

OD KLASYCZNYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH DO ZDEMATERYALIZOWANYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH – EWOLUCJA I PERSPEKTYWY

1. Wprowadzenie

W drugiej połowie XX wieku postęp technologiczny, zwłaszcza w dziedzinie informatyki, umożliwił przełamanie tradycyjnego schematu polegającego na emisji papierów wartościowych w formie materialnie istniejących dokumentów i materialnym obrocie tymi papierami. Rozwój technik informatycznych umożliwił emisję papierów wartościowych zdematerializowanych [Romanowski 2010, s. 5], nie posiadających formy materialnego istniejącego, lecz będących w istocie elektronicznym zapisem w pamięci komputera na rachunku inwestycyjnym, prowadzonym przez bank, biuro maklerskie, ewentualnie inną instytucję uprawnioną do tego przepisami prawa.

Obrót zdematerializowanymi papierami wartościowymi, jako że nie może opierać się na przeniesieniu na nabywcę materialnie istniejącego dokumentu, również musiał stać się obrotem elektronicznym („zdematerializowanym”) polegającym wyłącznie na odpowiedniej zmianie zapisów komputerowych na rachunkach papierów wartościowych zbywcy i nabywcy. Podkreślić przy tym należy, że taki zdematerializowany obrót jest w istocie bezpieczniejszy niż obrót tradycyjny, generując przy tym, wobec braku konieczności przechowywania, przenoszenia i zabezpieczenia materialnych dokumentów papierów wartościowych znacznie mniejsze koszty. Przejście z obrotu fizycznie istniejącymi papierami wartościowymi na obrót elektroniczny jest przy tym szczególnie korzystne w przypadku masowego obrotu dokonywanego na zorganizowanych rynkach papierów wartościowych - zwłaszcza giełdach papierów wartościowych, umożliwiając jego intensyfikację i przyspieszenie, a zarazem zmniejszając znacząco koszty transakcyjne.

Równocześnie nie sposób nie zauważyć, że na rynkach finansowych państw wysokorozwiniętych dominującej roli nie odgrywają już typowe papiery wartościowe, takie jak akcje czy obligacje, lecz inne instrumenty finansowe, takie jak opcje, warranty, derywaty czy swapy. Doktryna z reguły nie uznaje ich za papiery wartościowe, choć w konkretnych

przypadkach ich cena może od ceny danych papierów wartościowych zależeć. Owe instrumenty finansowe co do zasady również nie posiadają formy materialnego dokumentu, istniejąc jedynie w postaci elektronicznej. Ich wzrastająca rola na współczesnych rynkach finansowych wpływa przy tym na terminologię stosowaną przez ustawodawcę. Zamiast pojęcia papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu, używanego w ustawie z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych¹, obecnie obowiązująca ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi² posługuje się w swej treści właśnie pojęciem „instrumenty finansowe”, wymieniając papiery wartościowe jedynie jako jeden z ich rodzajów.

Pomimo formalnej odrębności papierów wartościowych, uzasadnione jest zatem twierdzenie, że w istocie dochodzi obecnie do pewnego rozmywania się zakresu tego pojęcia, a sam podział na zdematerializowane papiery wartościowe i instrumenty finansowe nie będące papierami wartościowymi, w praktyce obrotu traci na znaczeniu. Co więcej, samo pojęcie papierów wartościowych coraz częściej zastępowane jest pojęciem instrumentów finansowych [*Rynki, instrumenty ...* 2008, s. 18], co może w przyszłości doprowadzić do zarzucenia samego pojęcia papieru wartościowego, na rzecz szerszego pojęcia instrumentów finansowych, istniejących przy tym wyłącznie w postaci elektronicznej.

Artykuł niniejszy koncentruje się głównie na problematyce historycznoprawnej, przedstawiając przebieg procesu, który od materialnych akcji i obligacji będących przedmiotem obrotu na polskich giełdach okresu XX-lecia międzywojennego, poprzez tzw. odcinki zbiorowe, będące materialnym wyrazem istnienia papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu w latach pięćdziesiątych XX wieku (przy jednoczesnej pełnej dematerializacji samego publicznego obrotu) doprowadził do będących przedmiotem obrotu na współczesnym rynku regulowanym w pełni zdematerializowanych papierów wartościowych, jako jednego z rodzajów instrumentów finansowych. Opierając się na przebiegu owego procesu, prowadzącego od klasycznego materialnego papieru wartościowego do zdematerializowanego instrumentu finansowego, autor podejmuje w podsumowaniu próbę wskazania kierunków ewentualnych dalszych zmian, które, w jego opinii, doprowadzić mogą po pierwsze do pełnej dematerializacji wszystkich rodzajów papierów wartościowych, po wtóre do rezygnacji z pojęcia papieru wartościowego na rzecz szerszego pojęcia instrumentu finansowego, a wreszcie do prowadzenia obrotu takimi zdematerializowanymi instrumentami finansowymi bezpośrednio pomiędzy

¹ Tekst jednolity Dz. U. z 1994 r., Nr 58, poz. 239 z późn. zm. – dalej określana skrótem POPW.

² Tekst jednolity Dz. U. z 2016 r., poz. 1636 z późn. zm. – dalej określana skrótem UOF.

zainteresowanymi stronami wyłącznie za pośrednictwem portali internetowych, z pominięciem giełd i domów maklerskich.

2. Papiery wartościowe w postaci elektronicznej a „klasyczne” papiery wartościowe

Większość ustawodawstw europejskich nie formułuje legalnych definicji papieru wartościowego, brak jest jej również w prawie polskim. Nie zawiera jej, mająca kluczowe znaczenie dla zdematerializowanego obrotu UOF, której przepis art. 3 pkt. 1 jedynie odwołuje się do pojęcia papieru wartościowego. Również inne akty normatywne prawa polskiego nie zawierają uniwersalnej definicji papieru wartościowego, której sformułowanie polski ustawodawca pozostawia nauce prawa.

Większość przedstawicieli doktryny przyjmuje, że papier wartościowy jest szczególnym dokumentem, stwierdzającym istnienie określonego prawa majątkowego (najczęściej wierzytelności) w taki sposób, że posiadanie tego dokumentu staje się niezbędną przesłanką realizacji owego prawa [Mojak 1995, s. 13].

W takim klasycznym ujęciu papiery wartościowe są zatem dokumentami pozostającymi w szczególnej relacji do praw majątkowych, których dotyczą [Grzybowski 1977, s. 986]. Wzmacniają one ochronę uprawnionego, gdyż do realizacji jego uprawnienia konieczna jest prezentacja papieru wartościowego, którym uprawniony dysponuje. Jednocześnie papiery wartościowe służą ochronie interesów strony obciążonej, albowiem świadczenie jest realizowane jedynie na rzecz osoby, którą papier wartościowy wskazuje, przy jednoczesnym przedstawieniu dokumentu ucieleśniającego uprawnienie [Czachórski 1995, s. 418; Romanowski 2010, s. 10].

Papiery wartościowe pozwoliły zatem niejako „umaterialnić” dobra niematerialne. Dzięki temu możliwe stało się przeniesienie inkorporowanych w danym papierze wartościowym praw majątkowych poprzez prosty akt wydania nabywcy materialnie istniejącego dokumentu, co zdecydowanie ułatwiło i przyspieszyło obrót tymi prawami [por. Kudła 2009, s. 14]. Z natury rzeczy obrót klasycznymi papierami wartościowymi, posiadającymi formę materialną ma również charakter materialny, opierając się na fizycznym wydaniu dokumentów papierów wartościowych nabywcy [Romanowski 2010, s. 102]. Przełamanie tej formuły umożliwił dopiero rozwój nowych technologii, pozwalających na jednoznaczne zidentyfikowanie uprawnionego z danych papierów wartościowych także w przypadku gdy obrót nimi jest zdematerializowany, a sam papier wartościowy nie posiada postaci materialnej, lecz funkcjonuje wyłącznie w formie elektronicznej.

W przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych dokument inkorporujący prawa został zastąpiony formą elektroniczną - komputerowym zapisem na rachunku papierów wartościowych [Romanowski 2010, s. 111]. Dematerializacja papierów wartościowych oznacza również dematerializację obrotu takimi papierami. Skoro zdematerializowany papier wartościowy istnieje jedynie jako zapis w urządzeniach komputerowych, to również przeniesienie inkorporowanych w nim praw na inną osobę znajduje swoje odzwierciedlenie tylko w formie elektronicznej, poprzez dokonanie odpowiedniego zapisu na tych urządzeniach [Dubowski 1994, s. 44; Buchacz 1994, s. 27].

Zalety papierów wartościowych w postaci elektronicznej i związanej z brakiem ich postaci materialnej dematerializacją obrotu, spowodowały, że w niektórych obszarach wyparły one całkowicie papiery wartościowe istniejące w tradycyjnej formie materialnego dokumentu. Tak stało się w przypadku papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu giełdowego. Na jedynej obecnie polskiej giełdzie papierów wartościowych, Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.³, przedmiotem obrotu mogą być wyłącznie zdematerializowane papiery wartościowe, a każda inna giełda, jaka ewentualnie w Polsce powstanie w przyszłości, również będzie musiała spełniać wymogi związane z notowaniem zdematerializowanych papierów wartościowych [Dubowski 1994, s. 44-45, por. także Grabowski 1996 s. 45 – 50; Chłopecki 1995a, s. 12 – 25]. Ze względu na niższe koszty, w postaci elektronicznej emitowana jest obecnie zdecydowana większość takich papierów wartościowych jak akcje czy obligacje na okaziciela. W formie fizycznie istniejących dokumentów emitowane są natomiast nadal zindywidualizowane papiery wartościowe, takie jak weksle. W formie materialnej częstokroć emitowane są również nadal imienne akcje lub obligacje, choć w ich przypadku możliwe jest również wykorzystanie formy elektronicznej.

3. Zdematerializowane papiery wartościowe w prawie polskim – geneza i ewolucja

3.1. Reaktywacja polskiego rynku giełdowego i przyjęcie zasady dematerializacji publicznego obrotu

W Polsce wprowadzenie papierów wartościowych w formie elektronicznej wiąże się z odbudową systemu gospodarki rynkowej, w szczególności reaktywacją rynku giełdowego, opartego jednak na innych zasadach niż giełdy papierów wartościowych istniejące w Polsce w

³ Dalej określana skrótem GPW.

przeszłości. Historycznie, pierwszą giełdą papierów wartościowych funkcjonującą na terenach polskich była giełda w Warszawie, otwarta dnia 12 maja 1817 roku [Thiel 2010, s. 76; *Rynki, instrumenty ...* 2008, s. 152]. Na giełdzie tej przedmiotem obrotu były tradycyjne papiery wartościowe w postaci materialnie istniejących dokumentów – początkowo głównie weksle i obligacje, a w drugiej połowie XIX wieku również na szerszą skalę – materialnie istniejące akcje [Thiel 2010, s. 76]. W okresie dwudziestolecia międzywojennego na terenie Rzeczypospolitej Polskiej funkcjonowało kilka giełd papierów wartościowych – oprócz giełdy warszawskiej istniały także giełdy w Katowicach, Krakowie, Lwowie, Łodzi, Poznaniu i Wilnie [Thiel 2010, s. 76; *Rynki, instrumenty ...* 2008, s. 152]. W związku ze zmianą sytuacji społeczno-gospodarczej i wprowadzeniem systemu gospodarki centralnie planowanej, podjęte po zakończeniu wojny próby reaktywacji w Polsce giełd papierów wartościowych zakończyły się niepowodzeniem [Thiel 2010, s. 76].

Wraz ze zmianą ustroju jednym z najpilniejszych zadań legislacyjnych stało się stworzenie podstaw prawnych dla funkcjonowania w Polsce rynku kapitałowego, odpowiadającego standardom obowiązującym w krajach rozwiniętych [Grabowski 1996, s. 9-10]. W szczególności niezbędna stała się rekonstrukcja publicznego rynku papierów wartościowych – zwłaszcza giełdy papierów wartościowych - jako najważniejszego elementu rynku kapitałowego [Mojak i Jakubek, 1999, s. 3; Sopoćko 1993, s. 12]. Publiczny rynek kapitałowy z jednej strony funkcjonować miał jako klasyczny rynkowy model alokacyjny, z drugiej był niezbędny dla przeprowadzenia procesów prywatyzacyjnych [Pietrzak, Dzierżanowski, Sowiński 1998, s. 5]

Prace przygotowawcze do uruchomienia giełdy papierów wartościowych w Polsce rozpoczęły się już jesienią 1989 roku [Mojak i Jakubek 1999, s. 5], ze względu jednak na konieczność opracowania odpowiednich regulacji prawnych jej reaktywowanie mogło nastąpić dopiero w 1991 roku [Kosikowski 1994, s. 325], po wejściu w życie POPW. Do tego czasu polski rynek kapitałowy rozwijał się w sposób spontaniczny, jako nieuregulowany rynek pozagiełdowy [Pietrzak, Dzierżanowski, Sowiński 1998, s. 17].

Bezpośrednio z mocy ustawy (art. 68 POPW) stworzono Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, choć ustawa, na wzór rozwiązań okresu dwudziestolecia międzywojennego dopuszczała tworzenie kolejnych giełd papierów wartościowych [Pietrzak, Dzierżanowski, Sowiński, 1998, s. 25]. Tworząc zasady funkcjonowania GPW, oparto się przy tym na wzorach giełdy francuskiej w Lyonie [Mojak i Jakubek, 1999, s. 5]. Pierwsze notowanie papierów wartościowych (sesja) na GPW odbyło się dnia 16 kwietnia 1991 roku, stąd ten dzień ten uznaje się za datę faktycznego reaktywowania publicznego rynku papierów

wartościowych w Polsce [Pietrzak, Dzierżanowski, Sowiński 1998, s. 18; Thiel 2010, s. 76; por. także *Rynki, instrumenty ...* 2008, s. 153]. Dla prowadzonych rozważań istotniejsze znaczenie ma jednak fakt, że dzień ten wyznacza zarazem początek powszechnego wykorzystania w obrocie kapitałowym papierów wartościowych w postaci elektronicznej.

Tworząc założenia publicznego obrotu, wytyczające kierunek rozwoju nie tylko polskiego rynku giełdowego, ale wręcz całego krajowego rynku kapitałowego, ustawodawca przyjął zasadę dematerializacji publicznego obrotu papierami wartościowymi. Oznaczała ona, iż już od początku funkcjonowania GPW wszystkie prawa wynikające z będących przedmiotem publicznego obrotu papierów wartościowych wprowadzone zostały do zapisów urządzeń komputerowych a ich przeniesienie na inną osobę nie wymagało wydania nabywcy dokumentu takiego papieru wartościowego, lecz było jedynie odnotowywane poprzez dokonywaną przy pomocy urządzeń komputerowych odpowiednią zmianę zapisów na rachunkach papierów wartościowych zbywcy i nabywcy. [Dubowski 1994, s. 44; Buchacz 1994, s. 27]. W rezultacie zbędne stało się również istnienie samych dokumentów papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu. Zapis na rachunku papierów wartościowych w systemie informatycznym zaczął tym samym pełnić w publicznym obrocie rolę tradycyjnego papieru wartościowego, istniejącego w formie fizycznej [Czerniawski 1994, s. 34; Thiel 2010, s. 11].

Przyjęcie przez ustawodawcę zasady dematerializacji publicznego obrotu miało decydujące znaczenie w procesie wprowadzenia w Polsce papierów wartościowych w postaci elektronicznej, gdyż równocześnie logicznym krokiem była dematerializacja będących jego przedmiotem papierów wartościowych. Dematerializacja obrotu papierami wartościowymi i dematerializacja samych papierów wartościowych są zatem ściśle ze sobą powiązane.

Podkreślić należy, że, o ile dematerializacja papierów wartościowych będących przedmiotem publicznego obrotu, początkowo nie była dematerializacją pełną, to sam publiczny obrót papierami wartościowymi został już pod rządami POPW w pełni zdematerializowany [Pietrzak, Dzierżanowski, Sowiński 1998, s. 27; por. także bliżej Grabowski 1996, s. 46-50; Chłopecki 1995a, s. 12-25; Dubowski 1994, s. 44-45]. Przeniesienie będących jego przedmiotem papierów wartościowych znajdowało swoje odzwierciedlenie jedynie w zmianie zapisów komputerowych rachunkach papierów wartościowych ich zbywcy i nabywcy, a zatem miało wyłącznie charakter elektroniczny.

Przyjęcie koncepcji dematerializacji zarówno samego publicznego obrotu, jak i dopuszczonych do tego obrotu papierów wartościowych oznaczało konieczność stworzenia odpowiedniego systemu ewidencji takich zdematerializowanych papierów wartościowych,

zapewniającego zarówno płynność publicznego obrotu, jak i bezpieczeństwo zawieranych transakcji. Stworzono zatem dwupoziomowy system ewidencji papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu [Pietrzak, Dzierżanowski, Sowiński 1998, s. 27]. W przyjętym przez POPW systemie ewidencji zdematerializowanych papierów wartościowych, rejestracja papierów wartościowych danego emitenta i prowadzenie ich zapisów odbywały się na tzw. kontach depozytowych, które mogły być otwierane przez specjalnie w tym celu powołany podmiot – Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych⁴ jedynie dla uprawnionych podmiotów wymienionych w ustawie, tzw. uczestników KDPW [Thiel 2010, s. 11]. Konta depozytowe stanowiły w istocie zbiorcze rachunki poszczególnych uczestników, którzy z kolei prowadzili rejestrację zdematerializowanych papierów wartościowych na rachunkach inwestycyjnych, czyli indywidualnych rachunkach swoich klientów [Pietrzak, Dzierżanowski, Sowiński 1998, s. 27].

Przyjęty pod rządami POPW system podwójnej ewidencji zdematerializowanych papierów wartościowych, jak i instytucja KDPW, utrzymane zostały również po uchyleniu tej ustawy i wejściu w życie dnia 4 stycznia 1998 r. ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁵. Regulacje dotyczące KDPW zawarte zostały w art. 124 – 146a PPW, a wśród jego zadań, wymienionych w art. 126 PPW, jako podstawowe zadania utrzymane zostały rejestracja papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu i rozliczanie zawieranych na publicznym rynku transakcji [zob. bliżej Świdarska-Iwicka, s. 26 – 28; Mojak i Jakubek 1999, s. 55 – 70; Grabowski 1996, s. 77 – 87; Czerniawski i Wierzbowski 2000, s. 334 i nast.]. Również późniejsze zmiany stanu prawnego – w szczególności zastąpienie PPW w dniu 22 października 2005 r. przez UOF, nie spowodowały odstępnie od owych podstawowych zasad przyjętych na początku lat 90-tych – zasady dematerializacji publicznego obrotu (choć z samego pojęcia publicznego obrotu, ustawodawca, jak już zaznaczono, zrezygnował) i zasady dematerializacji papierów wartościowych w nim uczestniczących, rejestrowanych jedynie w postaci elektronicznej w oparciu o podwójny system ewidencji.

3.2. Dematerializacja papierów wartościowych

Podkreślić należy, że pomimo przyjęcia przez ustawodawcę w przepisach POPW zasady dematerializacji publicznego obrotu, dematerializacja dopuszczonych do publicznego

⁴ Dalej jako KDPW.

⁵ Tekst jednolity Dz. U. z 2005 r., Nr 111, poz. 937 z późn. zm.- dalej określana skrótem PPW.

obrotu papierów wartościowych, była raczej zjawiskiem faktycznym, nie posiadającym wyraźnej podstawy prawnej w przepisach ustawy [Grabowski 1996, s. 45-49], lecz wynikającym w większej mierze z praktyki obrotu i aktów wewnętrznych GPW. Poszczególne papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu funkcjonowały wprawdzie na indywidualnych rachunkach inwestycyjnych wyłącznie jako zapisy elektroniczne, niemniej jednak istniał fizyczny odpowiednik akcji i obligacji każdej serii. Był nim dokument złożony w KDPW, określany jako odcinek zbiorowy. Ze względu na istnienie owego odcinka zbiorowego, jako materialnego dokumentu, dematerializacja papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu, pod rządami POPW nie była jeszcze, z formalnego punktu widzenia, dematerializacją pełną. Sytuację tę określano niekiedy w piśmiennictwie jako dematerializację częściową [Szpunar 1993, s. 14], choć jednocześnie wskazywano, że realnie istniejącym systemem był system zdematerializowanych papierów wartościowych, a odcinek zbiorowy posiadał jedynie rolę symboliczną [Chłopecki 1995b, s. 22]. Za uzasadnione można zatem uznać twierdzenie, że pod rządami POPW, papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, pomimo istnienia złożonego w KDPW odcinka zbiorowego były „*de facto*” papierami wartościowymi niematerialnymi [Świdarska-Iwicka 1995, s. 26], funkcjonującymi w obrocie jedynie w postaci elektronicznej.

Nabywca takich papierów wartościowych nie mógł żądać wydania mu dokumentów dopuszczonych do publicznego obrotu akcji czy obligacji, lecz jedynie wystawianego mu przez dom maklerski prowadzący jego rachunek papierów wartościowych tzw. imiennego świadectwa depozytowego [Mojak i Jakubek 1999, s. 7], będącego znakiem legitymacyjnym potwierdzającym fakt zapisania na danym rachunku określonych papierów wartościowych [Mojak i Opolski 1991, s. 52; Pietrzak, Dzierżanowski, Sowiński 1998, s. 27]. Imienne świadectwo depozytowe samo w sobie nie inkorporowało jednak żadnych praw [Szumański 1995, s. 54; Wiśniewski 1993, s. 157], a jego przeniesienie na inną osobę nie powodowało przeniesienia papierów wartościowych wymienionych w treści świadectwa.

Zasada dematerializacji papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu zyskała moc zasady prawnej na gruncie PPW, której art. 7 ust. 1 stanowił iż: „papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu nie mają formy dokumentu”, co jednoznacznie przesądzało o ich całkowitej dematerializacji nie tylko *de facto*, ale również *de iure*. Ustawodawca zrezygnował również z wymogu składania w KDPW przez emitenta zdematerializowanych papierów wartościowych odcinka zbiorowego. Pod rządami PPW brak już było zatem jakiegokolwiek materialnego dokumentu papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu [Czerniawski i Wierzbowski 2000, s. 60-61; Michalski

2000, s. 10; Romanowski 1998, s. 11]. Poprzez likwidację odcinka zbiorowego częściowa dematerializacja stała się dematerializacją pełną.

W kontekście prowadzonych dalej rozważań na temat relacji pojęcia papieru wartościowego i instrumentu finansowego w obecnym stanie prawnym, warto zwrócić uwagę, iż przepis art. 3 PPW rozszerzał pojęcie papieru wartościowego w rozumieniu ustawy na instrumenty finansowe, które w tradycyjnym rozumieniu prawa cywilnego papierami wartościowymi bez wątpienia nie były. Spośród wymienionych w nim instrumentów finansowych do papierów wartościowych w klasycznym rozumieniu prawa cywilnego można było zaliczyć jedynie papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu wymienione w art. 3 ust. 1 PPW a więc akcje, obligacje, prawa do akcji, kwity depozytowe, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne papiery wartościowe wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego. Za papiery wartościowe, w rozumieniu prawa cywilnego, nie można było natomiast uznać różnego rodzaju zbywalnych praw majątkowych i praw pochodnych, wymienionych w art. 3 ust. 2 - 4 PPW, aczkolwiek były one uznawane za papiery wartościowe na gruncie publicznego obrotu.

Rozwiązanie takie, pod rządami PPW, wobec trwającego wtedy ciągle procesu formowania polskiego rynku kapitałowego miało pewne uzasadnienie, zarazem jednak wprowadzało zamęt terminologiczny, co prowokowało wręcz twierdzenia, że używanie pojęcia papierów wartościowych do tego co jest przedmiotem publicznego obrotu miało charakter wyłącznie symboliczny [Czerniawski i Wierzbowski 2000, s. 28]. Pozytywnie ocenić zatem należy przyjęte w obowiązujących aktualnie przepisach UOF rozwiązanie, polegające na utworzeniu na potrzeby obrotu finansowego szerszej kategorii prawnej – instrumentów finansowych, których jeden z rodzajów stanowią zdematerializowane papiery wartościowe.

4. Zdematerializowane papiery wartościowe jako rodzaj instrumentów finansowych

Na gruncie UOF utrzymana została utrwalona już od rządami PPW zasada dematerializacji będących przedmiotem obrotu na publicznym rynku kapitałowym papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych. Wyraża ją art. 5 ust. 1 UOF, zgodnie z którym papiery wartościowe:

- 1) będące przedmiotem oferty publicznej lub
- 2) dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, lub,
- 3) wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, lub

4) emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski

- nie mają formy dokumentu od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych (dematerializacja)⁶. Ponadto, zgodnie z art. 5 ust. 2 UOF papiery wartościowe mogą nie mieć formy dokumentu również w przypadku, gdy przewidują to odrębne przepisy dotyczące emisji tych papierów.

W związku z rezygnacją przez ustawodawcę ze stosowania w przepisach UOF funkcjonującego zarówno pod rządami POPW jak i PPW pojęcia „publicznego obrotu”, zmianie i różnicowaniu uległy zatem, wskazane w wyżej przywołanym przepisie, kryteria dematerializacji papierów wartościowych, przy czym co do zasady dematerializacja następuje gdy zaistnieje choć jedno z nich.

Po pierwsze, dematerializacji podlegają papiery wartościowe stanowiące przedmiot oferty publicznej. Przepisy UOF nie definiują przy tym pojęcia oferty publicznej, odwołując się w tym zakresie do przepisów zawartych w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁷. Zgodnie z art. 3 ust. 1 UOP, ofertą publiczną jest udostępnianie, co najmniej 150 osobom 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. Nie stanowi jednak oferty publicznej akcji, w myśl art. 3 ust. 3 UOP udostępnianie, co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o tych akcjach, umożliwiających podjęcie decyzji o ich nabyciu lub objęciu, w ramach realizacji uprawnień inkorporowanych w innych papierach wartościowych, chyba że te inne papiery wartościowe nie były przedmiotem oferty publicznej.

Drugą z przesłanek dematerializacji papierów wartościowych stanowi fakt, że papiery te zostają dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Zgodnie z art. 14 ust. 1 pkt. 1 UOF, rynkiem regulowanym, w rozumieniu tej ustawy, jest działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i

⁶ Zgodnie z art. 7 ust. 1 UOF prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku.

⁷ Tekst jednolity Dz. U. z 2016 r., poz. 1639 z późn. zm. – dalej jako UOP.

zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany.

Trzecią z przesłanek dematerializacji papierów wartościowych stanowi ich wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu. Zgodnie z art. 3 pkt. 2 UOF przez alternatywny system obrotu rozumie się organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami: nie stanowi alternatywnego systemu obrotu rynek organizowany przez NBP, jak również organy publiczne, którym powierzono zarządzanie długiem publicznym lub które uczestniczą w takim zarządzaniu, w tym lokując środki pochodzące z tego długu.

Czwarta przesłanka dematerializacji papierów wartościowych oparta została na kryterium podmiotowym – podlegają jej papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski.

Dematerializacja papierów wartościowych jest co do zasady obligatoryjna, gdy spełniona jest choć jedna z wyżej wymienionych przesłanek. Wyjątek od tej reguły przewiduje art. 5 ust. 3 UOF, stanowiąc iż papiery wartościowe:

- 1) będące przedmiotem oferty publicznej, które nie będą podlegać dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym, albo
 - 2) wprowadzone wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu
- mogą nie podlegać dematerializacji, jeżeli postanowi tak emitent owych papierów wartościowych.

Papiery wartościowe mogą zostać zarówno wyemitowane pierwotnie w formie materialnie istniejącego dokumentu, a dopiero następnie zostać zdematerializowane poprzez ich złożenie w depozycie (dematerializacja wtórna), jak i zostać już wyemitowane w formie elektronicznej (dematerializacja pierwotna), nie posiadając nigdy formy materialnego dokumentu [Romanowski 2010, s. 113].

Jak już zaznaczono, na współczesnych rynkach finansowych obrót papierami wartościowymi stanowi w istocie jedynie fragment takiego rynku. Zasadniczą rolę odgrywają zróżnicowane prawa majątkowe, głównie tzw. instrumenty pochodne, które bez wątpienia papierami wartościowymi w rozumieniu nauki prawa nie są. Również na polskim rynku, w tym również na rynku giełdowym, rola papierów wartościowych – początkowo dominująca – stopniowo malała, w miarę jak do obrotu na nim wprowadzane były kolejne rodzaje praw

majątkowych będących przedmiotem obrotu na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Zmiany te zostały uwzględnione w terminologii zastosowanej przez ustawodawcę w przepisach obecnie obowiązującej UOF. O ile w wyżej przywołanym przepisie art. 3 PPW ustawodawca posługiwał się, jako podstawowym terminem, pojęciem „papiery wartościowe”, w ramach którego, w rozumieniu ustawy, mieściły się również inne prawa majątkowe, to w przepisach UOF ustawodawca wprowadził pojęcie instrumentów finansowych, obejmujących zarówno papiery wartościowe, jak i inne będące przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym prawa majątkowe niebędące papierami wartościowymi [Kudła 2009, s. 12]. Przepis art. 2 ust. 1 UOF, określając, co uznawane jest za instrumenty finansowe w rozumieniu ustawy, wymienia w punkcie pierwszym papiery wartościowe, natomiast w punkcie 2 – szereg instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi, w szczególności równego rodzaju opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward i inne instrumenty pochodne. Zwrócić należy również uwagę, że zakres pojęcia papieru wartościowego, jako instrumentu finansowego, jest w rozumieniu UOF szerszy niż w ujęciu tradycyjnym, funkcjonującym w nauce prawa cywilnego. Jego zakres, w myśl art. 3 pkt. 1 UOF obejmuje bowiem nie tylko akcje, obligacje, kwity depozytowe, certyfikaty inwestycyjne, listy zastawne i inne zbywalne papiery wartościowe, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, ale również prawa poboru, prawa do akcji i prawa pochodne, które nie mieszczą się w zakresie klasycznego pojęcia papierów wartościowych. Wskazuje to, że ustawodawca – przynajmniej na potrzeby regulacji obrotu instrumentami finansowymi – odchodzi od klasycznego rozumienia papieru wartościowego, czyniąc z nich jedynie jedną z grup instrumentów finansowych, do której zaliczane są zarówno instrumenty uznawane w nauce prawa za papiery wartościowe, jak i takie, które w myśl poglądów doktryny papierami takimi nie są.

Podkreślić przy tym należy, że na rynku kapitałowym zarówno papiery wartościowe jak i prawa majątkowe niebędące papierami wartościowymi występują jedynie w postaci elektronicznej. Zdematerializowane papiery wartościowe na gruncie UOF stały się zatem tylko jednym z rodzajów zdematerializowanych instrumentów finansowych.

5. Podsumowanie

W związku z ciągłym rozwojem nowych technologii, a także wymogami współczesnych rynków finansowych, w szczególności zwiększającym się ciągle tempem obrotu instrumentami finansowymi (w tym papierami wartościowymi) i jego globalizacją,

rola papierów wartościowych istniejących jedynie w postaci elektronicznej będzie niewątpliwie ulegała ciągłemu zwiększeniu. Już obecnie na rynkach finansowych odgrywają one rolę niepomrotnie większą niż tradycyjne papiery wartościowe w formie fizycznie istniejącego dokumentu. Nie ulega wątpliwości, że zdematerializowane papiery wartościowe zdobyły sobie trwałe miejsce w polskim systemie prawnym, choć w pewnym sensie ich istnienie stanowi pozorne zaprzeczenie głównemu celowi, dla którego w przeszłości papiery wartościowe powstały. Jak już zaznaczono ich pierwotną funkcją było, jak można w pewnym uproszczeniu stwierdzić, było umaterialnienie tego co niematerialne – poprzez inkorporację w fizycznie istniejącym dokumencie jakiegoś prawa majątkowego, prowadzące do ułatwienia i przyspieszenia obrotu tym prawem. Po stuleciach funkcjonowania papierów wartościowych w formie materialnej rozwój technologii informatycznych umożliwił z kolei ich dematerializację – przy zachowaniu bezpieczeństwa uczestników obrotu, prowadząc do dalszego ułatwienia i przyspieszenia obrotu papierami wartościowymi a także jego umasowienia na niespotykaną wcześniej skalę. Zarazem jednak postępuje marginalizacja papierów wartościowych na światowych rynkach finansowych – dominującą rolę w obrocie zaczynają odgrywać instrumenty finansowe nie będące papierami wartościowymi. Zarówno praktyka obrotu, jak i regulacje prawne wykazują przy tym dużą zmienność spowodowaną w dużej mierze trwającym postępem technologicznym, który przykładowo umożliwił składanie zleceń kupna i sprzedaży instrumentów finansowych przez Internet i wprowadzenie na rynku giełdowym notowań ciągłych. W odpowiedzi na zmieniające się preferencje inwestorów powstaje przy tym wiele niestandardowych instrumentów finansowych określanych jako nowoczesne (*alternative*), w odróżnieniu od utrwalonych już w obrocie instrumentów tradycyjnych (*traditional*), opartych na klasycznym podejściu do inwestycji finansowych [zob. bliżej *Private asset ...* 2009, s. 9 i nast.]. Owe nowoczesne instrumenty finansowe okazały się wprawdzie w czasie ostatniego globalnego kryzysu finansowego inwestycjami wyjątkowo ryzykownymi, niemniej jednak zaangażowanie w nich inwestorów – w tym banków – wyraźnie wzrasta [por. Pyka 2012, s. 8-9].

W oparciu o już widoczne tendencje autor chciałby pokusić się o wskazanie pewnych kierunków dalszych zmian, które, jego zdaniem, mogą nastąpić w odniesieniu do zdematerializowanych papierów wartościowych.

Po pierwsze wskazać należy, że zalety papierów wartościowych istniejących jedynie w postaci elektronicznej, w porównaniu z papierami wartościowymi, mającymi formę materialnie istniejącego dokumentu spowodowały ich rozpowszechnienie również poza obrotem giełdowym. W przypadku papierów wartościowych emitowanych w serii, takich jak

akcje i obligacje niezdematerializowane papiery wartościowe stają się rzadkością, również wówczas, gdy nie mają zostać wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu. Można oczekiwać, że w stosunkowo niedługim czasie wszystkie akcje i obligacje będą w praktyce istniały wyłącznie w postaci elektronicznej. Również w przypadku papierów wartościowych wciąż jeszcze emitowanych w formie materialnej, jak w szczególności weksle, poziom rozwoju nowych technologii umożliwiłby obecnie ich emitowanie w postaci elektronicznej. Wymagałoby to jedynie woli ustawodawcy wyrażonej poprzez odpowiednią zmianę obowiązujących przepisów, umożliwiającej emisję w postaci elektronicznej wszelkich papierów wartościowych. Jeżeli zmiana taka nastąpi, to niewykluczone, że wprowadzie jeszcze przez pewien czas papiery wartościowe materialne i zdematerializowane będą współistnieć [Romanowski 2010, s. 5] lecz z czasem, zdaniem autora, dojdzie do całkowitego wyparcia tradycyjnych, materialnie istniejących papierów wartościowych, poprzez papiery wartościowe zdematerializowane.

Po drugie, przywołany wyżej przepis art. 3 pkt. 1 UOF, wskazuje, że nie tylko w praktyce obrotu, ale również w przepisach prawa, następuje stopniowe zacieranie różnic pomiędzy zdematerializowanymi papierami wartościowymi a innymi instrumentami finansowymi, istniejącymi w postaci elektronicznej. Zdaniem autora podzielić należy stanowisko, że tradycyjna konstrukcja papieru wartościowego odchodzi do przeszłości [Zoll 2004, s. 4], choć nie brak głosów uznających takie twierdzenie za przedwczesne [Romanowski 2010, s. 5]. W dalszej perspektywie może to doprowadzić do całkowitego wyeliminowania pojęcia papieru wartościowego, na rzecz szerszego pojęcia instrumentu finansowego.

Po trzecie nie można wykluczyć, że dalszy rozwój technologii informatycznych doprowadzi do wypracowania nowych metod bezpiecznego obrotu zdematerializowanymi instrumentami finansowymi, prowadzonego bezpośrednio pomiędzy zainteresowanymi stronami wyłącznie za pośrednictwem portali internetowych – na wzór już istniejących portali organizujących i koordynujących obrót różnorodnymi dobrami majątkowymi, zarówno materialnymi, jak i niematerialnymi. Warto zauważyć, że już obecnie coraz większą rolę na rozwiniętych rynkach finansowych odgrywają, przewidziane również w przepisach UOF, alternatywne systemy obrotu, zwłaszcza tzw. wielostronne platformy obrotu, czyli wielostronne systemy obsługiwane przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy, kojarzące transakcje strony trzeciej dotyczące kupna i sprzedaży instrumentów finansowych [Kopyściański 2014, s. 620]. W dalszej perspektywie tendencja ta może

doprowadzić do całkowitej przebudowy systemu obrotu na rynku finansowym poprzez wyeliminowanie giełd papierów wartościowych i domów maklerskich w obecnej formie.

Bibliografia

1. Buchacz J. [1994], *Zasady funkcjonowania giełdy*, Ośrodek szkolenia i doradztwa JAKTORÓW, Jaktorów.
2. Chłopecki A. [1995a] *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym (I)*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 8.
3. Chłopecki A. [1995b] *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym (II)*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 9.
4. Czachórski W. [1995] *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa.
5. Czerniawski R. [1994] *Rachunek inwestycyjny*, „Przegląd Podatkowy”, nr 6.
6. Czerniawski R., Wierzbowski M. [2000], *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
7. Dubowski P. [1994] *Publiczny obrót papierami wartościowymi*, „Rejent”, nr 6.
8. Grabowski J. [1996] *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa.
9. Grzybowski S. [1977] *System prawa cywilnego, tom III, cz. 2 - Prawo zobowiązań, Część szczegółowa*, red. S. Grzybowski, Ossolineum, Wrocław.
10. Kopyściański M. [2014], *Alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi w dyrektywie 2004/39/WE*, [w:] *Instytucje prawnofinansowe w warunkach kryzysu gospodarczego*, red. W. Miemiec, K. Sawicka, Wolters Kluwer S.A., Warszawa.
11. Kosikowski C. [1994] *Prawo gospodarcze publiczne*, Wydawnictwa Prawnicze PWN Warszawa.
12. Kudła J. [2009], *Instrumenty finansowe i ich zastosowanie*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa
13. Michalski M. [2000], *Zastaw na papierach wartościowych w obrocie tradycyjnym oraz na papierach wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu*, „Prawo Spółek”, nr 1.
14. Mojak J., Jakubek M. [1999] *Prawo giełdowe. Papiery wartościowe. Wprowadzenie. Zbiór przepisów*, wyd. 4 zm., Lubelskie Wydawnictwa Prawnicze, Lublin.

15. Mojak J. [1995], *Prawo papierów wartościowych*, Lubelskie Wydawnictwa Prawnicze, Lublin.
16. Mojak J., Opolski D. M. [1991] *Publiczny obrót papierami wartościowymi (analiza pojęcia)*, „Państwo i Prawo”, z. 2.
17. Pietrzak E, Dzierżanowski M., Sowiński T. [1998] *Rynek kapitałowy w procesie transformacji polskiej gospodarki do systemu rynkowego. Okres 1989 – 1997*, „Transformacja Gospodarki”, Nr 90.
18. *Private asset & Wealth management. Nowe instrumenty i usługi finansowe* [2009], red. K. Gabryelczyk, C. H. Beck, Warszawa.
19. Pyka I. [2012], *Rynkowe instrumenty finansowe w alokacji kapitału bankowego*, Difin, Warszawa.
20. Romanowski M. [1998], *Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 5.
21. Romanowski M. [2010] *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych [w:] System Prawa Prywatnego, tom 18, Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, wyd. 2, C.H. Beck, Warszawa
22. *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe* [2008], red. J. Czekaj, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
23. Sopoćko A. [1993], *Giełda Papierów Wartościowych*, AWiM Media Bank S.A., Warszawa
24. Szpunar A. [1993] *Akcje jako papiery wartościowe*, „Państwo i Prawo”, z. 11 – 12.
25. Szumański A. [1995] [w:] *Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, Wydawnictwa IPSiIZ, Kraków.
26. Świdarska-Iwicka M. [1995], *Depozyt papierów wartościowych*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 9.
27. Thiel S. [2010] *Rynek kapitałowy i terminowy*, wyd. 2 zaktual. Komisja Nadzoru Finansowego CEDUR, Warszawa.
28. Wiśniewski A. [1993], *Prawo o spółkach. Podręcznik praktyczny, t. III, Spółka akcyjna*, Twigger, Warszawa.
29. Zoll F. [2004], *Część ogólna [w:] Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, C. H. Beck, Warszawa.