej... W skrócie, na potrzeby niniejszego artykułu, zadać należy pytanie:

„Czy proces ICO zdradza wystarczające podobieństwa do procesu przeprowadzania oferty publicznej, aby wynikały z tego dla uczestników obrotu określone konsekwencje prawne?”.

Sytuacji nie rozjaśnił komunikat polskiego organu nadzoru, tj. Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 22 listopada 2017 r. W komunikacie tym zaznaczono: „W zależności od struktury, ICOs mogą funkcjonować poza zakresem obowiązy-

¹⁰ W. Zhao: *Cryptocurrency Investment Fund Completes \$1.8 Million ICO*, <https://www.coindesk.com/cryptocurrency-investment-fund-completes-1-8-million-ico/> (dostęp: 9 grudnia 2017 r.).

¹¹ J. Czarnecki: *ICO lub publiczne zbycie tokenów — aspekty prawne*, <https://newtech.law/pl/ico-lub-publiczne-zbycie-tokenow-aspekty-prawne/> (dostęp: 5 grudnia 2017 r.).

wania regulacji odnoszących się do rynku finansowego lub być oferowane bez wymaganego zezwolenia, a w związku z tym, nabywcy mogą być pozbawieni związanej z tym rynkiem szczególnej ochrony prawnej. [...] Ponadto, KNF pragnie zwrócić uwagę podmiotów chcących zaangażować się w organizację oferty ICOs, że powinny one w pierwszej kolejności przeanalizować kompleksowo wszelkie prawne aspekty związane z projektem. Dotyczy to w pierwszej kolejności ustalenia, czy planowana działalność w sferze ICOs jest związana z koniecznością uzyskania określonego zezwolenia. KNF przypomina, że prowadzenie działalności bez zezwoleń wymaganych przepisami ustaw regulujących rynek finansowy jest sankcjonowane przepisami karnymi¹². Regulator nie wskazał zatem, czy w jego ocenie proces ICO może być kwalifikowany jako oferta publiczna w rozumieniu polskich oraz europejskich przepisów, a gdyby tak było, to jakie kryterium stosowałby, przeprowadzając w ramach konkretnych postępowań (np. sankcyjnych) subsumcję prawną. Tymczasem z rozwojem nowych technologii, w tym technologii blockchain, wiążą się nieocenione korzyści ekonomiczne dla uczestników obrotu gospodarczego. Stąd, w ocenie autora, zadaniem doktryny jest podjęcie próby udzielenia odpowiedzi na powyżej postawione pytanie, a także wskazanie tym samym pewnego zbioru wskazówek dla organów administracji publicznej, w tym organu nadzoru nad rynkami kapitałowymi, którymi to wskazówkami mógłby kierować się w ocenie konkretnych przypadków i w ramach właściwych, przewidzianych prawem postępowań.

II. ZAŁOŻENIA WSTĘPNE

Celem doprecyzowania przedmiotu niniejszego wykładu właściwe będzie poczynienie kilku zastrzeżeń.

Po pierwsze — wywód zawarty w niniejszym artykule bazuje na aktualnym w dniu jego sporządzenia stanie prawnym. W szczególności zmianie uleg mogłyby zawarte w nim wnioski w przypadku implementacji na gruncie prawa polskiego postanowień dyrektywy 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. Urz. UE L 173 z 2014 r., s. 349 ze zm.), zwanej dalej „MiFID II”. MiFID II weszła w życie 3 stycznia 2018 r. (art. 93 ust. 1 MIFID II), choć nie została w tym terminie transponowana do polskiego porządku prawnego¹³. W bardzo ostrożnej ocenie nie

¹² Komunikat KNF w sprawie sprzedaży tzw. monet lub tokenów (ang. Initial Token Offerings — ITOs lub Initial Coin Offerings — ICOs), https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ICO.pdf (dostęp: 5 grudnia 2017 r.).

¹³ W chwili publikacji artykułu tzw. dyrektywa MiFID II została transponowana do polskiego porządku prawnego. W ocenie autora nie zmieniło to zasadniczych wniosków artykułu odnoszących się do kwalifikacji cyfrowych tokenów jako papierów wartościowych na gruncie cywilnoprawnym. Przyniosło jednak zmiany w zakresie kwalifikacji tokenów jako instrumentów finansowych. Inaczej J. Szewczyk: *Pojęcie papieru wartościowego w kontekście*

wyduje się ponadto, by sytuacja prawna „emitentów” ICO ulegała, po wdrożeniu tej dyrektywy do prawa polskiego, aż tak dalekim zmianom w odniesieniu do przedstawionych w niniejszym artykule tez.

Po drugie — wywód zawarty w niniejszym opracowaniu odnosi się wyłącznie do polskiego systemu prawnego z uwzględnieniem norm prawa unijnego. Odnosi się więc on do podmiotów, dla których tzw. państwem macierzystym jest Rzeczpospolita Polska, tj. — co do zasady — państwem, w którym podmiot organizujący ICO ma siedzibę (art. 11 oraz art. 55a u.o.p.). Z dalekiej ostrożności, ponieważ ICO przeprowadzić mogłaby również osoba fizyczna (z założenia opartego na innych przesłankach — prowadząca działalność gospodarczą), co nie dotyczy instytucji oferty publicznej, której podmiotami są (w zależności od emitowanego instrumentu) osoby prawne oraz jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, należy w drodze analogii wyprowadzić wniosek, że chodzi także o osoby fizyczne zamieszkałe na terenie określonego państwa. Nie jest więc przedmiotem artykułu badanie sytuacji podmiotów podejmujących czynności związane z organizacją ICO w innych jurysdykcjach prawnych. Idąc dalej — artykuł nie odnosi się do komunikatów innych, europejskich czy światowych organów nadzoru rynku kapitałowego lub ich odpowiedników¹⁴.

Po trzecie — nie są przedmiotem badania regulacje ustawy o ofercie publicznej... w tej części, w której odnoszą się do zasad funkcjonowania rynków regulowanych, w tym zarówno do podmiotów organizujących działalność takich rynków, jak i do podmiotów ubiegających się o dopuszczenie do tego typu rynków. Nie budzi wątpliwości, że w świetle obecnych regulacji prawnych tokeny emitowane w ramach procesu ICO nie mogą być przedmiotem nabycia — zarówno pierwotnego, jak i wtórnego — na rynkach regulowanych. Ma to swoje konsekwencje — część norm ustawy o ofercie publicznej... odnosi się bowiem bezpośrednio do działalności wyżej wymienionych podmiotów, z natury rzeczy nie będą one dotyczyć więc „emitentów” oraz „inwestorów” w ramach procesów ICO.

Po czwarte — w ramach niniejszego artykułu przyjęto konstrukcję ICO w pewnym standardowym, najczęściej występującym modelu. Mechanizmy informatyczne oraz kryptograficzne gwarantujące techniczne bezpieczeństwo procesów ICO mogą teoretycznie służyć również do na przykład tzw. oferty prywatnej, czyli „emisji” tokenów skierowanej do wybranego, ograniczonego liczebnie grona odbiorców (nie większego niż 149 osób). Analizowane są zatem ryzyka prawne związane z procesami ICO, które występują najpowszechniej, czyli takimi, których

tokenów cyfrowych, https://www.academia.edu/37_638722/Jaroslav_Szewczyk_Poj%C4%99cie_papieru_warto%C5%9Bciowego_w_kontek%C5%9Bcie_token%C3%B3w_cyfrowych (dostęp: 4 grudnia 2018 r.).

¹⁴ Tytułem przykładu, do którego odnosi się także Komisja Nadzoru Finansowego, można wskazać, że komunikat w przedmiocie ICO wydał również Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) — por. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828_ico_statement_firms.pdf, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf (dostęp: 9 grudnia 2017 r.).

oferta skierowana jest do faktycznie nieograniczonego grona odbiorców, a jednocześnie organizatorzy prezentują w ich ramach tzw. whitepapera (a zatem oficjalnego dokumentu, zawierającego usystematyzowane dane dotyczące danego obszaru działalności podmiotu gospodarczego, służącego w przypadku ICO do celów promocji), w ramach którego oferują określone usługi czy zasady wykupu, o czym mowa w dalszej części artykułu.

III. KONSEKWENCJE PRAWNE UZNANIA ICO ZA OFERTE PUBLICZNĄ

W przypadku, gdyby odpowiedź na zadane we wstępie pytanie okazała się pozytywna, a zatem proces ICO mieściłby się w zakresie definicyjnym oferty publicznej, jego uczestnicy podlegaliby rygorystycznym regulacjom prawnym. Celem tychże regulacji jest przede wszystkim: „wprowadzenie środków bezpieczeństwa dotyczących ochrony interesów obecnych i przyszłych inwestorów wobec przedsiębiorstw oferujących własne papiery wartościowe, zarówno w czasie składania oferty, jak i w czasie dopuszczenia do publicznego obrotu; środki bezpieczeństwa tego typu wymagają dostarczania niezbędnych i obiektywnych informacji na temat sytuacji finansowej emitenta oraz szczegółowych danych na temat papierów wartościowych, o których dopuszczenie do publicznego obrotu wystąpiono; forma, w jakiej te informacje mają zostać przedstawione, zwykle sprowadza się do publikacji szczegółowych danych związanych z dopuszczeniem do obrotu”¹⁵. Przede wszystkim jednak regulacje ustawy o ofercie publicznej... chronią drobnych inwestorów — wskazuje na to na przykład wykładnia art. 7 ust. 4 pkt 1–3 u.o.p., który to przepis stanowi, że główny obowiązek informacyjny, tj. obowiązek sporządzenia prospektu emisyjnego, nie dotyczy ofert publicznych kierowanych wyłącznie do klientów profesjonalnych w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, kierowanych wyłącznie do inwestorów, z których każdy nabywa papiery wartościowe o wartości, liczonej według ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży z dnia jej ustalenia, co najmniej 100 000 euro, czy papierów wartościowych, których jednostkowa wartość nominalna wynosi nie mniej niż 100 000 euro w dniu jej ustalenia (a zatem o wysokiej cenie nominalnej). Zauważyć należy jednak, że właśnie proces ICO w obecnym kształcie skierowany jest głównie do nieprofesjonalnych podmiotów, a wartość emisyjna tokena oscyluje zazwyczaj w okolicy równowartości jednego dolara¹⁶ — proces ICO jest zatem teoretycznie procesem, który z per-

¹⁵ Pkt 9 motywów dyrektywy 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz. Urz. UE L 184 z 2001 r., s. 1 ze zm.) — ustawy o ofercie publicznej... stanowi implementację do polskiego porządku prawnego m.in. wskazanej dyrektywy.

¹⁶ Por. np. — *ICO STATS*, <https://icostats.com/> (dostęp: 9 grudnia 2017 r.).

spektywy jedynie wykładni celowościowej postanowień ustawy o ofercie publicznej... powinien podlegać regulacjom.

W konsekwencji poczynionych rozważań można stwierdzić, że „emitenci” tokenów w ramach ICO, w przypadku objęcia ich reżimem ustawy o ofercie publicznej..., byliby zobowiązani między innymi do: sporządzenia prospektu emisyjnego (art. 7 ust. 1 u.o.p.) bądź w określonych ustawowo przypadkach memorandum informacyjnego (art. 7 ust. 3, 5–9, ust. 12–15 u.o.p.), ewentualnie memorandum uproszczonego (art. 39 u.o.p.), wystąpienia o zatwierdzenie prospektu emisyjnego przez organ nadzoru (art. 26a u.o.p.) bądź wystąpienia o stwierdzenie równoważności memorandum informacyjnego (art. 38 u.o.p.) lub wystąpienia o zatwierdzenie memorandum informacyjnego (art. 38b u.o.p.), udostępnienia prospektu emisyjnego do publicznej wiadomości (art. 45 u.o.p.), sporządzania aneksów do prospektu emisyjnego w przypadku wystąpienia określonych ustawowo zdarzeń (art. 51 u.o.p.), wystąpienia o wpis tokenów do ewidencji papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej (art. 10 u.o.p.), prowadzenia akcji promocyjnej wśród inwestorów w ustawowo przewidzianych ramach (art. 16–18, art. 53 ust. 10, art. 28 ust. 10–14 u.o.p.), w tym zachowania zgodności przekazywanych opinii publicznej informacji z prospektem emisyjnym (art. 50 u.o.p.), zaś w przypadku kierowania oferty nabycia tokenów w ramach ICO do inwestorów zagranicznych — spełnienia określonych przesłanek przewidzianych systemem prawnym innego państwa członkowskiego lub państwa trzeciego (np. art. 35 u.o.p.). Ponadto „emitent” w procesie ICO mógłby być stroną postępowań przed organem nadzoru w zakresie wypełnienia obowiązków, o których mowa w zdaniu uprzednim, a co ważniejsze — mogłyby zostać nałożone na niego sankcje administracyjne (art. 96 u.o.p.) oraz sankcje karne (art. 99 ust. 1 pkt 1–3, ust. 2, art. 100, art. 103–104 u.o.p.). Wspomniane sankcje mogłyby zostać nałożone również na osoby zarządzające podmiotem (np. art. 96 ust. 1 pkt 1b ppkt 2 u.o.p. bądź art. 99 lub art. 103–104 u.o.p.). Podmiot taki podlegałby także szczególnym zasadom odpowiedzialności cywilnej w związku z należytym wykonaniem obowiązków informacyjnych (art. 98 u.o.p.). W końcu — co również warto odnotować — wykonanie części z wymienionych wyżej zobowiązań wiąże się z obowiązkiem uiszczenia ustawowo określonych opłat, generując dodatkowe koszty (np. art. 93a lub art. 94 u.o.p.).

Nie sposób jednak nie zauważyć, że — nawet w przypadku uznania ICO za rodzaj oferty publicznej, a zatem działalności podlegającej reżimowi ustawy o ofercie publicznej... — nie wszystkie obowiązki emitentów papierów wartościowych znajdują wprost i bezpośrednio zastosowanie wobec „emitentów” ICO, a ich wyprowadzenie względem takich podmiotów mogłoby okazać się poważnie utrudnione. Mowa przede wszystkim o tych obowiązkach, do których zobligowani są emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, tj. między innymi obowiązki informacyjne, o których mowa w art. 55c, 56, 56b, 58 czy 59 (emitent kwitów depozytowych) u.o.p. Z drugiej jednak strony, literalna wykład-

nia części przepisów dotyczących obowiązków informacyjnych nakładałaby na „emitentów” ICO obowiązek między innymi przekazywania informacji o swoim państwie macierzystym (art. 55a ust. 4 u.o.p.) czy zapewnienia dostępności informacji okresowych (art. 63 u.o.p.) — z uwagi na brak zawężenia hipotezy norm wynikających z tych przepisów jedynie do podmiotów, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym. Swoistą „ciekawostkę” w kontekście tych rozważań stanowi art. 61 u.o.p., który wprowadza ogólną zasadę dotyczącą obowiązków informacyjnych na rynkach regulowanych niebędących rynkami oficjalnych notowań. Treść tej ogólnej zasady sprowadzić można do konstatacji, że zakres obowiązków reguluje co prawda regulamin wewnętrzny takiego rynku, jednak ustawa narzuca dla tego zakresu pewne minimum (np. uwzględnienie regulacji w zakresie rachunkowości). Przedmiotem odrębnej analizy mógłby być bowiem status platform wymiany tokenów emitowanych w ramach ICO jako szeroko pojętych „zorganizowanych platform obrotu” (tzw. OTF) bądź obrotu „poza rynkiem regulowanym” (tzw. OTC), o którym mowa między innymi w rozporządzeniu MAR.

Z uwagi z kolei na brak — co do zasady — możliwości przyznania *a priori* podmiotowi organizującemu ICO statusu spółki publicznej, wobec „emitentów” ICO (art. 70 u.o.p.), jak i wobec inwestorów nie znajdują zastosowania regulacje, o których mowa między innymi w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej..., tj. regulacje dotyczące ujawnienia kontroli nad wymienionymi wyżej podmiotami (np. art. 69 u.o.p.), a także instytucji wezwania (np. art. 73 u.o.p.).

Podsumowując powyższe rozważania, należy stwierdzić, że nałożenie na podmioty organizujące ICO rygorystycznych wymogów w zakresie — przykładowo — przygotowania prospektu emisyjnego zgodnie z postanowieniami tzw. rozporządzenia prospektowego¹⁷, prowadzenia akcji promocyjnej ICO w określonych ramach czy uzyskiwania odpowiednich notyfikacji w przypadku kierowania oferty nabycia tokenów w ramach ICO do obywateli innych państw (oferta transgraniczna), co stanowi — dodajmy — immanentną cechę praktycznie każdego procesu ICO, a dodatkowo nałożenia na nie dodatkowych kosztów w postaci wysokich opłat, czy w końcu ryzyka w postaci drakońskich (z uwzględnieniem bardzo niskich kapitałów podmiotów organizujących ICO) sankcji administracyjnych czy karnych, czyniłoby ICO kompletnie nieatrakcyjne przy wszystkich pozostałych zaletach tego procesu, wynikających z uwarunkowań technicznych. Z tego względu, zarówno dla bezpieczeństwa obrotu gospodarczego, jak i przede wszystkim dla utrzymania atrakcyjności ICO w oczach potencjalnych „emitentów” oraz „inwestorów”, doniosłą kwestią jest odpowiedź na pytanie, czy regulacje reżimu prawnego ustawy o ofercie

¹⁷ Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. w sprawie implementacji dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady odnośnie do informacji zamieszczanych w prospekcie emisyjnym, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji poprzez odwołania, publikacji prospektu emisyjnego oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym (Dz. Urz. UE L 149 z 30.04.2004 r., s. 1).

publicznej... obejmują wymienione wyżej podmioty, czy też pozostają one w nie-regulowanej sferze inwestycji „wysokiego ryzyka”.

IV. ICO ORAZ OFERTA PUBLICZNA — DEFINICJE I PORÓWNANIE

Przechodząc do meritum wyводу, przytoczyć należy definicję oferty publicznej. Całość legalnej definicji zawarta jest w art. 3 ust. 1 u.o.p.: „Ofertą publiczną jest udostępnianie, co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych”.

Przedmiotem subsumpcji będzie proces ICO w ustandaryzowanej formie — polegać będzie ona na próbie przyporządkowania tak zakreślonego stanu faktycznego do prawnej definicji ustawy o ofercie publicznej... Na potrzeby owej subsumpcji konieczne będzie przeprowadzenie analizy stosunków prawnych łączących „emitentów” tokenów oraz „inwestorów” nabywających tokeny. Niezbędna będzie zazwyczaj wykładnia głównego nośnika oświadczenia woli „emitenta”, tj. whitepapera, a dalej — scharakteryzowanie prawne tokena i podjęcie próby wpisania go w ramy zastanych instytucji prawnych. Ponieważ jednak procesy ICO cechuje ogromna różnorodność w zakresie między innymi sposobu ukształtowania tego stosunku prawnego pomiędzy „emitentem” a „inwestorem”, przyjęto w tym zakresie ustandaryzowany model, w którym „emitent” zobowiązuje się do świadczenia na rzecz „posiadacza” tokena określonej usługi, udzielenia mu rabatu lub nawet przekazania części przyszłego zysku z przedsięwzięcia. Jest to pewien ustandaryzowany model ICO — swoisty „wzorzec” na potrzeby rozważań niniejszego artykułu. Należy jednak z całą stanowczością zastrzec, że „wzorzec” taki ma jedynie charakter generalny i w obrocie spotkać można również procesy ICO zorganizowane w taki sposób, że nie będą one przystawały do zakreślonego stanu faktycznego, a w konsekwencji wnioski niniejszego artykułu mogą okazać się dla nich całkowicie nieadekwatne. To uzasadnia w pełni potrzebę kazuistycznego i indywidualnego badania każdego przypadku ICO w zakresie podlegania reżimowi ustawy o ofercie publicznej...

Przechodząc do subsumpcji, w odniesieniu do przytoczonej powyżej w całości definicji legalnej oferty publicznej, możemy zauważyć, co następuje:

Po pierwsze — ICO spełnia pierwszą przesłankę oferty publicznej, jaką jest „udostępnianie, co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi informacji [...]”. Faktycznie bowiem „emitent” ICO adresuje do nieograniczonego grona odbiorców, a konkretnie zazwyczaj

do bardzo szerokiej dziś i międzynarodowej społeczności „kryptowalutowej”. Informacja udostępniana jest na powszechnie dostępnych forach i listach dyskusyjnych (w sieci Internet). W tym miejscu warto zauważyć, że możemy mieć do czynienia z informacją skierowaną w ten sposób do ograniczonego grona odbiorców, czyli grona ograniczonego liczbowo do 149 osób na terytorium jednego państwa członkowskiego, ale będzie to sytuacja zupełnie wyjątkowa¹⁸.

Po drugie — fakt udostępnienia informacji w nieskonwencjonalizowanej formie, typu prezentacja czy whitepaper, nie ma znaczenia dla prowadzonej analizy. Definicja legalna potwierdza bowiem, że informacja może być udostępniona „w dowolnej formie i w dowolny sposób”. W tym zatem także w formie elektronicznej, w formie prezentacji, informacji promocyjnej czy whitepapera.

Po trzecie — fakt, że informacja dotyczy „warunków nabycia”, podczas gdy środki w ramach procesu ICO gromadzone są w formie kryptowaluty (najczęściej jednostek bitcoina lub etheru), należy uznać również za nieznaczący dla sprawy. Pomijając w tym miejscu rozważania na temat kryptowaluty jako skutecznego środka umarzania zobowiązań w ramach odpłatnego nabywania rzeczy i usług¹⁹, określenie „nabycie” jest pojęciem szerszym niż „zakup”, a zatem wydaje się pewne, że przedmiot oferty publicznej może być nabyty również za na przykład aporty niepieniężne czy właśnie jednostki kryptowalut. Należy zatem zgodzić się z poglądem wyrażonym przez A. Chłopeckiego, który na gruncie art. 3 u.o.p. w poprzednio obowiązującym brzmieniu stwierdził, że „proponowanie nabycia” oznaczało jedynie propozycję skierowaną do adresatów, aby ci nabyli określone papiery wartościowe (szerzej: przedmiot oferty publicznej)²⁰. Tymczasem w ramach ICO prowadzona jest szeroka akcja zachęcania do pozyskiwania przez „inwestorów” tokenów.

Po czwarte — udostępniana informacja musi „stanowić wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu” przedmiotu oferty publicznej. Jak wyjaśnił T. Sójka: „Wydaje się, że dla uznania, iż danego rodzaju przekaz informacyjny stanowi ofertę publiczną papierów wartościowych, musi on zawierać dane umożliwiające określenie ceny nabycia oferowanych papierów wartościowych. Informacja ta nie musi wskazywać bezpośrednio na cenę poszczególnego papieru wartościowego. Wystarczy, że zawiera informacje wskazujące na zakres cenowy oferowanych papierów lub też zakres wyceny wszystkich oferowanych papierów wartościowych. Innymi słowy — wystarczy, że zawiera dane pozwalające inwestorowi na przeprowa-

¹⁸ Prawodawca unijny zwolnił emitentów z obowiązku prospektowego w przypadku, gdy oferta skierowana jest do mniej niż 150 osób w ramach jednego państwa członkowskiego (art. 3 ust. 2 lit. b tzw. dyrektywy prospektowej), podobnie jak w przypadku ofert kierowanych wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych (art. 3 ust. 2 lit. a tzw. dyrektywy prospektowej), czy też ofert o całkowitej wartości mniejszej niż 100 tys. euro (art. 3 ust. 2 lit. e tzw. dyrektywy prospektowej).

¹⁹ Por. szerzej A. Kotucha: *Czy bitcoinem można płacić?*, <http://schiffersroczynski.pl/blog/400-czy-bitcoinem-mozna-placic> (dostęp: 7 grudnia 2017 r.), a inaczej: K. Zacharzewski: *Praktyczne znaczenie bitcoina...*, *op. cit.*, s. 187–195.

²⁰ A. Chłopecki (w:) *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2006, s. 820.

dzenie kalkulacji niezbędnej do podjęcia decyzji inwestycyjnej”²¹. Ponieważ w ramach ICO praktycznie zawsze określona jest cena jednostkowa tokena, warunek ten uznać należy za spełniony.

Po piąte wreszcie — i najważniejsze na gruncie niniejszej analizy — konieczne jest stwierdzenie, czy w ramach ICO mamy do czynienia z ofertą nabycia „papierów wartościowych”. Ustawa o ofercie publicznej w art. 3 ust. 1 wyraźnie stanowi, że przedmiotem oferty publicznej mogą być tylko papiery wartościowe, a nie — jak zdarza się słyszeć w obiegu informacyjnym — instrumenty finansowe. „Instrumenty finansowe” stanowią pojęcie szersze od „papierów wartościowych” i dlatego odpowiedzi na zadane we wstępie pytanie można udzielić po gruntownej analizie natury — zarówno prawnej, jak i ekonomicznej — pojęcia papierów wartościowych oraz tokenów emitowanych w ramach ICO. W przypadku stwierdzenia, że zakres desygnatu pojęcia „papier wartościowy” logicznie nie obejmuje desygnatu pojęcia „token” emitowanego w ramach ICO — można w ocenie autora udzielić na zadane we wstępie pytanie oceny negatywnej i w konsekwencji uznać, że uczestnicy procesu ICO nie podlegają reżimowi prawnemu ustawy o ofercie publicznej... Kwestii tej poświęcony został następny punkt artykułu.

Przedmiotem analizy może być, czy dane ICO nie spełniałoby kryteriów wyłączenia stosowania przepisów ustawy (art. 2 u.o.p.) lub jej części w zakresie niektórych obowiązków (np. udostępnienia prospektu emisyjnego — art. 7 ust. 4 u.o.p.). Nie wydaje się to jednak konieczne w świetle dalszych rozważań.

Przejdźmy zatem do kwestii kluczowej, tj. porównania natury prawnej papieru wartościowego oraz tokenów emitowanych w ramach procesów ICO.

V. TOKENY A PAPIERY WARTOŚCIOWE NA GRUNCIE USTAWY O OFERCIE PUBLICZNEJ

„Papiery wartościowe” zdefiniowane są w ustawie o ofercie publicznej... (art. 4 pkt 9) przez wyrażne odesłanie do postanowień ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 ze zm.; dalej: u.o.i.f.). Tymczasem na gruncie art. 3 pkt 1 u.o.i.f. definicja papierów wartościowych brzmi następująco: „a) akcje, prawa poboru w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2019 r. poz. 505 ze zm.), prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia

²¹ T. Sójka: art. 3 (w:) *Komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych* (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, pod red. T. Sójki, LEX 2015.

długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, b) inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych w lit. a, lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego (prawa pochodne)”.

Nie sposób — na potrzeby poczynienia ewentualnych analogii — pominąć także art. 921⁶ kodeksu cywilnego (ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r., t.j.: Dz. U. z 2018 r. poz. 1025 ze zm.; dalej: k.c.) odnoszącego się do tzw. prywatnych papierów wartościowych. Zgodnie z nim: „Jeżeli zobowiązanie wynika z wystawionego papieru wartościowego, dłużnik jest obowiązany do świadczenia za zwrotem dokumentu albo udostępnieniem go dłużnikowi celem pozbawienia dokumentu jego mocy prawnej w sposób zwyczajowo przyjęty”.

Powracając do definicji zawartej w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, należy zauważyć, że ustawodawca stworzył w art. 3 pkt 1 u.o.i.f. szeroką definicję papieru wartościowego. Katalog ten obejmuje przy tym głównie prawa majątkowe, które na mocy odrębnych ustaw tradycyjnie uznawane są za prawa z papierów wartościowych — na przykład akcje, obligacje, warranty subskrypcyjne. Obejmuje on jednak także prawa, które wyłącznie na potrzeby unormowań komentowanej ustawy uznane zostały za papiery wartościowe, a w tym prawo do akcji, prawo poboru, kwity depozytowe czy też prawa pochodne zdefiniowane w art. 3 pkt 1 lit. b u.o.i.f. Papierami wartościowymi w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. a u.o.i.f. są także inne zbywalne papiery wartościowe wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego²².

Z pewnością emitowany w ramach procesu ICO token nie pełni ekonomicznych funkcji „akcji”. Przede wszystkim istotny jest podmiot emitujący — w obliczu przyjęcia niekwestionowanej co do zasady reguły *numerus clausus* spółek prawa handlowego, akcje na gruncie kodeksu spółek handlowych (ustawy z dnia 15 września 2000 r., t.j.: Dz. U. z 2019 r. poz. 505 ze zm.; dalej: k.s.h.) emitować mogą jedynie spółki akcyjne oraz spółki komandytowo-akcyjne. Tymczasem proces pozyskiwania kapitału z wykorzystaniem ICO oraz tokenów z powodzeniem przeprowadzają nawet osoby fizyczne. Inna jest też funkcja akcji, a inna tokena (choćby był on rodzaju „equity tokens”). Akcja jest papierem wartościowym inkorporującym nie tylko prawo do uczestnictwa w podziale zysku spółki (art. 348 § 2 k.s.h.), lecz także inne prawa korporacyjne — w tym wśród najważniejszych wymienić można prawo do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (art. 406¹ i n. k.s.h.) czy prawo do głosowania na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy (art. 411 k.s.h.), a w szczególności decydowania o najważniejszych dla spółki kwestiach (art. 393 oraz art. 395 k.s.h.). Przepisy te mają — ze względu na treść art. 126 § 1 pkt 2 k.s.h. — zastosowanie również do akcjonariuszy spółki komandytowo-akcyjnej. Występujące niekiedy w ramach procesów ICO zobowiązanie do przekazania „inwestorom”

²² *Ibidem*.

określonej części zysku przedsiębiorstwa nie może w ocenie autora stanowić przesłanki do utożsamiania tokenów z „akcjami”. Polski system prawny zna umowy polegające na przekazywaniu zysku przez spółki do określonych osób lub do przekazywania kontroli nad spółkami (tzw. umowy holdingowe — por. np. art. 7 § 1 k.s.h.), ewentualnie można określić tego typu zobowiązanie emitenta jako zaciągnięte na zasadzie swobody kontraktowania (art. 353¹ k.c.). Tokeny nie przyznają jednak całości uprawnień czy obowiązków jak akcje akcjonariuszom spółek. Podobnie papierem o charakterze udziałowym jest certyfikat inwestycyjny (*a contrario* art. 4 pkt 10 lit. c u.o.p.). W związku z powyższym przesądzić można o braku tożsamości, a nawet jakichś daleko idących podobieństw, między akcją czy certyfikatem inwestycyjnym a tokenem emitowanym w ramach ICO.

Z uwagi na poczynione wyżej skrótowe rozważania na temat natury akcji jako papieru wartościowego, również poza omawianym zakresem znaczeniowym tokena usytuować należy zdefiniowane w art. 433 k.s.h. prawa poboru. Podobnie uczynić można ze wspomnianym „prawem do akcji”, które definiowane jest przez doktrynę prawa handlowego jako: „papier wartościowy umożliwiający wtórny obrót swoistą ekspektatywą otrzymania zdematerializowanych akcji nowej emisji spółki publicznej. [...] Przepisy kształtujące prawa do akcji stanowią wyjątek od zasady wyrażonej w art. 16 k.s.h., zgodnie z którą rozporządzenie akcją przed wpisem do rejestru podwyższenia kapitału zakładowego spółki akcyjnej jest nieważne”²³. Podobnie spod zakresu znaczeniowego tokena wyłączyć należy zatem warranty subskrypcyjne, zdefiniowane legalnie na gruncie art. 453 § 2 k.s.h. jako „papiery wartościowe imienne lub na okaziciela uprawniające ich posiadacza do zapisu lub objęcia akcji, z wyłączeniem prawa poboru”. Wszystkie wymienione wyżej pojęcia dotyczą wszakże instytucji tzw. subskrypcji na akcje, która w ogóle nie ma co do zasady miejsca w procesach ICO.

W rozumieniu art. 3 pkt 30 u.o.i.f. kwitem depozytowym jest natomiast „papier wartościowy wyemitowany przez instytucję finansową (z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego, w tym Polski lub innego państwa należącego do OECD)”. Podział kwitów depozytowych na polskie i zagraniczne został dokonany w art. 3 pkt 30 lit. a i b u.o.i.f. Już sam podmiot emitujący wyklucza token spod zakresu pojęcia „kwit depozytowy”. Istotna jest jednak również funkcja tegoż papieru. Istota kwitu depozytowego sprowadza się do uprawnień obejmujących: zamianę na określone papiery wartościowe (w praktyce są to akcje) we wskazanej w warunkach emisji proporcji; przejście na posiadacza praw majątkowych stanowiących pożytki z papierów wartościowych lub ich równowartości; możliwość wydawania emitentowi wiążącej dyspozycji co do głosowania na walnym zgromadzeniu. Tymczasem co do zasady żaden token nie pełni żadnej z wymienionych wyżej funkcji, ani ekonomicznie, ani tym bardziej prawnie.

²³ *Ibidem*.

Do obrony pozostaje teza, że token emitowany w ramach ICO mógłby być papierem wartościowym w formie obligacji — obligacja jest bowiem „papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji [...] i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (art. 4 ust. 1 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, t.j.: Dz. U. z 2018 r. poz. 483 ze zm.; dalej: u.o.). Dostrzec więc można pozorną bliskość tej definicji do kształtu stosunku prawnego powstającego pomiędzy „emitentem” a „inwestorem” w ramach ICO, tj. mowa tu o obowiązku spełnienia przez „emitenta” na rzecz „inwestora” (posiadacza tokena) określonego świadczenia, niekoniecznie pieniężnego. Problematiczna pozostaje jednak przede wszystkim kwestia dematerializacji obligacji. Aby prawa z obligacji nie musiały być inkorporowane w dokumencie, muszą zostać wpisane do właściwej ewidencji prowadzonej przez któryś z wyspecjalizowanych podmiotów wymienionych w art. 8 ust. 2 u.o. Tymczasem token ze swej natury nie posiada materialnej formy dokumentu, niewątpliwie jednak jest nośnikiem jakichś uprawnień. Nie podlega jednak wpisowi do ewidencji czy podobnemu reżimowi. Ze stanowiskiem takim można jednak polemizować, uznając, że dematerializacja papierów wartościowych ma wyłącznie formalny i porządkowy charakter, lecz pozostaje bez wpływu na sam fakt powstania papieru w sferze stosunków cywilnoprawnych. Niewątpliwą trudność w tak jednoznacznej identyfikacji wprowadza również brzmienie art. 2 u.o.p., który zawęży katalog emitentów obligacji do bardzo określonego grona, wykluczając z niego między innymi osoby fizyczne, a także większość jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej (z wyjątkiem spółki komandytowo-akcyjnej). Warto zauważyć, że określenie tokena jako obligacji prowadziło do daleko idących konsekwencji prawnych dla inwestorów. Przykładem takiej konsekwencji jest ustalenie dla spraw wynikających z obligacji emitowanych przez podmioty mające siedzibę poza terytorium państw członkowskich Unii Europejskiej wyłącznej właściwości miejscowej sądu dla sądu właściwego dla dzielnicy Śródmieście miasta stołecznego Warszawy (art. 15 u.o.). Problematiczne wydaje się również stosowanie do procesu ICO ustawowych unormowań w zakresie warunków emisji obligacji (art. 6 u.o.). Wydaje się zatem zasadne uznać brak zbieżności natury prawnej tokena z naturą prawną obligacji.

List zastawny jest z kolei papierem wartościowym emitowanym na podstawie przepisów ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (t.j.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1771; dalej: u.l.z.). Ponieważ podstawę emisji takiego listu stanowią wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczone hipotekami (art. 3 u.l.z.), a taka sytuacja nie występuje kompletnie w procesie ICO, także tę kwalifikację należy odrzucić.

W niektórych, choć bardzo rzadkich przypadkach, zasadne będzie objęcie tokenów zakresem praw pochodnych, o których mowa w art. 3 pkt 1 lit. b u.o.i.f. Jak pisał T. Sójka: „Prawa pochodne są natomiast takimi instrumentami pochodnymi, których, po pierwsze, instrumentem bazowym są papiery wartościowe określone

w art. 3 pkt 1 lit. a u.o.i.f., i które, po drugie, są zbywalne, po trzecie, powstają w wyniku emisji”²⁴. W ustandaryzowanym modelu ICO opartym na emisji „utility tokens”, który jest przedmiotem badania na gruncie niniejszego artykułu, nie występuje instrument bazowy w postaci któregośkolwiek z papierów wartościowych, o których mowa w art. 3 pkt 1 lit. a u.o.i.f., jednak możliwa do wyobrażenia jest organizacja ICO w modelu, w którym tokeny prawnie stanowią będą instrument pochodny wobec instrumentu bazowego w postaci na przykład akcji spółki „eminenta” (najprawdopodobniej w formie „equity tokens”).

Pozostaje zatem do rozstrzygnięcia kluczowa dla powyższego wywodu kwestia, a mianowicie wyjaśnienie pojęcia „inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego” (art. 3 pkt 1 lit. a u.o.i.f.). Zakreślony katalog papierów wartościowych nie ma charakteru zamkniętego i może obejmować inne, zbywalne papiery wartościowe. W tym zakresie należy zauważyć, że część autorów zdecydowanie opowiada się za obowiązywaniem zasady *numerus clausus* papierów wartościowych odnośnie do papierów, które występują w obiegu publicznym. Jak pisał P. Ochmann w kontekście katalogu papierów wartościowych na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi: „Ustawodawca często na potrzeby prawa publicznego wprowadza definicje autonomiczne, czasem nawet odbiegające od powszechnego czy też semantycznego rozumienia *definiendum*. Biorąc pod uwagę, że obecne prawo rynku kapitałowego stanowi hybrydę prawa prywatnego i publicznego, nie sposób z zawartych tam definicji legalnych czynić zasad rządzących całym porządkiem prawa prywatnego. Aby wypowiedzieć się w przedmiocie zasadności tezy o obowiązywaniu zasady *numerus clausus* papierów wartościowych, konieczne zdaje się odtworzenie, w oparciu o cały system prawa cywilnego i jego aksjologię, pojęcia papieru wartościowego. Zgodzić się należy także z tezą, iż doniosłość omawianego zagadnienia ogranicza się tylko do tzw. niepublicznego obrotu papierami wartościowymi”²⁵. Podobnie A. Szumański potwierdził, że przyjęcie zasady *numerus apertus* papierów wartościowych na użytek obrotu publicznego byłoby wprost sprzeczne z przepisami uprzednio obowiązujących aktów prawnych regulujących materię oferty publicznej, tj. ustawy z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (t.j.: Dz. U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239). Autor ten zasugerował wprost, że w jego ocenie możliwe jest wykreowanie nowego instrumentu finansowego, lecz nie papieru wartościowego przyznającego większą od instrumentu finansowego ochronę inwestorowi²⁶.

²⁴ *Ibidem*.

²⁵ P. Ochmann: Czy każdy bilet zawsze musi być znakiem legitymacyjnym, czyli rozważania o zasadzie ‘*numerus clausus*’ papierów wartościowych w polskim porządku prawnym, Zeszyty Prawnicze 2016, nr 16, s. 138–139.

²⁶ A. Szumański: Problem dopuszczalności prawnej emisji nowych typów papierów wartościowych. Z problematyki zasady ‘*numerus clausus*’ papierów wartościowych w prawie polskim (w:) *Studia z prawa gospodarczego i handlowego. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Stanisława Włodyki*, Kraków 1996, s. 435.

Podobne rozważania podjął F. Zoll: „Należy się zastanowić, co oznacza wymóg, iż aby spełniać kryterium definicyjne papiery te mają być emitowane na podstawie »właściwych przepisów«. [...] Nawet, gdy się przyjmie reprezentowane w tej pracy stanowisko o generalnej swobodzie zastrzegania klauzul dokumentowych, to i tak emitowane w ten sposób dokumenty i kształtowane wokół nich stosunki prawne mają swoją podstawę we »właściwych przepisach«, tj. co najmniej w art. 353¹ KC. Gdyby tak dookreślenie to miało być rozumiane, to byłoby ono puste, jako że jego sens wyczerpywałyby się już w pojęciu »papier wartościowy«. Kierując się postulatami racjonalności ustawodawcy, taki wniosek należy odrzucić. Pojęcie »właściwe przepisy« musi mieć samodzielną treść normatywną. Celem tego przepisu jest zapewnienie, aby dopuszczone do obrotu publicznego papiery wartościowe były odpowiednio transparentne dla uczestników rynku publicznego. [...] W tym sensie uzasadnione jest twierdzenie o *numerus clausus* papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu publicznego”²⁷.

Z kolei A. Chłopecki, na gruncie poprzednio obowiązujących aktów prawnych regulujących materię oferty publicznej, opowiadał się za teorią tzw. katalogu półzamkniętego papierów wartościowych, tj. w ocenie tego autora dopuszczalne było kreowanie papierów wartościowych jedynie w zakresie praw pochodnych²⁸. O obecnej regulacji wyraził się on natomiast następująco: „Sama ustawa [o ofercie publicznej — A.K.] ani ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nie kreuje zatem pojęcia papieru wartościowego *per se* ani nie definiuje większości typów papierów wartościowych (poza nielicznymi — np. kwitami depozytowymi i prawem do akcji). W istocie, poza wyżej wymienionymi, ustawodawca stosuje technikę »podwójnego odesłania« — przykładowo dla obligacji w analizowanym przepisie, odsyłając do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a z kolei w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi — wskazując (jakkolwiek nie wprost) stosowną regulację”²⁹.

Można spotkać jednak również zdania całkiem odmienne. Jak zauważył T. Sójka: „Należy uznać, że komentowany przepis nie rozstrzyga toczącej się w polskiej doktrynie prawa cywilnego dyskusji dotyczącej zasady *numerus clausus* papierów wartościowych. Gdyby przyjąć dopuszczalność kreowania nowych typów papierów wartościowych według zasady swobody umów, to na gruncie art. 3 pkt 1 u.o.i.f. byłyby to inne papiery wartościowe wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego, przy czym tym właściwym przepisem byłby art. 353¹ k.c. Innymi słowy, rozstrzygnięcie problemu, czy na gruncie art. 3 pkt 1 u.o.i.f. ustawodawca przewidział otwarty lub zamknięty katalog papierów wartościowych, uzależnione jest w znacznej mierze od odpowiedzi na o wiele bardziej podstawowe

²⁷ F. Zoll: *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2001, s. 19.

²⁸ A. Chłopecki: *Publiczny obrót i instrumenty finansowe — redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, Przegląd Prawa Handlowego 2005, nr 11, s. 44.

²⁹ A. Chłopecki, M. Dyl: *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, Komentarz LEX, Warszawa 2014, s. 52.

pytanie, czy w polskim prawie cywilnym obowiązuje zasada *numerus clausus* papierów wartościowych³⁰.

Gdyby przyjąć, że ustawodawca wprost wykluczył możliwość kreowania nowych typów papierów wartościowych na potrzeby obrotu publicznego, można by z tego miejsca przeciąć dyskusję w kwestii kwalifikacji tokena jako papieru wartościowego w kontekście stosowania ustawy o ofercie publicznej... Niemniej autorzy nie wypowiadają się jednoznacznie o konsekwencjach owej konstatacji. F. Zoll zauważył, że istnieją zupełnie odmienne konsekwencje przyjęcia zasady *numerus clausus* papierów wartościowych w ramach obrotu publicznego. Z jednej strony ustawy o ofercie publicznej... mógłby mieć zastosowanie jedynie do konkretnego, zamkniętego katalogu papierów wartościowych występujących w publicznym obiegu, a zatem ustawa ta nie obejmowałaby swoją regulacją innych typów papierów wartościowych. Z drugiej strony można by przyjąć, że wykreowanie nowego papieru wartościowego (choćby na gruncie normy art. 353¹ k.c.) i skierowanie do nieograniczonego grona nabywców oferty jego nabycia należałoby traktować jako naruszenie regulacji ustawy o ofercie publicznej..., co skutkowałoby — przykładowo — sankcją karną. Jak pisał: „Papiery wartościowe nie emitowane na podstawie »właściwych przepisów« byłyby wyłączone spod zakresu ustawy w ogóle, z tą konsekwencją, że mogłyby być nawet oferowane publicznie, mimo że nie byłyby to obrót publiczny w rozumieniu ustawy. To rozwiązanie kryje niebezpieczeństwo deregulacji rynku publicznie udostępnionych walorów, a zatem kryje niebezpieczeństwo, któremu chciano zapobiec, wprowadzając cały system rynku regulowanego”³¹. W obliczu powyższych niejasności i związanych z nimi, potencjalnych, zagrożeń (albo dla uczestników procesu ICO, albo — przy założeniu F. Zolla — dla bezpieczeństwa obrotu) warto podjąć dalsze rozważania o potencjalnej możliwości kwalifikacji tokena jako papieru wartościowego na gruncie norm innych ustaw niż ustawy o ofercie publicznej...

VI. TOKENY A PROBLEMATYKA ZASADY *NUMERUS CLAUSUS* PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Zagadnienie zasygnalizowane powyżej przez T. Sójkę wymaga przeprowadzenia całkowicie odrębnej, acz kluczowej z perspektywy zadanego na wstępie pytania, analizy. Skoro bowiem token emitowany w ramach ICO nie spełnia kryteriów żadnego z nazwanych i literalnie wymienionych w art. 3 pkt 1 u.o.i.f. papierów wartościowych, a w konsekwencji nie mógłby być on przedmiotem oferty publicznej, powstaje pytanie, czy w polskim systemie prawnym w ogóle może funkcjonować

³⁰ *Ibidem*.

³¹ F. Zoll: *Klauzule dokumentowe...*, op. cit., s. 239.

papier wartościowy, którego konstrukcji nie wykreował ustawodawca. Zagadnienie to ma charakter ściśle cywilistyczny. M. Romanowski pisał o tym problemie następująco:

„W doktrynie prawa cywilnego toczy się spór co do dopuszczalności swobodnego wystawiania papierów wartościowych na podstawie zasady autonomii woli wystawcy papieru wartościowego, czy wężiej rzecz ujmując na podstawie zasady swobody umów, a więc za zgodą wystawcy papieru wartościowego i osoby pierwotnie uprawnionej z papieru wartościowego (adresata oświadczenia woli wystawcy papieru wartościowego, czyli osoby, której wystawca po raz pierwszy wydał papier wartościowy). Przeciwnieństwem zasady swobody wystawiania papierów wartościowych jest zasada *numerus clausus* papierów wartościowych, stosownie do której wystawianie papierów wartościowych jest dopuszczalne wyłącznie, gdy zezwala na to wyraźny przepis prawa (zasada *numerus clausus* papierów wartościowych). Stosownie do tej zasady oznaczony instrument może być zakwalifikowany jako papier wartościowy, jeżeli wynika to z przepisów prawa”³².

Zauważmy więc, że jakkolwiek tokeny przypominają papiery wartościowe w zakresie podstawowych funkcji, tj. są (w sensie praktycznym, a niekoniecznie prawnym) nośnikami uprawnień, mogą być wystawione („wyemitowane”) przez podmioty nieprofesjonalne, ich ważność co do zasady nie jest ograniczona w czasie, istnieje ich niesformalizowany obrót. Niemniej przyjęcie zasady *numerus clausus* papierów wartościowych uniemożliwiłoby ostatecznie zakwalifikowanie tokena jako papieru wartościowego, skutecznie wykluczając proces ICO spod reżimu ustawy o ofercie publicznej...

Odnosząc się zatem do cytowanego wcześniej stanowiska T. Sójki, warto zasygnalizować również wywód M. Romanowskiego, który pisał: „Artykuł 353¹ k.c. nie może być uznany za właściwy przepis, na podstawie którego jest wystawiany i emitowany papier wartościowy. Artykuł 353¹ k.c. stanowi bowiem podstawę do zawierania przez strony umów nienazwanych i umów nazwanych o treści odmiennej niż proponowana przez ustawodawcę, a nie tworzenia nowych typów papierów wartościowych, których wystawienie i emisja może być przedmiotem tych umów”³³. Autor ten zresztą wypowiadał się również za usankcjonowaniem zasady *numerus clausus* papierów wartościowych na gruncie przepisów ustawy o ofercie publicznej...³⁴

Z powyższego wywodu wynika jednoznacznie, że w kwestii *numerus clausus* papierów wartościowych doktryna polskiego prawa cywilnego jest stosunkowo podzielona. Do niedawna funkcjonowało zasadniczo pięć argumentów przemawia-

³² M. Romanowski: *Zasada numerus clausus papierów wartościowych* (w:) *System prawa prywatnego*, t. 18, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2005, s. 115.

³³ *Ibidem*, s. 133.

³⁴ *Ibidem*, s. 149 i n.; podobnie: P. Michalski: *Konstrukcja bankowych papierów wartościowych w świetle zasady numerus clausus papierów wartościowych*, *Prawo Bankowe* 1998, nr 2, s. 45.

jących za przyjęciem istnienia zasady *numerus clausus* papierów wartościowych. Po pierwsze — wedle starszych wypowiedzi przedstawicieli doktryny — w polskim systemie prawa prywatnego obowiązuje zasada kauzalności czynności prawnych, z której jednoznacznie wynika, że dokonywanie czynności abstrakcyjnych (np. wykreowanie papieru wartościowego) jest dopuszczalne, o ile wyraźnie zezwala na to prawo³⁵. Po drugie — prawa inkorporowane w papierach wartościowych są skuteczne *erga omnes*, tj. wobec wszystkich uczestników obrotu, co wynika właśnie z ich abstrakcyjności, przy czym argument ten nie znajduje zastosowania w odniesieniu do wierzycielskich papierów wartościowych, a wśród takich sytuować należałoby ewentualnie token emitowany w ramach procesu ICO³⁶. Trzeci argument — wysunięty skądinąd trafnie przez wspomnianego wcześniej A. Szumańskiego — koresponduje nieco z poprzednim. A. Szumański zauważa, że istnieje różnica w aksjologii zasady swobody umów i zasady katalogu zamkniętego praw, które skuteczne są *erga omnes*. Umowa wywiera bowiem skutki jedynie wobec stron (*inter partes*), a więc ryzyko prawne jej wadliwości (np. wadliwości konstrukcji smart kontraktu czy tokena) obciąża wyłącznie jej strony. W przypadku, gdy prawo inkorporowane w papierze wartościowym wywiera skutki *erga omnes*, wówczas system prawny ingeruje w treść tego stosunku ze względu na ochronę interesów osób trzecich — wtedy ustawodawca tworzy pewne, skatalogowane wzorce postępowania (np. w postaci typów papierów wartościowych, praw rzeczowych, spółek handlowych itp.)³⁷. Czwarty argument odnosi się wyłącznie do kwestii nieprzyjęcia przez ustawodawcę konsekwentnie teorii powstania papieru wartościowego — wobec braku stanowiska prawodawcy w tym zakresie, nietrafne wydaje się przyjmowanie swobody dla tego procesu. Piąty argument odnosi się do wykładni systemowej i celowościowej przepisów kodeksu cywilnego odnoszących się do papierów wartościowych, pozostając bez wpływu na potrzeby niniejszego wywodu.

Mniej rygorystyczne podejście w odniesieniu do obowiązywania zasady *numerus clausus* papierów wartościowych prezentowane przez K. Zawadę można odnieść wyłącznie do problematyki papierów wartościowych imiennych. Zdaniem tego autora zasada katalogu zamkniętego zbioru papierów wartościowych odnosi się do papierów wartościowych na okaziciela oraz — z pewnymi zastrzeżeniami — do papierów na zlecenie. Z tego względu argumentacja ta zostanie pominięta na potrzeby niniejszego wywodu — niewątpliwie bowiem zasadą procesu ICO jest prowadzenie obrotu wtórnego „emitowanych” tokenów i całkowita lub częściowa anonimizacja uczestników tegoż obrotu — nie sposób zatem mówić o tokenie jako

³⁵ Inaczej np. K. Zaradkiewicz: *‘Numerus apertus’ abstrakcyjnych czynności prawnych w polskim prawie cywilnym?*, Kwartalnik Prawa Prywatnego 1999, z. 2, s. 245–297; por. np. W. Czachórski: *Czynności prawne przy czynowe i oderwane w polskim prawie cywilnym*, Warszawa 1952.

³⁶ Również P. Ochmann opowiada się przeciwko obowiązywaniu zasady *numerus clausus* papierów wartościowych w polskim porządku prawnym wyłącznie odnośnie do papierów wierzycielskich — por. P. Ochmann: *Czy każdy bilet...*, *op. cit.*, s. 154.

³⁷ A. Szumański: *Problem dopuszczalności prawnej emisji nowych typów papierów wartościowych...*, s. 438–439.

o papierze wartościowym imiennym³⁸. Jest to jednak swoista teoria „pośrednia”, a zatem zasługująca na wspomnienie.

Zasadniczo wymienić można natomiast trzy główne argumenty przemawiające za brakiem ustawowego zakazu tworzenia nowych typów papierów wartościowych. Pierwszy z argumentów bazuje na przekonaniu, że przepisy ustawowe istotnie nie rozstrzygają jednoznacznie, czy dokument może być uznany za papier wartościowy wyłącznie wtedy, gdy jest on wystawiony na podstawie norm prawa powszechnie obowiązującego³⁹. Jak podnoszą autorzy — *numerus clausus* na przykład praw rzeczowych, spółek prawa handlowego czy praw na dobrach niematerialnych wynika tymczasem wyraźnie z ujawnionej woli ustawodawcy. Drugi z argumentów koncentruje się na wykładni *a contrario* art. 921¹⁰ § 1 k.c., tj. stwierdzeniu, że skoro w przypadku puszczenia w obieg dokumentu na okaziciela wymagane jest zezwolenie właściwego organu państwowego, to dokument wystawiony bez takiego zezwolenia skutkuje nieważnością czynności prawnej, leżącej u podstawy jego wystawienia. Zatem w obrocie występować mogą także papiery wartościowe na okaziciela, których dopuszczenie do obiegu nie wymaga takiego zezwolenia⁴⁰. Trzeci z argumentów usiłuje obalić wspomnianą powyżej teorię „zabezpieczenia obrotu”, zauważając, że nie każde zobowiązanie o charakterze abstrakcyjnym ma charakter papieru wartościowego, a mimo tego zobowiązania takie nie generują wcale dalej idących ryzyk prawnych dla uczestników obrotu niż czynności kauzalne⁴¹.

Inaczej w ogóle problem ujął F. Zoll, który zdefiniował między innymi na potrzeby rozstrzygnięcia sygnalizowanego sporu pojęcie porządku legitymacyjnego. Jak pisał: „Przez porządek legitymacyjny rozumie się zespół reguł dotyczących obowiązków i uprawnień dłużnika związanych z weryfikacją uprawnienia osoby, domagającej się świadczenia na podstawie stosunku prawnego, który dłużnika do takiego świadczenia zobowiązuje”⁴². Teoria tzw. klauzul legitymacyjnych (bądź „dokumentowych”) służyła na gruncie polskiej cywilistyki przede wszystkim uporządkowaniu prawa dokumentów dłużnych i stworzeniu granicy pomiędzy papierami wartościowymi a zbliżonymi do nich dokumentami dowodowymi poprzez wprowadzenie kategorii klauzul dokumentowych (podwójnych klauzul legitymacyjnych lub podwójnych klauzul prezentacyjnych w przypadku tzw. papierów dobrej wiary, czyli — co do zasady — papierów na zlecenie oraz na okaziciela). Klauzule dokumentowe stanowią zastrzeżenia umowne modyfikujące sposób realizacji zobowiązania w zakresie sposobu wykazania przez wierzyciela jego uprawnienia w ramach wspomnianego porządku legitymacyjnego i w związku z wystawieniem do-

³⁸ Szerzej o tym argumentie — por. K. Zawada: *Prawo papierów wartościowych*, pod red. S. Włodyki, Kraków 1996, s. 25–26, 33–34, 40.

³⁹ Zob. np. A. Chłopecki: *Czy w prawie polskim obowiązuje zasada ‘numerus clausus’ papierów wartościowych*, Przegląd Sądowy 1994, nr 4, s. 37–40.

⁴⁰ *Ibidem*, s. 38.

⁴¹ *Ibidem*, s. 39–40.

⁴² F. Zoll: *Klauzule dokumentowe...*, *op. cit.*, s. 19.

kumentu potwierdzającego istnienie zobowiązania. Pierwszorzędne zatem w analizie, której celem jest kwalifikacja danego dokumentu jako papieru wartościowego, było odczytanie podstawowego stosunku prawnego. Wykład tego autora ujawnił jednak dwie dodatkowe kwestie, istotne dla niniejszego wyводу. Po pierwsze, na potrzeby definicji „papieru wartościowego” uznał on nieprzydatność wymogu włączenia dokumentem dla realizacji wszystkich uprawnień, w tym należności ubocznych⁴³. Po drugie, w ocenie F. Zolla dematerializacja dokumentu nie stoi na przeszkodzie jego kwalifikacji jako jednak papieru wartościowego, czyli — innymi słowy — dematerializacja (zauważmy — na gruncie przepisów prawa publicznego, tj. np. art. 5 u.o.i.f. — a nie jako pewien stan faktyczny) nie stoi w sprzeczności z istotą papieru wartościowego, a przynajmniej nie stoi z nią w sprzeczności na gruncie szerokiej teorii papierów wartościowych⁴⁴. Co do zasady jednak F. Zoll opowiedział się za swobodą zastrzegania wszelkich klauzul dokumentowych, a w konsekwencji nieobowiązywaniem zasady *numerus clausus* papierów wartościowych, przy czym — jak wspomniano wcześniej — nie dotyczyło to papierów wartościowych przeznaczonych do publicznego obrotu. F. Zoll wytknął przede wszystkim starszym przedstawicielom doktryny zbyt przywiązanie do instytucji prawnych i semantyki pojęć (w tym np. indosu czy szerzej — skonwencjonalizowanych form zbywania papierów wartościowych), a w konsekwencji położenie nacisku na ochronę dłużnika (tj. wystawcę papieru wartościowego) aniżeli na faktyczne sfery interesów stron⁴⁵.

Poza zarysowanym powyżej, klasycznym sporem, pojawiają się jeszcze dodatkowe argumenty, które przemawiałyby z kolei przeciwko możliwości skonstruowania tokena jako papieru wartościowego. Po pierwsze — na gruncie wykładni historycznej można zauważyć, że odnośnie do papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu (a więc — z dzisiejszej perspektywy — będących przedmiotem oferty publicznej) ustawodawca stosował szczególny reżim zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, które to zezwolenie miało charakter konstytutywny dla wprowadzenia ich do obrotu⁴⁶. Ustawodawca zakładał zatem niewątpliwie funkcjonowanie zasady *numerus clausus* odnośnie do papierów wartościowych występujących w publicznym obrocie, a takim przedmiotem obrotu publicznego niewątpliwie jest token, choć ustawodawca o tokenie nie wypowiada się w ramach jakiegokolwiek normy prawnej. Gdyby więc ustawodawca chciał odejść od wspomnianej zasady na gruncie współcześnie obowiązującego prawa, to uczyniłby to w wyraźny sposób. Po drugie zaś — w pewnym zakresie pomocniczo — słu-

⁴³ *Ibidem*, s. 101.

⁴⁴ *Ibidem*, s. 104 i n.

⁴⁵ F. Zoll, A. Waclawik: *O zasadzie 'numerus clausus' wierzytelnych papierów wartościowych. Uwagi na tle zagadnienia ochrony inwestorów na rynku pożyczek masowych*, *Transformacje Prawa Prywatnego* 2003, nr 1, s. 10–11.

⁴⁶ Szerzej por. np. A. Chłopecki: *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, *Przegląd Prawa Handlowego* 2004, nr 7, s. 15–16.

żyć może dla rozstrzygnięcia owego sporu zasada *numerus clausus securities* w prawie amerykańskim. Instrument niewymieniony w normach Securities Act of 1933 może zyskać przymiot *securities* wyłącznie w wyniku długotrwałej i niebudzącej wątpliwości powszechnej praktyki wykorzystywania go w obrocie — w tym zakresie przeprowadzane są zresztą określone testy kwalifikacyjne, a doktryna prawa amerykańskiego przywiązuje do tej kwestii ogromną uwagę⁴⁷. Trudno natomiast mówić o długotrwałej praktyce wykorzystywania tokenów jako innowacyjnego mechanizmu pozyskiwania kapitału⁴⁸. Takie porównanie dwóch obcych systemów prawnych ma charakter czysto teoretyczny i pomocniczy. Jakkolwiek trudno wyciągać wnioski płynące ze stosowania norm amerykańskiego systemu prawnego, to warto odnotować tę różnicę z uwagi na fakt, że w chwili sporządzenia niniejszego artykułu trwają poważne dyskusje w tym samym przedmiocie wśród amerykańskich prawników, a ich rozważania doprowadziły do wprowadzenia zakazu nabywania tokenów emitowanych w ramach ICO osobom podlegającym amerykańskiej jurysdykcji⁴⁹. Po trzecie — część autorów wskazuje na fakt, jakoby wystawienie papieru wartościowego miało być jednostronną czynnością prawną wystawcy, podczas gdy zgodnie uznaje się istnienie katalogu zamkniętego takich czynności. Przy czym — jak twierdził P. Machnikowski — argument ten jest „wymierzony w próżnię”, bowiem przyjęcie wymienionej wyżej tezy nie wyklucza wszakże możliwości istnienia obok lub zamiast jednostronnej czynności prawnej wystawcy po prostu umowy stron jako podstawy wykreowania nienazwanego papieru wartościowego⁵⁰.

Istnieje zatem wiele argumentów, które podnieść można za obowiązywaniem zasady *numerus clausus* papierów wartościowych w polskim systemie prawnym. Przekonujące wydają się w odniesieniu do tokenów niektóre argumenty A. Szumańskiego, który twierdzi między innymi, że z uwagi na całkowicie odmienne uzasadnienie aksjologiczne oraz funkcjonalne zasady swobody umów, nie wydaje się trafne, aby na jej podstawie wyprowadzać możliwość swobodnego kreowania papierów wartościowych. Istotą zasady swobody umów jest bowiem obowiązywanie modelu, w którym strony zawierać mogą nie tylko umowy uregulowane przez ustawodawcę, lecz także umowy nienazwane. Mogą też w ograniczonym zakresie modyfikować lub wyłączać skutki norm dyspozytywnych odnoszące się do umów nazwanych. Nie może on jednak stanowić samoistnej podstawy do swobodnego kreowania papierów wartościowych, ale jedynie do kreowania nienazwanych umów, których ewentualnie przedmiotem mogłoby być wystawianie określonych normami prawa papierów wartościowych. W mojej ocenie, nawet idąc tokiem rozumowania

⁴⁷ M. Romanowski: *Zasada numerus clausus...*, *op. cit.*, s. 137.

⁴⁸ Inaczej P. Ochmann o biletach wstępu na imprezy masowe — por. P. Ochmann: *Czy każdy bilet...*, *op. cit.*, s. 146.

⁴⁹ Por. np. *Why Can't US Citizens Participate in Cryptocurrency ICOs?*, <https://themerkle.com/why-cant-us-citizens-participate-in-cryptocurrency-icos/> (dostęp: 21 stycznia 2018 r.).

⁵⁰ Szerzej P. Machnikowski: *Numerus clausus papierów wartościowych inkorporujących wierzytelności*, *Państwo i Prawo* 2000, z. 8, s. 53–65.

P. Ochmanna, który zasadniczo opowiada się za możliwością kreowania nienazwanych papierów wartościowych na gruncie zasady swobody umów⁵¹, należałoby opowiedzieć się za niemożliwością wykreowania papieru wartościowego w sposób dorozumiany pomiędzy stronami umowy, ale jedynie w sposób wyraźny. Przyjęcie przeciwnego rozwiązania prowadziłoby do sytuacji, w której uczestnicy obrotu prawnego w gruncie rzeczy nie byłiby pewni swojej sytuacji prawnej — wierzyciel nie byłby w stanie określić, czy może wykonać względem dłużnika określone uprawnienia. Szczególnie taka sytuacja wydaje się niedopuszczalna w obrocie konsumenckim, a P. Ochmann opisuje właśnie tego typu stany faktyczne (bilety wstępu na imprezy masowe, bilety lotnicze). Warto w końcu zauważyć, że w procesie ICO nie jest zresztą objęte zgodnym zamiarem stron („emitenta” oraz „inwestora”) nadanie tokenowi charakteru papieru wartościowego — pierwotnym bowiem zamiarem „inwestora” w ramach ustandaryzowanego procesu ICO jest skorzystanie z oferowanego mu przez „emitenta” świadczenia, podobnie jak w ramach internetowych zbiorów organizowanych w modelu tzw. crowdfunding (co do zasady, gdyż można w praktyce gospodarczej wskazać przykłady przeczące tej tezie — np. wspomniane, stanowczo rzadziej występujące w obrocie „equity tokens”).

Trudno również wpisać token emitowany w ramach ICO w ramy proponowane przez F. Zolla, tj. jako dokumentu o tzw. podwójnej klauzuli prezentacyjnej, czyli w konsekwencji dorozumianego zastrzeżenia, że dłużnik („emitent”) może zwolnić się z zobowiązania, świadcząc jedynie do rąk „inwestora” okazującego token, a jednocześnie zobowiązuje się nie podnosić zarzutów, które nie wynikałyby z samej treści tokena, czyli — jak należy rozumieć — *de facto* z treści postanowień whitepaperu. Historycznie rzecz biorąc, w obliczu dużej liczby nietypowych wydarzeń w środowisku „inwestorów” ICO, a przede wszystkim „kradzieży” tokenów, ataków crackerskich oraz prozaicznych błędów programistycznych, paradoksalnie przyjęcie wymienionego wyżej założenia wydaje się osłabiać pozycję wierzyciela („inwestora”) względem dłużnika („emitenta”), a więc godzi w interes masowego, nieprofesjonalnego uczestnika procesu inwestycyjnego, jakkolwiek jednocześnie zwiększałoby płynność tokenów na rynku wtórnym⁵². Uznanie tokena za nieuregulowany normami prawa powszechnie obowiązującego papier wartościowy prowadziłoby więc do swoistego paradoksu — z jednej bowiem strony byłby to argument za objęciem uczestników ICO regulacjami ustawy o ofercie publicznej..., które służą wszakże wzmocnieniu ochrony inwestora. Z drugiej jednak strony, z uwagi na przytoczone w poprzednim zdaniu okoliczności techniczne, pozbawiłoby „inwestorów” jako wierzycieli części ich zarzutów, a zatem osłabiłoby ich pozycję prawną względem „emitenta” jako dłużnika.

Z powyższego wywodu można wyciągnąć dalsze wnioski praktyczne. Zanim organ nadzoru zapragnąłby wykonywać względem organizatora ICO swoje upraw-

⁵¹ Por. P. Ochmann: *Czy każdy bilet...*, *op. cit.*, s. 166.

⁵² F. Zoll, A. Waclawik: *O zasadzie ‘numerus clausus’...*, *op. cit.*, s. 13.

nienia kontrolne oraz sankcyjne, musiałyby wykazać, że token stanowi papier wartościowy, a skoro niewątpliwie nie jest to żaden z prawnie uregulowanych papierów wartościowych, musiałyby uprzednio obalić zasadę *numerus clausus* papierów wartościowych, o której mowa powyżej.

VII. TOKENY JAKO ZNAKI LEGITYMACYJNE

Skoro wstępnie wykluczono tokeny emitowane w ramach ICO z katalogu papierów wartościowych, można zadać pytanie, czym w takim razie — na gruncie zastanych instytucji prawa prywatnego — mogłyby one być i jakiemu podlegałyby reżimowi prawnemu.

Doktryna prawa polskiego, a także judykatura, z uwagi na nowość procesów ICO w obrocie gospodarczym nie zdołały w zakresie kwalifikacji „tokenów” wypracować jakiegokolwiek stanowiska. Nie są mi znane w tym zakresie jakiekolwiek propozycje. Najtrafniejsze wydaje się jednak zakwalifikowanie tokenów jako znaków legitymacyjnych w rozumieniu art. 921¹⁵ k.c. Przemawiają za tym stanowiskiem następujące argumenty:

Po pierwsze, jakkolwiek ustawodawca wyraźnie odróżnia znaki legitymacyjne od papierów wartościowych (art. 921¹⁵ k.c.), to wykładnia systemowa (umieszczenie przepisów w ramach jednego działu kodeksu cywilnego) wskazuje na ich wyraźne podobieństwo. Tymczasem, jak wyjaśniono powyżej, choć „emitowany” w ramach ICO token nie klasyfikowałby się jako papier wartościowy, to ekonomicznie spełnia on podobną funkcję do tego typu przedmiotów obrotu. Ponadto ustawodawca wyraźnie odsyła do odpowiedniego stosowania przepisów o papierach wartościowych do znaków legitymacyjnych.

Po drugie, w dzisiejszej rzeczywistości gospodarczej znaki legitymacyjne na okaziciela (bo tak należałoby — jak się wydaje — klasyfikować tokeny) zaczęły pełnić funkcję obiegową, wbrew wcześniejszemu, bardziej tradycyjnemu stanowisku w tym zakresie, które przemawiało za odróżnieniem ich od papierów wartościowych. Jak pisał M. Romanowski: „Zakaz zbywalności takich znaków legitymacyjnych odwołujący się do koncepcji dogmatycznej odmawiającej im funkcji obiegowej byłby nieracjonalny ze względów celowościowych”⁵³.

Po trzecie, znaki legitymacyjne wystawiane są w związku z potrzebami zanonimizowanego obrotu masowego — która to potrzeba szczególnie dotyczy procesów ICO.

Po czwarte, znaki legitymacyjne nie kreują zobowiązania do świadczenia, jak papiery wartościowe, lecz stwierdzają wyłącznie obowiązek dłużnika do świadcze-

⁵³ M. Romanowski: *Papier wartościowy a dokumenty dowodowe (w:) System prawa prywatnego*, t. 18, *op. cit.*, s. 53.

nia. Taka funkcja tokena zgodna jest z założeniami przedstawianymi przez „emitentów” tokenów w ramach większości whitepaperów. W zamian za uzyskane korzyści kapitałowe „emitent” zobowiązuje się w przyszłości do spełnienia wobec osoby okazującej znak legitymacyjny (zazwyczaj w określonej, informatycznej formie, np. „lokując” token w aplikacji) z góry określonego świadczenia.

Po piąte, powszechnie przyjęto na gruncie doktryny możliwość dematerializacji znaków legitymacyjnych: „Znaki legitymacyjne nie muszą mieć postaci materialnej. Postęp, jaki dokonuje się w dziedzinie sposobów sprzedaży, także dzięki rozwojowi technologii informacyjnych, sprawia, że znak legitymacyjny może występować także w postaci zdematerializowanej”⁵⁴. W ten sposób funkcjonują zresztą w obrocie tzw. punkty prepaid. Nie spotykamy w przypadku znaków legitymacyjnych generalnej zasady występowania ich w formie dokumentu, która obowiązuje w przypadku papierów wartościowych. Doktryna odróżnia więc kategorię znaków legitymacyjnych od papierów legitymacyjnych⁵⁵.

Po szóste, nawet występujące w formie dokumentu znaki legitymacyjne nie muszą zawierać podpisu wystawcy, ten zaś zawierać co do zasady powinien papier wartościowy.

Po siódme, „emitent” może zawsze powołać się względem posiadacza znaku legitymacyjnego (tokena) na zarzuty, które wynikają z treści umowy będącej podstawą wystawienia tegoż znaku („emisji” tokena), tj. co do zasady umowy, w której głównym nośnikiem oświadczenia woli „emitenta” i przedmiotem wykładni zgodnej woli stron będzie whitepaper (ewentualnie kod smart kontraktu), podczas gdy dłużnik z papieru wartościowego (niebędącego papierem imiennym) nie może powołać się względem posiadacza papieru wartościowego na zarzuty, które wynikają z treści umowy będącej podstawą powstania zobowiązania z papieru wartościowego po puszczeniu go w obieg (chyba że nabywca tegoż papieru działał świadomie na jego szkodę), o czym przesądza brzmienie art. 921¹³ k.c. Ta konstatacja pozwala uniknąć „emitentowi” tokenów sytuacji bezbronności w obliczu błędów występujących w oprogramowaniu smart kontraktów, a jednocześnie elastycznie umożliwia mu odmowę realizacji uprawnienia w przypadku, gdy token został przeniesiony na inną osobę w wyniku świadomego działania osób trzecich (np. crackerów). Spójrzmy ponadto na konstatację P. Ochmanna, który analizował istotę biletów wstępu na koncerty muzyczne jako papierów wartościowych: „Można sobie wyobrazić sytuację, w której nabywcy bilet zostanie skradziony. Dojdzie wtedy do zachwiania równowagi pomiędzy legitymacją formalną a materialną. Złodziej, mimo iż materialnie jest osobą nieuprawnioną, posługując się biletem, będzie w stanie wziąć udział w koncercie. Organizator koncertu jako dłużnik zobowiązany do świadczenia, wpuszczając takiego posiadacza skradzionego biletu na koncert, zwolni się skutecz-

⁵⁴ M. Sieradzka, M. Mioduszewski, J. Sroczyński, art. 15 (w:) *Ustawa o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji. Komentarz*, wyd. 2, LEX 2016, pkt 170.

⁵⁵ Por. np. K. Kruczałak: *Problematyka prawna papierów wartościowych*, Gdańsk 1994, s. 25.

nie z ciążącego na nim zobowiązania. Trudno tutaj dostrzec różnicę od sposobu działania art. 921⁷ k.c.”⁵⁶. Taka konstatacja wydaje się absolutnie sprzeczna z potrzebą ochrony nieprofesjonalnego, masowego „inwestora” w ramach ICO, szczególnie z uwzględnieniem problematyki technicznej całego procesu. Z uwagi na wysokie ryzyka techniczne procesów ICO, funkcja dowodowa (a nie tzw. legitymacyjna, jak w przypadku papieru wartościowego) znaku legitymacyjnego na okaziciela znajduje dużo większe zastosowanie.

Po ósme, nawet gdyby zgodzić się z konstatacją P. Ochmanna, że część znaków legitymacyjnych mogłaby być kwalifikowana jako papiery wartościowe, to — cytując powołanego autora: „Dzieje się tak dlatego, iż strony w zawartej przez siebie umowie zgodziły się na takie warunki. Organizator koncertu, dokonując emisji biletów, w sposób dorozumiany zastrzegł, że ich przedłożenie stanowi *conditio sine qua non* uzyskania przez wierzyciela świadczenia, co ten zaakceptował poprzez nabycie biletu”⁵⁷. W mojej ocenie w ogóle nie sposób przyjąć koncepcję dorozumianej zgody w powyższym zakresie, ale nawet gdyby — z powyższej konstatacji można wysnuć wniosek, że o ile taka dorozumiana zgoda występowałaby w przypadku dokumentów występujących w powszechnym obrocie o długoletniej praktyce stosowania (np. bilety), które opatrzone są na przykład hologramem i odpowiednimi adnotacjami, to nie sposób dorozumiewać takiej zgody w kontekście procesów ICO, chyba że byłaby ona wyraźnie zastrzeżona w treści whitepaperu, co jednak narażałoby „emitenta” — w przypadku odrzucenia zasady *numerus clausus* papierów wartościowych — na uznanie jego tokenów jako papierów wartościowych, a nie znaków legitymacyjnych.

Po dziewiąte w końcu — i w nawiązaniu w pełni do powyższych analiz — nie funkcjonuje zasada *numerus clausus* znaków legitymacyjnych, która poważnie utrudniała uznanie tokena za papier wartościowy. Strony umowy mogą rozmaicie i swobodnie kształtować postać znaku legitymacyjnego i obowiązek świadczenia, którego dowodem ma być znak. Strony mogą także nadać mu formę zapisu w cyfrowym rejestrze. Ma on wartość tylko dowodową, choć samoistną.

Różnica pomiędzy tokenem a papierem wartościowym, która zbliżałaby jego naturę do znaku legitymacyjnego, polega na tym, że — jak przyjmuje się na gruncie teorii klasycznych — w przypadku papieru wartościowego „prawo podąża za dokumentem”, zaś w innych przypadkach „dokument podąża za prawem”⁵⁸. Tymczasem w polskim systemie prawnym brak normy, która uzależniałaby podążanie uprawnienia „inwestorów” w ramach ICO z „wydaniem” drugiej osobie tokena. Należałoby — jak się wydaje — kwalifikować transakcje na platformach, gdzie następuje wymiana tokenów (nabycie wtórne) — jako przelewy wierzytelności

⁵⁶ P. Ochmann o biletach wstępu na imprezy masowe — por. P. Ochmann: *Czy każdy bilet...*, *op. cit.*, s. 148.

⁵⁷ *Ibidem*.

⁵⁸ Por. H. Brunner: *Die Westpapiere* (w:) *Endelmanns Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrecht*, Lipsk 1882, t. II, s. 140 i n., cyt. za: M. Romanowski: *Klasyczne pojęcie papieru wartościowego* (w:) *System prawa prywatnego*, t. 18, *op. cit.*, s. 21.

w rozumieniu art. 509 i n. k.c. Przekazanie tokena byłoby jedynie czynnością faktyczną, aktem konwencjonalnym poczynionym w ramach skutecznego wykonania umowy sprzedaży wierzytelności. Podmioty dokonujące transakcji na zorganizowanych platformach (w tym — w przypadku najpopularniejszych ICO — giełdach kryptowalutowych) miałyby status odpowiednio „cedentów” oraz „cesjonariuszy” wierzytelności o spełnienie określonego świadczenia przysługującej im względem „emitenta” tokenów, z którym związany byłby token jako znak legitymacyjny. W praktyce jednak wydaje się trudne do przyjęcia, że „inwestorzy” nabywający tokeny w sposób pierwotny będą w pełni odpowiedzialni za faktyczne istnienie wierzytelności względem „emitenta”, jej ważność i skuteczność.

Z uwagi na konieczność udziału określonych instytucji prowadzących rachunki zdematerializowanych papierów wartościowych nie sposób także zastosować wprost do natury prawnej tokena innych rozważań dotyczących wpływu dematerializacji papierów wartościowych na klasyczne teorie dotyczące ich kreacji oraz obrotu⁵⁹. I tak niewątpliwie do tokenów nie znajdują zastosowania przepisy dotyczące umarzania papierów wartościowych (art. 921¹⁴ k.c.). Poważne wątpliwości budzi natomiast zastosowanie zasady „zwrotu” zobowiązanemu do świadczenia znaku legitymacyjnego (tokena) lub udostępnienia go dłużnikowi („emitentowi”) celem pozbawienia dokumentu jego mocy prawnej w sposób zwyczajowo przyjęty. O drugiej z wymienionych czynności w ogóle nie może być mowy w przypadku znaku zdematerializowanego. Natomiast wydaje się też nieuzasadnione odpowiednie stosowanie wobec tokenów, jako znaków legitymacyjnych, przepisów nakazujących zwrot papieru wartościowego obowiązanemu do świadczenia. Za trafny natomiast, także w ramach procesu ICO, uznać należy pogląd, że odpowiednie stosowanie do znaków legitymacyjnych art. 921¹³ k.c. pozwala dłużnikowi będącemu zobowiązanym do świadczenia (tj. „emitentowi”) przeciwstawić posiadaczowi znaku („posiadaczowi tokena”) zarzuty co do wadliwości prawa, z którym związany jest dany znak (np. w zakresie upływu czasu — taki warunek występuje w niektórych *whitepaperach*) oraz zarzuty przysługujące mu osobiście względem posiadacza znaku.

Ze stosowaniem konstrukcji znaków legitymacyjnych mogłyby wiązać się określone, dodatkowe niedogodności, których źródłem mogłyby być art. 921¹⁵ k.c. nakazujący „stosowanie odpowiednio przepisów o papierach wartościowych do znaków legitymacyjnych”. Jak zauważył M. Romanowski, zakres tego odpowiedniego stosowania przepisów ustala się kazuistycznie. Tymczasem elementem rozważań niniejszego artykułu jest również wyprowadzenie możliwie uniwersalnych zasad w zakresie regulacji prawnej obrotu tokenami⁶⁰.

⁵⁹ Por. szerzej np. M. Romanowski: *Dematerializacja a klasyczna teoria papieru wartościowego* (w:) *System prawa prywatnego*, t. 18, *op. cit.*, s. 103–115.

⁶⁰ M. Romanowski: *Papier wartościowy a dokumenty dowodowe* (w:) *System prawa prywatnego*, t. 18, *op. cit.*, s. 53.

Przyjęcie takiej konstrukcji wiąże się też z innymi ryzykami prawnymi występującymi po stronie uczestników procesów ICO.

Po pierwsze, zarzut dotyczący treści znaku legitymacyjnego (tj. „tokena”), odmiennie niż w przypadku papieru wartościowego, może obejmować także okoliczności wynikające z treści umowy zawartej między dłużnikiem (tj. „emitentem”) a posiadaczem znaku legitymacyjnego. W tym wypadku bowiem to umowa (której główne postanowienia zazwyczaj zawiera whitepaper) stanowi źródło zobowiązania „emitenta”, a nie sam znak (tj. token), jak miałoby to miejsce w przypadku papierów wartościowych. Oznacza to, że wbrew pragnieniu wielu przedsiębiorców, będących „emitentami”, ponoszą oni odpowiedzialność względem „inwestorów” w zakresie wykonania zobowiązania, a w przypadku jego niewykonania lub nienależytego wykonania zobowiązania — także odpowiedzialność odszkodowawczą — nawet w przypadku poważnego błędu systemowego, który doprowadziłby do utraty znaków (tokenów).

Po drugie, podobnie jak w przypadku obrotu papierami wartościowymi, także wystawianie znaków legitymacyjnych podlega pewnym ograniczeniom o charakterze administracyjnoprawnym. Jako przykład podać można art. 15 ust. 1 oraz ust. 4 ustawy z dnia 16 kwietnia 1993 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji (t.j.: Dz. U. z 2019 r. poz. 1010 ze zm.), która określa jako czyn nieuczciwej konkurencji ograniczenie innym przedsiębiorcom dostępu do rynku z uwagi na wystawienie znaków legitymacyjnych (*de iure* — zawarcia umów z klientami) o określonych cechach.

Umiarkowanie należy jednak przychylić się do tezy, że jakkolwiek kwalifikacja cywilnoprawna tokenów emitowanych w ramach ICO uzależniona jest od wykładni konkretnych stosunków (zazwyczaj kontraktowych), które nadają im znaczenie prawne, to najpowszechniej występujące w obrocie tokeny stanowić będą znaki legitymacyjne. Nawet jeśli reprezentować będą stosunek, który w istocie kwalifikować będzie można, przykładowo, jako instrument finansowy (umowę o cechach charakteryzujących instrumenty finansowe), sam token nadal pełnić będzie rolę znaku legitymacyjnego dla stron.

VIII. TOKENY — PROPOZYCJE INNYCH KONSTRUKCJI PRAWNYCH

Na kanwie powyższych rozważań wysunąć można również inne propozycje kwalifikacji prawnej tokenów emitowanych w ramach ICO.

Podstawową, alternatywną propozycją jest zakwalifikowanie tokena jedynie jako narzędzia komunikacji między stronami określonej umowy — podobnie jak na przykład system poczty elektronicznej. W takiej konstrukcji „emitent” ICO składałby ofertę *ad incertam personam* zawarcia określonej umowy (gdzie przyjęciem oferty w rozumieniu art. 66 i n. k.c. byłoby przedstawienie tokena). Można próbować

też rozpoznawać *whitepaper* i ogłoszenia w ramach akcji promocyjnej jako zaproszenie do składania ofert, a nie samoistną ofertę w rozumieniu art. 66 k.c. Oferty składane byłyby wtedy „emitentowi” w skonwencjonalizowanej formie tokenów. Podobna instytucja funkcjonuje w przypadku tzw. wezwań poza rynkiem regulowanym (których nie należy mylić z instytucją „wezwania” na rynku regulowanym, o której mowa w art. 73 i n. u.o.p.) w ramach prowadzenia procesu skupu akcji własnych przez spółki, których akcje dopuszczone są do obrotu na rynkach regulowanych. Ewentualnie można by mówić w tym wariantcie o przyrzeczeniu publicznym w rozumieniu zwolenników teorii umownej, czyli teorii, wedle której jednostronne oświadczenie woli przyrzekającego stanowi ofertę skierowaną do nieokreślonej liczby nieoznaczonych osób⁶¹, co odróżnia tę koncepcję od omówionej odrębnie poniżej teorii przyrzeczenia publicznego jako jednostronnego oświadczenia woli, czyli tzw. teorii policytacyjnej.

Każda jednak z tych koncepcji posiada istotny mankament. Czynią one z tokena jedynie ustalony sposób zawierania umów, a nie samoistny przedmiot obrotu prawnego. W takiej konfiguracji wszakże czym byłby wtórny obieg tokenów? W przypadku koncepcji tokena jako jedynie skonwencjonalizowanej formy przyjęcia oferty „emitenta” dotyczącej zawarcia umowy świadczenia na rzecz „posiadacza” tokena określonych usług czy dostawy na jego rzecz towarów, nie sposób stworzyć precyzyjnej konstrukcji prawnej dla takiej wymiany. „Emitent” uzależnia zawarcie umowy o wykonanie usługi od przyjęcia jego oferty w formie skonwencjonalizowanej — użycia pochodzącego od niego uprzednio tokena. Byłaby to więc jednak oferta skierowana do nieograniczonego grona adresatów, której przyjęcie uzależnione byłoby od dysponowania przez oblata tokenem. Przedmiotem obrotu jest więc swoiste uprawnienie do złożenia „emitentowi” oferty — osoba przekazująca token przekazywałaby drugiej osobie informację o ofercie „emitenta”, jako posłaniec, gdyż należy przyjąć, że z perspektywy „emitenta” byłoby na tym etapie dowolne, kto przyjmowałby jego ofertę, byleby legitymował się tokenem. Konstrukcja ta powraca do teorii tokena jako znaku legitymacyjnego na okaziciela, tyle że tym razem jako koniecznego elementu przyjęcia oferty, a nie spełnienia świadczenia w ramach zawartej wcześniej umowy.

Inną, alternatywną instytucją, której zastosowanie można by rozważać, jest przyrzeczenie publiczne, o którym mowa w art. 919 k.c. w ujęciu tzw. teorii policytacyjnej (a zatem nie jako oferty). Przyrzeczenie publiczne byłoby (według tej koncepcji) jednostronnym oświadczeniem woli „emitenta”, ogłoszonym publicznie i faktycznie skierowanym do nieograniczonego grona adresatów (w formie *whitepaper* oraz odpowiednich wypowiedzi na forach w sieci Internet, a następnie w drodze prowadzenia akcji promocyjnej), w ramach której „emitent” zobowiązuje

⁶¹ N. Gralewska: *Jurydyczna konstrukcja przyrzeczenia publicznego*, *Folia Iuridica Universitatis Wratislaviensis* 2016, nr 5, s. 245–246.

się do wydania nagrody (w formie np. świadczenia usługi) za wykonanie czynności, jaką jest dokonanie „przelewu” na jego rzecz odpowiedniej liczby kryptowalut. Stosunkowo szerokie, na gruncie dogmatyki prawa cywilnego, zakresy pojęć „nagroda” oraz „czynność” pozwalają również na taką kwalifikację. K. Zawada nie wiązał z pojęciem nagrody konkretnie przysporzenia o charakterze majątkowym. Pisał przykładowo nawet o „symbolicznym, nie posiadającym wartości majątkowej przedmiocie, którego otrzymanie jest wyrazem uznania”. Nagrody takie stanowić miały „wyraz wartości idealnych”⁶². Niewątpliwie jednak w ramach procesu ICO „emitent” (jako potencjalny „przrzekający”) oferuje korzyści *stricte* majątkowe. O „czynności” natomiast K. Zawada pisał następująco: „Czynność jako przedmiot przyrzeczenia zwykłego może polegać zarówno na działaniu, jak i na zaniechaniu [...]. Czynność jako przedmiot przyrzeczenia zwykłego może polegać na samym zachowaniu się człowieka, z pominięciem rezultatu tego zachowania”⁶³. Autor opowiada się także za dopuszczalnością zastrzeżenia przez przrzekającego czynności, która jest już wykonana — z uwzględnieniem całokształtu okoliczności faktycznych takiego zastrzeżenia⁶⁴.

Zwróćmy jednak uwagę, że w wariacie koncepcji przyrzeczenia publicznego w wyniku dokonania oznaczonej czynności między „emitentem” a „inwestorem” (tj. dokapitalizowaniem „emitenta” przez „inwestora” z użyciem kryptowalut) związany zostaje nieodwoływalny już od chwili dokonania czynności (art. 919 § 2 k.c.) stosunek prawny — na tym polegałaby jego „nagroda”. Wcześniej natomiast — idąc tokiem rozumowania K. Zawady — powstawałoby warunkowe zobowiązanie „emitenta” do uiszczenia nagrody, przy czym w ramach tego zobowiązania istniałby już dłużnik, zaś jeszcze nieznani byłiby jego wierzyciele⁶⁵. Zwróćmy uwagę, że w przypadku procesu ICO i tokenów nie występuje problem, czy przedmiot przyrzeczenia publicznego (czynność) może polegać na zapłacie środków pieniężnych, bowiem należy przyjąć, że kryptowaluty niebędące prawnym środkiem płatniczym nie mogą służyć zapłacie w rozumieniu prawa cywilnego. Taka „zapłata” kryptowalutą jest więc świadczeniem niepieniężnym⁶⁶. Pomimo tego, jak pisał K. Zawada, „należy przyjąć, że przedmiotem przyrzeczenia może być czynność dowolnego rodzaju i że nie ma znaczenia, do jakiej działalności ludzkiej ona należy”⁶⁷.

Rozważyć można jednak wiele mankamentów przyjęcia takiej koncepcji. Po pierwsze, niejasne byłyby konsekwencje stosowania normy art. 920 § 2 k.c. Przykładowo — jakie skutki należałoby przyjąć, jeśli liczba tokenów byłaby z góry założona, jak ma to miejsce w większości procesów ICO (istnieje z góry założona

⁶² K. Zawada: *Przyrzeczenie publiczne w polskim prawie cywilnym*, Warszawa 1987, s. 55.

⁶³ *Ibidem*, s. 31–33.

⁶⁴ *Ibidem*, s. 34.

⁶⁵ *Ibidem*, s. 177.

⁶⁶ Szerzej w tej kwestii por. np. A. Kotucha: *Czy bitcoinem można płacić?*, *op. cit.*; inaczej: K. Zacharzewski: *Praktyczne znaczenie bitcoina...*, *op. cit.*, s. 187–195.

⁶⁷ K. Zawada: *Przyrzeczenie publiczne...*, *op. cit.*, s. 40.

pula tokenów i „cel finansowy” odnoszący się do środków, które „emitent” zamierza zgromadzić)? Czy ktoś, kto „wykonał czynność”, tj. dokonał „przelewu” odpowiedniej liczby jednostek kryptowalut na rzecz „emitenta”, nie miałby prawa do tokenów, gdyby nie był „tą [osobą], która pierwsza czynność wykonała”? Czy mogłaby żądać zwrotu jednostek kryptowaluty bądź dokonania innej formy rozliczenia? Zasadniczo powstaje również pytanie, czy wpływa to na naturę prawną samego tokena. Skoro nagrodą byłoby zawarcie umowy o — przykładowo — świadczenie usług pomiędzy „emitentem” a „inwestorem”, a wydany token stanowiłby „identyfikator” osoby uprawnionej do przyjęcia świadczenia „emitenta”, to czy nie miałby on nadal charakteru znaku legitymacyjnego, o czym mowa była wcześniej? W konsekwencji można przyjąć, że wyjaśnienie natury prawnej tokena i ogólnie procesu ICO na tle instytucji przyrzeczenia publicznego prowadzi do jednakowych konkluzji, co w innych modelach nie prowadzi do jakiegokolwiek, konstruktywnego wniosku, ale jedynie przynosi związane z zastosowaniem tej instytucji wątpliwości.

Z wyżej wymienionego względu konstrukcja przyrzeczenia publicznego, jak i w ogóle wszelkie konstrukcje, które zmierzają do pozbawienia tokena cechy samoistnego przedmiotu obrotu prawnego, sprowadzając go jedynie do elementu czynności faktycznej (np. jako skonwencjonalizowany sposób przyjęcia oferty, skonwencjonalizowany sposób złożenia oferty, czy jako element „nagrody” przyrzekającego w ramach przyrzeczenia publicznego), rodziłyby negatywne konsekwencje dla obrotu wtórnego i samych „inwestorów” w ramach ich — istniejącego bądź nie — stosunku podstawowego.

IX. WNIOSKI

Natura prawna tokena emitowanego w ramach ICO budzić może wiele kontrowersji. Jej zrozumienie jest trudne, ponieważ każdy proces ICO jest inny — łączy je jedynie wspólna cecha ekonomiczna, tj. dobrowolny przepływ kapitału. Wiele rozważań w niniejszym artykule nie może mieć zastosowania do procesów ICO, które organizowane byłyby na wyjątkowych zasadach, a wyobrażenia ich organizatorów jest praktycznie nieograniczona. Mimo to, w ocenie autora, trudno zakwalifikować token jako papier wartościowy z następujących przyczyn:

Po pierwsze — nie sposób zakwalifikować token jako papier wartościowy zdefiniowany przez ustawodawcę w — zbudowanym na zasadzie odesłania do art. 3 pkt 1 u.o.i.f. — katalogu przewidzianym w ustawie o instrumentach finansowych.

Po drugie — należałoby zatem wywieść, że token stanowi nowy rodzaj papieru wartościowego wystawionego na mocy swobody kontraktowania „emitenta” oraz „inwestora” w ramach procesu ICO, ale jest to o tyle kłopotliwe, że taka konstatacja w obecnych realiach technologicznych prowadziłaby w konsekwencji — i paradoksalnie — do osłabienia pozycji prawnej wierzycieli, tj. „inwestorów”. Kluczowym

problemem byłoby jednak przede wszystkim wykazanie obowiązywania w polskim systemie prawnym zasady *numerus apertus*, a nie *numerus clausus* papierów wartościowych. Jest to w końcu bardzo kłopotliwy proces także z uwagi na charakterystykę prawną „standardowego” tokena w kontekście publikowanych przez „emitentów” whitepaperów.

Po trzecie — nawet jeśli przyjąć, że w polskim systemie prawnym obowiązuje zasada *numerus apertus* papierów wartościowych, to i tak znaczna większość autorów opowiada się za nieobowiązywaniem tej zasady w odniesieniu do papierów wartościowych występujących w obrocie publicznym — włączając w to przedstawicieli doktryny wyrażających liberalne stanowisko w zakresie możliwości kreowania nienazwanych papierów wartościowych, takich jak F. Zoll czy A. Chłopecki.

Po czwarte — nawet jeśli dalej przyjąć, że w polskim systemie prawnym obowiązuje zasada *numerus apertus* papierów wartościowych, a w tym papierów wartościowych, które mogłyby występować w obrocie publicznym, to wydaje się zasadne przyjąć za F. Zollem tezę, że takie papiery nie będą objęte regulacją ustawy o ofercie publicznej..., a nie — jak można by próbować wywodzić — że emisja takich papierów i oferowanie ich nieograniczonemu gronu potencjalnych nabywców stanowi czyn sankcjonowany na gruncie norm tej ustawy.

Z uwagi na powyższą konstatację, można ostrożnie stwierdzić, że nie sposób kwalifikować procesu ICO jako podlegającego reżimowi ustawy o ofercie publicznej... W konsekwencji brak jest podstaw w przepisach ustawy o ofercie publicznej... do podejmowania przez organy nadzoru czy organy ścigania czynności względem uczestników ICO, w tym przede wszystkim organizatorów („emitentów”).

Trudno także kwalifikować token jako jedynie element pewnych czynności faktycznych, świadczeń stron zawartej na zasadzie swobody kontraktowania umowy, bądź przyrzekającego w ramach przyrzeczenia publicznego. Taka konstatacja „odziełałaby” token z jego samoistności jako przedmiotu obrotu prawnego, a z uwagi na dużą skalę obrotu wtórnego tokenów pochodzących z emisji ICO prowadziłoby to do trudnych w praktyce do realizacji wniosków na gruncie uprawnień uczestników ICO, a dalej — do zmniejszenia bezpieczeństwa obrotu.

Natura prawna tokena emitowanego w ramach ICO, a w szczególności, choć niewyłącznie, tzw. *utility* tokena, wydaje się zdradzać silne podobieństwo do natury prawnej znaków legitymacyjnych, z tą jednakże różnicą, że mamy do czynienia ze znakiem legitymacyjnym będącym z założenia przedmiotem obrotu (występującym „w obiegu”). Przyjęcie tej konstrukcji wydaje się najmocniej odpowiadać stanowi faktycznemu, jakim jest ustandaryzowany, wzorcowy model procesu ICO, przy jednoczesnym zachowaniu ochrony uczestników obrotu, tj. „inwestorów” oraz „emitentów”, z uwzględnieniem możliwości podniesienia przez nich odpowiednich zarzutów w określonych stanach prawnych. Nie sposób nie poczynić w tym miejscu ogólnej uwagi, że jakkolwiek w świetle obecnego stanu prawnego emisja tokena

w ramach ICO nie byłaby czynnością, która podlegałaby nadzorowi instytucji publicznych (o ile nie stanowiłby instrumentu finansowego lub nie byłby z takim powiązany), można w tym zakresie wykreować pewne postulaty. Chociaż bowiem, w ocenie autora niniejszego artykułu, cyfrowy token nie mógłby być nigdy w przestrzeni rozproszonego rejestru utożsamiany z papierem wartościowym, to jednak w sferze publicznej można spotkać ze strony „emitentów” zapewnienia o takiej treści. Stąd rozważyć należałoby wprowadzenie regulacji odnośnie do prowadzenia przez „emitentów” niewprowadzającej uczestników obrotu w błąd polityki informacyjnej. Należy w końcu zastrzec, że analiza kwalifikacji tokenów na gruncie zastanych instytucji prawa cywilnego może być z powodzeniem przedmiotem dalszych, bardziej rozbudowanych badań.

BIBLIOGRAFIA

LITERATURA

- Chłopecki A.: *Czy w prawie polskim obowiązuje zasada 'numerus clausus' papierów wartościowych*, Przegląd Sądowy 1994, nr 4, s. 32–41.
- Chłopecki A.: *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, Przegląd Prawa Handlowego 2004, nr 7, s. 14–20.
- Chłopecki A.: *Publiczny obrót i instrumenty finansowe — redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, Przegląd Prawa Handlowego 2005, nr 11, s. 38–44.
- Chłopecki A., Dyl M.: *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, Komentarz LEX, Warszawa 2014.
- Czachórski W.: *Czynności prawne przyczynowe i oderwane w polskim prawie cywilnym*, Warszawa 1952.
- Gralewska N.: *Jurydyczna konstrukcja przyrzeczenia publicznego*, Folia Iuridica Universitatis Wratislaviensis 2016, nr 5, s. 241–260.
- Jastrzębski J.: *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009.
- Kruczalak K.: *Problematyka prawna papierów wartościowych*, Gdańsk 1994.
- Machnikowski P.: *Numerus clausus papierów wartościowych inkorporujących wierzytelności*, Państwo i Prawo 2000, z. 55, s. 53–65.
- Michalski M.: *Konstrukcja bankowych papierów wartościowych w świetle zasady numerus clausus papierów wartościowych*, Prawo Bankowe 1998, nr 2, s. 43–55.
- Ochmann P.: *Czy każdy bilet zawsze musi być znakiem legitymacyjnym, czyli rozważania o zasadzie 'numerus clausus' papierów wartościowych w polskim porządku prawnym*, Zeszyty Prawnicze 2016, nr 16, s. 135–169.

- Romanowski M.: *Dematerializacja a klasyczna teoria papieru wartościowego* (w:) *System prawa prywatnego*, t. 18, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2005.
- Romanowski M.: *Papier wartościowy a dokumenty dowodowe* (w:) *System prawa prywatnego*, t. 18, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2005.
- Romanowski M.: *Zasada numerus clausus papierów wartościowych* (w:) *System prawa prywatnego*, t. 18, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2005.
- Sieradzka M., Mioduszewski M., Sroczyński J.: *Ustawa o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji. Komentarz*, LEX 2016.
- Sójka T.: *Komentarz do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi* (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, pod red. T. Sójki, LEX 2015.
- Szczerbowski J.: *Lex Cryptographia*, Warszawa 2018.
- Szumański A.: *Problem dopuszczalności prawnej emisji nowych typów papierów wartościowych. Z problematyki zasady numerus clausus papierów wartościowych w prawie polskim* (w:) *Studia z prawa gospodarczego i handlowego. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Stanisława Włodyki*, Kraków 1996.
- Zacharzewski K.: *Praktyczne znaczenie bitcoina na wybranych obszarach prawa prywatnego*, *Monitor Prawniczy* 2015, nr 4, s. 427–444.
- Zawada K.: *Prawo papierów wartościowych*, pod red. S. Włodyki, Kraków 1996.
- Zawada K.: *Przyrzeczenie publiczne w polskim prawie cywilnym*, Warszawa 1987.
- Zaradkiewicz K.: *‘Numerus apertus’ abstrakcyjnych czynności prawnych w polskim prawie cywilnym?*, *Kwartalnik Prawa Prywatnego* 1999, z. 2, s. 245–298.
- Zoll F.: *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2001.
- Zoll F., Waclawik A.: *O zasadzie ‘numerus clausus’ wierzycielskich papierów wartościowych. Uwagi na tle zagadnienia ochrony inwestorów na rynku pożyczek masowych*, *Transformacje Prawa Prywatnego* 2003, nr 1, s. 9–22.

STRONY INTERNETOWE

- Ethereum Whitepaper*, <https://github.com/ethereum/wiki/wiki/White-Paper> (dostęp: 27 grudnia 2017 r.).
- Czarnecki J.: *ICO lub publiczne zbycie tokenów — aspekty prawne*, <https://newtech.law/pl/ico-lub-publiczne-zbycie-tokenow-aspekty-prawne/> (dostęp: 5 grudnia 2017 r.).
- Czarnecki J.: *Tokeny, blockchain i prawo*, <https://newtech.law/pl/tokeny-blockchain-prawo/> (dostęp: 5 grudnia 2017 r.).
- ICO STATS*, <https://icostats.com/> (dostęp: 9 grudnia 2017 r.).

- ICO, Investopedia, <http://www.investopedia.com/terms/i/initial-coin-offering-ico.asp> (dostęp: 25 października 2017 r.).
- Kotucha A.: *Czy bitcoinem można płacić?*, <http://schiffersroczynski.pl/blog/400-czy-bitcoinem-mozna-placic> (dostęp: 7 grudnia 2017 r.).
- Wilmoth J.: *3 types of ICO tokens*, <http://strategiccoin.com/3-types-ico-tokens/> (dostęp: 7 lutego 2018 r.).
- Zalewski T.: *Smart contracts — czym są i dlaczego warto się nimi zainteresować?*, http://ipwsieci.pl/wpis,155,Smart_contracts__8211_czym_są_i_dlaczego_.warto_sie_nimi_zainteresowac.html (dostęp: 6 grudnia 2017 r.).
- Szewczyk J.: *Pojęcie papieru wartościowego w kontekście tokenów cyfrowych*, https://www.academia.edu/37638722/Jaroslav_Szewczyk_Poj%C4%99cie_papieru_warto%C5%9Bciowego_w_kontek%C5%9Bcie_token%C3%B3w_cyfrowych (dostęp: 4 grudnia 2018 r.).
- Zhao W.: *Cryptocurrency Investment Fund Completes \$1.8 Million ICO*, <https://www.coindesk.com/cryptocurrency-investment-fund-completes-1-8-million-ico/> (dostęp: 9 grudnia 2017 r.).
- Why Can't US Citizens Participate in Cryptocurrency ICOs?*, <https://themerkle.com/why-cant-us-citizens-participate-in-cryptocurrency-icos/> (dostęp: 21 stycznia 2018 r.).

KOMUNIKATY

Komunikat KNF w sprawie sprzedaży tzw. monet lub tokenów (ang. Initial Token Offerings — ITOs lub Initial Coin Offerings — ICOs), https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ICO.pdf (dostęp: 5 grudnia 2017 r.).

Słowa kluczowe: token, ICO, initial coin offering, security token offering, oferta publiczna, blockchain, waluty virtualne, waluty cyfrowe, znak legitymacyjny, papiery wartościowe, instrumenty finansowe, przyrzeczenie publiczne.

ADAM KOTUCHA

LEGAL CHARACTERISTICS OF A TOKEN ISSUED WITHIN
AN ICO PROCESS IN THE CONTEXT
OF THE PUBLIC OFFER ACT PROVISIONS

S u m m a r y

The Initial Coin Offering process (further: ICO), sometimes referred to as the ‘Security Token Offering’, is a technological and financial innovation that allows funds to be collected for investment purposes, bypassing state borders and jurisdictions using the Blockchain technology, i.e. a technology that contributed, among other things, to the success of virtual currencies. The ICO process can be most easily defined as „the method of acquiring funds for new projects using cryptocurrencies”, although economically speaking, contrary to the cryptocurrencies, digital tokens are broadcasted by centralized entity and distributed among the investors, in exchange for specific benefits in the future.

The legal nature of the digital token, issued within an ICO, raises a lot of controversy. It is also a challenge for regulators from around the world. In the opinion of the author, however, it is impossible to classify (in the Polish legal order) a digital token as a security. This concept is influenced by the following circumstances: the concept of a closed catalog of securities included in the Polish Public Offering Act, the difficulty of qualifying a digital token as a security issued under the freedom of contracting parties, and even difficulty in qualifying securities issued under freedom of contracting parties, as being regulated on the public market. It is also difficult to qualify a digital token as only an element of certain factual activities, benefits of the parties concluded on the basis of freedom of contracting or promising act as a public promise institution. The legal nature of the token issued within ICO, and in particular, although not exclusively, so-called the „utility token” seems to reveal a strong similarity to the legal nature of ‘legitimation marks’. However, the difference is that we are dealing with a legitimation mark being an object of trade (occurring „in circulation”). The adoption of this structure seems to be the most consistent with the actual state of the ICO model, while preserving the legal protection of the ICO process’ participants.

Keywords: token, ICO, initial coin offering, security token offering, public offer, blockchain, virtual currencies, digital currencies, legitimation mark, securities, financial instruments, public promise.