

Paweł Czaplicki

Uniwersytet w Białymstoku, Polska

p.czaplicki@uwb.edu.pl

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9782-7252>

Stosowanie Rozporządzenia DLT Pilot Regime w polskim i francuskim porządku prawnym – analiza prawnoporównawcza

The Application of the DLT Pilot Regime in the Polish and French Legal Systems:
A Comparative Analysis

Abstract: This article addresses the issue of applying the DLT Pilot Regime Regulation in the realities of national legal orders. The Polish and French legislation is analysed, using the dogmatic and comparative legal methods. The main objective of the article is to attempt to answer two questions: firstly, whether the scope of application of the DLT Pilot Regime Regulation allows the use of the potential of blockchain technology on the EU financial instruments markets, and secondly, to what extent it is possible to apply the solutions provided for in the DLT Pilot Regime Regulation in the realities of national legal orders. The following theses are put forward in the study: firstly, the scope of application of the Regulation has been excessively limited and does not allow the use of the full potential of distributed ledger technology on financial markets. Secondly, in the case of the Polish legal system, even the amendments to the legal provisions introduced in connection with the entry into force of the Regulation do not allow the full application of the solutions provided for therein. Solutions that guarantee the possibility of a wider use of tools available on the basis of the DLT Pilot Regime Regulation are provided for in the French legal system. The study shows that these are solutions that could be considered by the Polish legislature.

Keywords: blockchain, distributed ledger technology, DLT Pilot Regime, financial instruments, financial markets

Słowa kluczowe: blockchain, technologia rozproszonego rejestru, DLT Pilot Regime, instrumenty finansowe, rynki finansowe

Wprowadzenie

Rozporządzenie DLT Pilot Regime, czyli rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/858 z dnia 30 maja 2022 r. w sprawie systemu pilotażowego na potrzeby infrastruktur rynkowych opartych na technologii rozproszonego rejestru, obowiązuje od dnia 23 marca 2023 r. Program został przewidziany na okres 3 lat, z możliwością przedłużenia lub odnowienia do łącznie 6 lat. Podstawowym założeniem rozporządzenia było umożliwienie dematerializacji, obrotu, rozliczania i rozrachunku określonych instrumentów finansowych w infrastrukturze systemów rejestrów rozproszonych z pominięciem wymogów MIFID, MIFIR oraz CSDR, czyli w realiach polskiego systemu prawnego wymogów stawianych przede wszystkim przez przepisy prawa ujęte w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Rozporządzenie miało być ogromną szansą na popularyzację technologii rejestrów rozproszonych i wykorzystania ich do emisji tradycyjnych instrumentów finansowych. Pierwotnie dawało nadzieje na zrewolucjonizowanie rynków finansowych w aspekcie obracania na nich instrumentami finansowymi. Tym bardziej, że stanowiło element szerszych działań organów szczebla unijnego, które miały na celu uporządkowanie pod kątem prawnym rynku kryptowalut na terenie całej Unii Europejskiej (Hrabćak & Štrkolec, 2024, s. 27-45).

Podkreślenia wymaga również fakt, że możliwości, które daje rozporządzenie DLT Pilot Regime, i związane z nimi liczne obostrzenia oraz ograniczenia wymagały od ustawodawców krajowych dostosowania rodzimych regulacji do potrzeb wynikających z treści Rozporządzenia DLT Pilot Regime. Polski ustawodawca dokonał tego ustawą z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku. Stosowne rozwiązania w tym zakresie zostały również wprowadzone do francuskiego systemu prawa i przewiduje je przede wszystkim francuski *Code monétaire et financier*. Wyjaśnienia wymaga również to, że wybór prawa francuskiego jako materiału prawnoporównawczego był podyktowany przede wszystkim tym, że przewiduje ono bardziej elastyczne zasady stosowania rozporządzenia DLT Pilot Regime na gruncie krajowym w porównaniu z rozwiązaniami przewidzianymi przez polskiego ustawodawcę. Stąd też przepisy prawa francuskiego stanowiły dobry punkt odniesienia do przepisów obowiązujących w Polsce w kontekście rozważań nad potencjalną potrzebą ich nowelizacji.

Analiza treści rozporządzenia oraz wskazanych powyżej regulacji krajowych, która w szczegółowy sposób została zaprezentowana poniżej, uprawnia do postawienia dwóch podstawowych hipotez badawczych. Po pierwsze, iż zakres zastosowania rozporządzenia DLT Pilot Regime został nadmiernie ograniczony i nie pozwala na wykorzystanie w pełni potencjału technologii rejestrów rozproszonych na rynkach finansowych. Po drugie, że w przypadku polskiego systemu prawa wprowadzone w związku z wejściem w życie rozporządzenia DLT Pilot Regime nowelizacje przepisów prawa nie pozwalają na pełne zastosowanie rozwiązań w nim przewidzianych.

Rozwiązania gwarantujące możliwości szerszego wykorzystania narzędzi przewidzianych w rozporządzeniu DLT Pilot Regime ustanowiono natomiast we francuskim porządku prawnym. W opracowaniu starano się wykazać, że są to rozwiązania, na których mógłby wzorować się polski ustawodawca.

1. Podstawowe założenia Rozporządzenia DLT Pilot Regime i ich ocena

W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na słusznie podnoszony w piśmiennictwie fakt, że Rozporządzenie DLT Pilot Regime jedynie w bardzo ograniczonym zakresie pozwala na wykorzystanie zalet aktywów cyfrowych usytuowanych w środowisku rejestrów rozproszonych (Tomczak, 2024, s. 34–37). W oparciu o przedstawione przez przywołanego autora zestawienie przymiotów kryptoaktywów należy stwierdzić, iż w realiach rozporządzenia cechy, takie jak istnienie aktywów poza powszechnym systemem obrotu, anonimowość inwestorów czy też brak kosztów transakcji, nie funkcjonują w ogóle. Natomiast cechy kryptoaktywów, takie jak decentralizacja (brak pośredników), bezpieczeństwo obrotu, nieodwracalność transakcji, natychmiastowość transakcji, zostały przewidziane jedynie częściowo.

Kolejnym zasadniczym mankamentem Rozporządzenia DLT Pilot Regime jest to, że na mocy rozwiązań zastosowanych w rozporządzeniu możliwe jest wprowadzenie do obrotu i obracanie z wykorzystaniem infrastruktury systemów rejestrów rozproszonych jedynie akcjami, których kapitalizacja rynkowa lub niepewna kapitalizacja rynkowa jest niższa niż 500 mln euro, obligacjami, innymi formami sekurytyzowanego długu, w tym kwitami depozytowymi w odniesieniu do takich papierów wartościowych, lub instrumentami rynku pieniężnego, o wielkości emisji poniżej 1 mld euro, z wyłączeniem tych, które zawierają instrument pochodny lub które posiadają strukturę utrudniającą klientowi zrozumienie związanego z tym ryzyka, oraz jednostkami uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania, których wartość rynkowa zarządzanych aktywów jest niższa niż 500 mln euro. Zastosowane w rozporządzeniu rozwiązania zawierają więc dwa podstawowe ograniczenia. Po pierwsze, przewidziano ograniczenie w zakresie kategorii instrumentów finansowych, które mogą zostać wprowadzone do obrotu z wykorzystaniem technologii rejestrów rozproszonych. Po drugie, w stosunku do tych aktywów, które zostały objęte rozporządzeniem, ustalono przywołane powyżej limity kwotowe. Co więcej, również krąg podmiotów, które mogą zostać uprawnione do prowadzenia platform obsługi aktywów funkcjonujących w środowisku rejestrów rozproszonych, został ograniczony do firm inwestycyjnych, depozytów i operatorów rynków regulowanych. Powyższe rozwiązania należy ocenić negatywnie z uwagi na to, że nie pozwalają wykorzystać w pełni możliwości technologii blockchain na rynku finansowym. Oczywiście należy mieć świadomość tego, że jest to program pilotażowy, jednakże

ograniczenie potencjału wykorzystania technologii rozproszonych rejestrów już na samym początku wdrażania go na rynki finansowe może spowodować nikłe zainteresowanie programem, a tym samym – nie przynieść wymiernych wyników w zakresie zbadania realnego zapotrzebowania na kompleksowe zastosowanie tego typu rozwiązań na rynkach finansowych. Słuszność tej tezy potwierdza fakt, że przez pierwszy rok obowiązywania rozporządzenia pilotażowego żaden podmiot na terenie całej Unii Europejskiej nie został uprawniony do przeprowadzenia emisji i wprowadzenia do obrotu aktywów w oparciu o zasady w nim przewidziane, zaś wniosków o wydanie stosownego zezwolenia było zaledwie kilka (Ledger Insights, 2024). Co więcej, dotychczas (stan na koniec czerwca 2025 r.) zarejestrowano łącznie jedynie trzy takie podmioty: dwa w Niemczech i jeden w Czechach (ESMA, 2025). Również na gruncie polskim możliwości zagwarantowane przez rozporządzenie DLT Pilot Regime spotkały się z negatywnym przyjęciem. Stanowisko to potwierdza choćby komunikat Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, zgodnie z którym z końcem 2022 r. podjęto decyzję o nieprzystępowaniu do programu, m.in. ze względu na jego ostatecznie bardzo konserwatywny charakter oraz ograniczony horyzont czasowy (Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, 2023).

Z uwagi na wskazane powyżej dwa elementy, tj. brak wykorzystania pełnego potencjału technologii rejestrów rozproszonych oraz ograniczony zakres zastosowania rozporządzenia, wprowadzenie go do unijnego porządku prawnego należy uznać za co prawda krok słuszny, ale zbyt zachowawczy.

2. Wdrożenie rozporządzenia DLT Pilot Regime do polskiego porządku prawnego

Mimo wskazanych powyżej ogólnych wad konstrukcyjnych rozporządzenia ustawodawcy krajowi musieli zmierzyć się z dostosowaniem przepisów krajowych do jego potrzeb. Wdrożenie rozporządzenia DLT Pilot Regime odbyło się na gruncie polskiego systemu prawa w oparciu o ustawę z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku. W artykule zostaną omówione trzy kluczowe aspekty funkcjonowania w obrocie aktywów emitowanych na bazie rozporządzenia DLT Pilot Regime, tj. warunki ubiegania się o zezwolenie na ich emisję i obrót, zasady ich rejestrowania oraz pośredniczenia w obrocie nimi.

W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na treść art. 131za ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, który przewiduje podmioty uprawnione do prowadzenia platform obrotu aktywami opartych na DLT. Zgodnie z regulacjami obowiązującymi w polskim prawodawstwie alternatywny system obrotu oparty na DLT albo TSS oparty na DLT, na zasadach określonych w rozporządzeniu DLT Pilot Regime, może prowadzić wyłącznie spółka prowadząca rynek regulowany, Krajowy Depozyt Papier-

rów Wartościowych, centralny depozyt papierów wartościowych oraz firma inwestycyjna. Natomiast w art. 131zb przewidziano, że podmioty wskazane w art. 8 ust. 2 (osoba prawna występująca o zezwolenie jako firma inwestycyjna lub o zezwolenie na prowadzenie rynku regulowanego), art. 9 ust. 2 (osoba prawna występująca o zezwolenie jako centralny depozyt papierów wartościowych) oraz art. 10 ust. 2 (osoba prawna występująca o zezwolenie jako firma inwestycyjna lub o zezwolenie na prowadzenie rynku regulowanego lub jako centralny depozyt papierów wartościowych) rozporządzenia DLT Pilot Regime mogą wystąpić do Komisji Nadzoru Finansowego o specjalne zezwolenie na prowadzenie platformy obrotu aktywami podlegającymi regulacji rozporządzenia. Jednocześnie zastrzeżono, że wraz z wnioskiem o jego udzielenie przywołane powyżej podmioty mają obowiązek złożenia do KNF wniosku o udzielenie zezwolenia na prowadzenie odpowiednio działalności maklerskiej, rynku regulowanego albo centralnego depozytu papierów wartościowych. Co istotne, Komisja – odmawiając udzielenia zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, rynku regulowanego albo centralnego depozytu papierów wartościowych – ma jednocześnie obowiązek odmówienia udzielenia specjalnego zezwolenia. Dodatkowo, przywołane powyżej regulacje nie wskazują dokładnie, jakie wymogi miałyby takie podmioty spełniać, ponieważ zostało to szczegółowo określone w treści samego rozporządzenia. W konsekwencji, wątpliwości odnośnie tego, w jakich właściwie sytuacjach Komisja Nadzoru Finansowego miałaby podstawy do odmowy udzielenia zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, rynku regulowanego albo centralnego depozytu papierów wartościowych, co musiałoby skutkować również odmową udzielenia specjalnego zezwolenia, należy również rozstrzygać na gruncie samego rozporządzenia. Biorąc pod uwagę to, że zgodnie z oczekiwaniami rozporządzenie DLT Pilot Regime miało dać możliwości korzystania z technologii rejestrów rozproszonych jak najszerszemu kręgowi podmiotów spoza tradycyjnego rynku kapitałowego, przedstawione powyżej rozwiązania zastosowane przez unijnego, a w konsekwencji polskiego ustawodawcę mogą w zasadzie w praktyce unieemożliwić osiągnięcie tego celu.

W kontekście zasad rejestrowania aktywów emitowanych w oparciu o rozwiązania przewidziane w rozporządzeniu DLT Pilot Regime trzeba wskazać, że polski ustawodawca jednoznacznie oddzielił instrumenty finansowe funkcjonujące w standardowym obrocie od tych pozostających w strukturze rejestru rozproszonego. W konsekwencji tego sprawił, że potencjalny rynek kryptoaktywów emitowanych na bazie rozporządzenia zostanie odseparowany od standardowego rynku kapitałowego – co wcale nie oznacza, że nie będzie podlegał wymogom stawianym na tym rynku. W myśl art. 131s ustawy o obrocie instrumentami finansowymi papiery wartościowe będące instrumentami finansowymi obsługiwanymi przez DLT są rejestrowane w SS opartym na DLT albo w TSS opartym na DLT na rachunkach DLT albo – jeżeli zezwolenie na prowadzenie SS opartego na DLT albo TSS opartego na DLT zwalnia podmiot prowadzący SS oparty na DLT albo TSS oparty na DLT z obowiązku prowadzenia rachunków DLT

– w ewidencji DLT. Co istotne, rachunek DLT oraz ewidencja DLT mogą być prowadzone wyłącznie przez podmiot posiadający zezwolenie na prowadzenie SS opartego na DLT albo TSS opartego na DLT. Słusznie w piśmiennictwie zwraca się uwagę na fakt, że definicja rachunku DLT nie została wprowadzona do rozporządzenia i pojęcie to jest dziełem wyłącznie polskiego ustawodawcy (DLKLegal, 2023). Co istotne, polski ustawodawca zastrzegł także, że zarówno rachunek DLT, jak i ewidencja DLT musi zapewniać jednoznaczną i nieodwracalną identyfikację papierów wartościowych zapisanych w tej ewidencji oraz osoby uprawnionej z tych papierów wartościowych, a także liczby papierów wartościowych przysługujących tej osobie. Oznacza to, że niezależnie od sposobu ewidencjonowania aktywów uczestnicy obrotu zostali pozbawieni możliwości zachowania anonimowości. W art. 131w ustanowiono natomiast zasadę autonomiczności poszczególnych rejestrów. Zgodnie z jego treścią akcje tej samej spółki nie mogą być jednocześnie zarejestrowane na rachunku DLT oraz w ewidencji DLT, co wydaje się być naturalną konsekwencją wskazanych powyżej rozwiązań. Natomiast dodatkowo, akcje tej samej spółki zarejestrowane na rachunku DLT albo w ewidencji DLT nie mogą być jednocześnie zarejestrowane w rejestrze akcjonariuszy, o którym mowa w art. 328¹ § 1 k.s.h. oraz w depozycie papierów wartościowych. Oznacza to, że spółka funkcjonująca w oparciu o akcje musi zdecydować o wyborze wyłącznie jednego reżimu prawnego – tradycyjnego lub w oparciu o technologię DLT – funkcjonowania jej praw udziałowych. Dotyczy to także akcji wyemitowanych już wcześniej, gdyż ustawodawca na gruncie art. 131z ustawy o obrocie instrumentami finansowymi dopuścił tzw. wtórną rejestrację akcji w strukturze rejestru rozproszonego. Przy czym od razu należy zauważyć, że zgodnie z treścią przywołanego przepisu przedmiotem wtórnej rejestracji DLT mogą być wyłącznie akcje spółki niebędącej spółką publiczną zarejestrowane w rejestrze akcjonariuszy. Tym samym ustawodawca wyłączył kolejne dwie istotne grupy podmiotów – wszystkie spółki publiczne i spółki niepubliczne, których akcje są zarejestrowane w depozycie – z możliwości skorzystania z rozwiązań przewidzianych w rozporządzeniu pilotażowym. Biorąc pod uwagę to, że rozporządzenie DLT Pilot Regime jest programem pilotażowym, jest to kolejny argument potwierdzający tezę, że szczegółowe rozwiązania stosowania rozporządzenia w Polsce zniechęcają, a czasami wręcz uniemożliwiają skorzystanie z przewidzianych w nim narzędzi. Po pierwsze, spółki, których funkcjonowanie oparte jest na akcjach, nie mogą przeprowadzić w ramach pilotażu konkretnej emisji akcji z wykorzystaniem technologii rejestru rozproszonego, co być może pozwoliłoby na przekonanie się do niej w pełnym wymiarze. Po drugie, dla wielu spółek całkowite przejście na funkcjonowanie w środowisku blockchain może wydawać się zbyt ryzykowne i kosztowne. Wynika to z tego, że rozporządzenie DLT Pilot Regime umożliwiające taki krok jest rozwiązaniem tymczasowym i nie wiadomo, jakie będzie podejście unijnego ustawodawcy do tej kwestii po zakończeniu programu. W przypadku wielu spółek może rodzić się obawa, czy po upływie czasu, na jaki został przewidziany program, nie będzie konieczny powrót do klasycznych zasad ewidencjonowania akcji funkcjonujących w spółce. Dodatkowo, biorąc

pod uwagę ograniczenia kwotowe, spod reżimu rozporządzenia wyłączone zostały największe przedsiębiorstwa, które rzeczywiście dysponowałyby zasobami zarówno ludzkimi, jak i finansowymi do przeprowadzenia tego typu transformacji technologicznej. Wskazane powyżej regulacje dotyczące konieczności wyboru wyłącznie jednej formy ewidencjonowania wyemitowanych papierów wartościowych stosuje się odpowiednio do obligacji tej samej serii. Oznacza to, że w przypadku obligacji emitent dysponuje już większą swobodą w podejmowaniu działań, ponieważ ograniczenia dotyczą wyłącznie emisji jednej serii obligacji, a nie wszystkich obligacji wyemitowanych przez określonego emitenta. Należy więc wysnuć wniosek, że jeden emitent może wyemitować obligacje zarówno korzystając z trybu standardowego, jak i z wykorzystaniem technologii rejestrów rozproszonych. Wyboru jednej ze ścieżek musi dokonać bowiem wyłącznie w ramach konkretnej emisji obligacji.

Biorąc pod uwagę specyfikę funkcjonowania instrumentów finansowych w środowisku rejestrów rozproszonych, zaskakujące jest to, że polski ustawodawca nie przewidział żadnych szczególnych zasad pośrednictwa w transakcjach, których przedmiotem są instrumenty finansowe wyemitowane i wprowadzone do obrotu w oparciu o regulacje rozporządzenia DLT Pilot Regime. Brakuje w polskim porządku prawnym reguł związanych choćby z udzielaniem dostępu do platform obsługi aktywów, w tym wydawania i posługiwania się kluczami kryptograficznymi. Polski ustawodawca nie przewidział także szczegółowych zasad przechowywania kryptoaktywów i odpowiedzialności za ich potencjalną utratę. W polskim prawodawstwie nie przewidziano żadnych szczególnych reguł dotyczących zapewniania bezpieczeństwa obrotu aktywami emitowanymi na bazie regulacji rozporządzenia DLT Pilot Regime, choć ich specyfika wskazywałaby na taką potrzebę. Nie uwzględniono w krajowych regulacjach również żadnych odrębnych reguł postępowania w przypadku naruszenia zasad dostępu do systemu i obrotu kryptoaktywami, podczas gdy ma to kluczowe znaczenie choćby dla ochrony danych osobowych uczestników systemu. Na potrzebę zwrócenia uwagi na ten aspekt funkcjonowania platform obrotu aktywami w oparciu o rozporządzenie DLT Pilot Regime i szczegółowego uregulowania zagadnień w tym zakresie zwracał uwagę m.in. Europejski Inspektor Ochrony Danych Osobowych (Wiewiórkowski, 2021).

3. Wdrożenie rozporządzenia DLT Pilot Regime do francuskiego porządku prawnego

Również francuski ustawodawca musiał przewidzieć stosowne ramy prawne do stosowania Rozporządzenia DLT Pilot Regime. Zostały one kompleksowo omówione w opracowaniu przygotowanym przez AMF (*Autorité des Marchés Financiers*)¹, tj. fran-

1 Na temat roli i miejsca AMF w dwufilarowym systemie nadzoru finansowego we Francji zobacz szerzej: Mariański (2016, s. 64–74) oraz Mariański (2023, s. 38–44).

cuski Urząd Nadzoru Finansowego (<https://www.amf-france.org>, 2025). Na uwagę zasługuje również fakt, że problematyka wdrażania technologii rejestrów rozproszonych na rynek finansowy jest przedmiotem rozważań także francuskiej doktryny prawa².

Pierwszym ważnym elementem wdrożenia rozporządzenia DLT Pilot Regime do francuskiego porządku prawnego są zasady uzyskiwania zezwolenia na obsługę emisji i obrót instrumentami finansowymi³ w oparciu o zasady przewidziane w rozporządzeniu. Francuski ustawodawca przewidział w tym zakresie dwie ścieżki. Pierwsza obejmuje podmioty, które nie uzyskały wcześniej autoryzacji, zaś druga dotyczy podmiotów, które uzyskały uprzednio zezwolenia na prowadzenie działalności pośrednictwa na rynku finansowym i chciałyby skorzystać z możliwości przewidzianych w rozporządzeniu DLT Pilot Regime. W pierwszym przypadku wnioskodawcy, którzy nie posiadają jeszcze autoryzacji jako instytucja kredytowa świadcząca usługi inwestycyjne, firma inwestycyjna, operator rynku lub centralny depozyt papierów wartościowych, muszą złożyć wnioski do stosownych organów i przejść pełną procedurę autoryzacji. Natomiast podmioty, które są już upoważnione i chcą skorzystać z rozwiązań przewidzianych w rozporządzeniu DLT Pilot Regime, muszą jedynie uzyskać uprzednią zgodę właściwych organów na pośrednictwo w obrocie instrumentami finansowymi z wykorzystaniem technologii rejestrów rozproszonych. Co ciekawe, podmioty te mają m.in. obowiązek przedstawienia stosownym organom swojego projektu i przejścia procedury zbadania harmonogramu jego realizacji. Dopiero po realizacji wskazanego powyżej etapu możliwe jest złożenie formalnej aplikacji o wydanie zezwolenia. W końcu należy zauważyć w tym kontekście, że w dniu 8 marca 2023 r. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych opublikował wytyczne dotyczące standardowych formularzy, formatów i szablonów do składania wniosków o zezwolenie na prowadzenie infrastruktury rynku DLT (ESMA, 2023), co znacząco ułatwia przejście procedur rejestracyjnych. Podsumowując, trzeba wskazać, że dwutorowość uzyskiwania uprawnień do emisji i obracania aktywami pod rządami rozporządzenia DLT Pilot Regime, jak już zostało to wykazane przy okazji omawiania polskiego porządku prawnego w tym zakresie, wynika z treści samego rozporządzenia, więc rozwiązania zastosowane przez polskiego i francuskiego ustawodawcę pozostają w tej materii co do zasady zbieżne.

Drugim istotnym elementem są zasady rejestrowania aktywów emitowanych w oparciu o zasady przewidziane w rozporządzeniu. Zgodnie z prawem francuskim tokeny lub instrumenty finansowe DLT dopuszczone do obrotu w infrastrukturze rynku DLT na mocy rozporządzenia DLT Pilot Regime mogą być rejestrowane na dwa spo-

2 Zobacz choćby Audit (2020, s. 669–694); Manzari & Wagner (2021, s. 7–10) oraz Sotiri (2024, s. 17–23).

3 Na temat systematyki pojęcia przedmiotu obrotu na rynku finansowym i zależności między określeniami: tytuł zbywalny, instrument finansowy, papier wartościowy, zobacz szerzej Lemonnier i in. (2011, s. 43–53) oraz Mariański & Lemonnier (2017, s. 181–191).

soby. Po pierwsze, jako „zarejestrowany instrument finansowy” zapisany w blockchainie na warunkach przewidzianych przez przepisy szczególne. W tej sytuacji podmiot odpowiedzialny za infrastrukturę danego rynku DLT zgodnie z rozporządzeniem DLT Pilot Regime jest zobowiązany do prowadzenia rejestru instrumentów finansowych DLT jako systemu rozliczeniowego DLT (DLT SS) lub systemu obrotu i rozliczeń DLT (DLT TSS) na rzecz emitenta. Drugim sposobem jest rejestracja aktywów jako „papieru wartościowego na okaziciela” zapisanego w blockchainie na warunkach określonych w rozporządzeniu DLT Pilot Regime. W każdym ze wskazanych powyżej dwóch przypadków infrastruktura rynku DLT (DLT SS lub DLT TSS) nie musi przechodzić autoryzacji w celu realizacji funkcji przechowywania danych użytkowników systemu. Pierwsze ze wskazanych powyżej rozwiązań nawiązuje do sposobu ewidencjonowania aktywów przyjętego również przez polskiego ustawodawcę. Drugi ze sposobów rejestrowania odbiega od standardów przewidzianych w prawie polskim, gdyż umożliwia uczestnikom obrotu posługiwanie się papierami wartościowymi na okaziciela, zamiast papierami wartościowymi imiennymi. W polskim systemie prawa niezależnie od tego, czy dla aktywów prowadzony jest rejestr DLT, czy ewidencja DLT, dane dotyczące inwestorów są gromadzone przez podmiot je prowadzący i dla niego dostępne. Wśród gromadzonych danych mają znajdować się również te jednoznacznie identyfikujące osobę uprawnioną do aktywów. Tym samym nie ma możliwości realnego posługiwania się instrumentami finansowymi na okaziciela tak, aby – jak to było niegdyś w przypadku dokumentowych papierów wartościowych – zapewniały one anonimowość uczestnikom rynku.

Trzecim kluczowym elementem stosowania rozporządzenia DLT Pilot Regime są zasady pośrednictwa w obrocie aktywami emitowanymi na jego mocy. W świetle prawa francuskiego pośrednictwo w zakresie papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu w infrastrukturze rynku DLT na mocy rozporządzenia pilotażowego jest jedynie opcją oferowaną właścicielom papierów wartościowych, a nie obowiązkiem. Francuski *Code monétaire et financier* stanowi, że właściciel papierów wartościowych na okaziciela może zlecić depozytariuszowi rachunku powierniczego lub infrastrukturze rynku DLT przetwarzanie zdarzeń dotyczących tych papierów wartościowych i posiadanie środków dostępu do swoich papierów wartościowych, w tym w formie prywatnych kluczy kryptograficznych. Podobnie w przypadku papierów wartościowych zarejestrowanych na blockchainie, dla których infrastruktura rynku DLT została upoważniona przez emitenta do prowadzenia rejestru instrumentów finansowych DLT, właściciel papierów wartościowych może powierzyć pośrednikowi te same zadania. W obu przypadkach pośrednik działa jako administrator i nie odpowiada za przechowywanie instrumentów finansowych. Dlatego w przypadku utraty instrumentów finansowych infrastruktura rynku DLT ponosi odpowiedzialność na warunkach określonych w rozporządzeniu pilotażowym i francuskim kodeksie monetarnym i finansowym. Rozporządzenie ogólne AMF (<https://www.amf-france.org>, 2024) szczegółowo określa warunki tego pośrednictwa, w szczególności obowiązki, które muszą spełniać pośrednicy. W szczególności

pośrednik musi dokładać wszelkich starań, aby ułatwić wykonywanie praw związanych z tymi papierami wartościowymi. Ponadto, gdy oferuje posiadanie środków dostępu do papierów wartościowych, w tym za pomocą prywatnych kluczy kryptograficznych, musi prowadzić rejestr administrowanych pozycji, dokładać wszelkich starań, aby zapewnić posiadanie środków dostępu do papierów wartościowych, nie może korzystać ze środków dostępu do papierów wartościowych bez wyraźnej zgody ich właściciela oraz – gdy administrowanie papierami wartościowymi dobiega końca, w szczególności w przypadku zmiany administratora – ma obowiązek przekazać kontrolę nad środkami dostępu innemu administratorowi lub właścicielowi. Pośrednik musi również ustanowić i utrzymywać systemy operacyjne i procedury w celu ochrony bezpieczeństwa, integralności i poufności informacji, w tym środków dostępu do papierów wartościowych. Na uwagę zasługuje również fakt, że w zakresie, w jakim papiery wartościowe nie są przechowywane u pośrednika, działalność pośrednictwa w zakresie papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu w infrastrukturze rynku DLT nie stanowi usługi przechowywania instrumentów finansowych, lecz stanowi usługę administrowania instrumentami finansowymi. Jest ona traktowana jako usługa powiązana, która może być przeniesiona do innego państwa członkowskiego w związku z usługą inwestycyjną. W rezultacie, ze względu na brak przechowywania papierów wartościowych finansowych przez pośrednika, odpowiedzialność administratora będzie ograniczona. Z drugiej strony, w zakresie, w jakim pośrednik posiada środki dostępu do papierów wartościowych, będzie on ponosił odpowiedzialność za szkody wyrządzone w przypadku utraty lub niedostępności środków dostępu do papierów wartościowych, z wyjątkiem przypadków siły wyższej. Ponadto w takich okolicznościach administrator musi pomóc właścicielowi papierów wartościowych lub infrastrukturze rynku DLT w łagodzeniu skutków takiej utraty lub niedostępności. Szczegółowych rozwiązań we wskazanych powyżej zakresach w odniesieniu bezpośrednio do aktywów podlegających reżimowi rozporządzenia DLT Pilot Regime brakuje natomiast w prawie polskim.

Wnioski

Podsumowując, należy w pierwszej kolejności wskazać, że rozporządzenie DLT Pilot Regime nie spełniło dotychczas pokładanych w nim pierwotnie nadziei. Przyczyn tego stanu rzeczy należy poszukiwać w uregulowaniu rozwiązań przewidzianych w rozporządzeniu w taki sposób, że nie pozwalają one na wykorzystanie w pełni potencjału tkwiącego w technologii rejestrów rozproszonych. Ponadto, unijny ustawodawca w znaczący sposób ograniczył zakres stosowania rozporządzenia zarówno w ujęciu podmiotowym, jak i przedmiotowym. Wykluczyło to z rynku bardzo wiele podmiotów, które nadal nie mają podstaw prawnych do emitowania i obracania instrumentami finansowymi z wykorzystaniem technologii blockchain. Dostępne dane statystyczne pokazują, że mogło mieć to bezpośredni wpływ na popularność

programu. Z pełną świadomością, że rozporządzenie DLT Pilot Regime miało być wyłącznie programem pilotażowym, należałoby postulować na przyszłość szersze i odważniejsze otwarcie możliwości wykorzystania systemów rejestrów rozproszonych na rynkach finansowych, aby w pełnym wymiarze zbadać zapotrzebowanie na tego typu rozwiązania i ich realny potencjał na rynkach finansowych.

Odnosząc się natomiast do rozwiązań zastosowanych w prawie polskim i francuskim w ramach poszczególnych aspektów funkcjonowania rozporządzenia DLT Pilot Regime, należy wskazać, że procedury certyfikacji podmiotów uprawnionych do prowadzenia platform obrotu aktywami w oparciu o rozwiązania przewidziane w rozporządzeniu są co do zasady analogiczne. Oba porządki prawne przewidują bowiem w oparciu o regulacje zawarte bezpośrednio w rozporządzeniu dwie ścieżki uzyskiwania uprawnień we wskazanym powyżej zakresie – jedną dla podmiotów, które dotychczas funkcjonowały już w wybranej formie na rynkach finansowych, drugą dla podmiotów, które łącznie z uzyskaniem specjalnego zezwolenia muszą ubiegać się jednocześnie o status podmiotu uprawnionego do prowadzenia działalności maklerskiej, rynku regulowanego albo centralnego depozytu papierów wartościowych.

W ramach drugiego aspektu stosowania rozporządzenia omawianego w artykule należy wskazać, że dzięki zastosowaniu dwóch trybów ewidencjonowania instrumentów finansowych emitowanych w oparciu o rozwiązania przewidziane w DLT Pilot Regime ustawodawca francuski zapewnił możliwość uzyskania rejestracji i posługiwania się przez inwestorów także papierami wartościowymi na okaziciela. Z uwagi na przyjęte przez polskiego ustawodawcę rozwiązania prowadzące się do założenia, że zarówno rejestr DLT, jak i ewidencja DLT może być prowadzona wyłącznie przez podmiot uprawniony, który musi gromadzić ściśle określone dane, w tym dane jednoznacznie identyfikujące osobę uprawnioną do aktywów, posługiwanie się w polskich realiach papierami wartościowymi na okaziciela, w tradycyjnym rozumieniu tego pojęcia, nie jest w praktyce możliwe.

Przeprowadzona analiza prowadzi również do wniosku, że francuski ustawodawca w szerszym zakresie zadbał o bezpieczeństwo obrotu na rynkach prowadzonych w oparciu o rozwiązania przewidziane w rozporządzeniu DLT Pilot Regime. Ustanowił bowiem szczegółowe zasady pośrednictwa w obrocie aktywami emitowanymi na jego mocy. Z regulacji francuskich wynika również większa swoboda w kształtowaniu relacji między inwestorami a podmiotami świadczącymi usługi pośrednictwa. Francuski ustawodawca przewidział także szczegółowe zasady odpowiedzialności za realizację usług przechowywania kryptoaktywów emitowanych i wprowadzanych do obrotu na podstawie zasad przewidzianych w rozporządzeniu i jedynie ewidencjonowania transakcji dokonywanych z ich wykorzystaniem. Podobnych rozwiązań zabrakło natomiast w polskich regulacjach dostosowujących krajowe przepisy do potrzeb stosowania rozporządzenia.

Z powyższego podsumowania jednoznacznie wynika, że ustawodawstwo francuskie zostało dostosowane do potrzeb stosowania rozporządzenia DLT Pilot Re-

gime w sposób bardziej kompleksowy z jednej strony, z drugiej zaś – pozostawiający większą swobodę kształtowania relacji samym uczestnikom obrotu. W związku z tym rozwiązania zastosowane w prawie francuskim można zarekomendować polskiemu ustawodawcy, oczywiście z uwzględnieniem specyfiki obu systemów i różnic w nich występujących, co wymagałoby dostosowania rozwiązań francuskich do warunków polskiego porządku prawnego, jako wzorce do ewentualnej nowelizacji polskich przepisów wdrażających rozporządzenie do krajowego systemu prawa.

Przedstawiając konkretne rekomendacje dla polskiego ustawodawcy, oczywiście ze świadomością, jakie ograniczenia niesie ze sobą samo rozporządzenie DLT Pilot Regime w tym zakresie, trzeba zwrócić uwagę na potrzebę zastosowania w odniesieniu do aktywów emitowanych na bazie rozwiązań przewidzianych w rozporządzeniu instrumentu podobnego do znanych już w polskim ustawodawstwie rachunków zbiorczych, znanych też jako konta omnibusowe. To rachunki papierów wartościowych, na których mogą być rejestrowane papiery wartościowe należące do różnych osób, a nie tylko do posiadacza tego rachunku. Powyższe rozwiązanie pozwoliłoby na zachowanie większej anonimowości uczestników rynku finansowego. Ponadto, w ramach uelastycznienia polskich rozwiązań należałoby zarekomendować także rezygnację z zakazu *dual listingu*, tj. należałoby dopuścić możliwość częściowego emitowania akcji w reżimie tradycyjnym, zaś częściowego w ramach technologii rejestrów rozproszonych. Rozwiązanie umożliwiające skorzystanie z technologii rejestrów rozproszonych niejako „na próbę” zwiększyłoby z pewnością zainteresowanie programem i zachęciło większą liczbę podmiotów do zweryfikowania na własnym organizmie zalet i wad, jakie niesie on ze sobą. Obie wskazane powyżej zmiany polskich regulacji pozwoliłyby w pełniejszym wymiarze wykorzystać możliwości, jakie daje rynkom finansowym rozporządzenie DLT Pilot Regime.

BIBLIOGRAFIA

- Audit, M. (2020). Le droit international privé confronté à la blockchain. *Revue critique de droit international privé*, 4(4), 669–694.
- Autorité des marchés financiers (AMF). (2024). <https://www.amf-france.org/en/regulation/policy/doc-2024-07>
- Autorité des marchés financiers (AMF). (2025, 16 stycznia). <https://www.amf-france.org/en/news-publications/depth/pilot-regime>
- DLKLegal. (2023, 23 marca). *Rozporządzenie pilotażowe DLT*. <https://www.dllegal.com/wiedza/rozporzadzenie-pilotazowe-dlt-2022/>
- Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). (2023). *Wytyczne w sprawie standardowych formularzy, formatów i wzorów wniosków o wydanie zezwolenia na prowadzenie infrastruktury rynkowej opartej na DLT*. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA70-460-213_DLTR_Gls_on_application_standard_forms_formats_templates_PL.pdf

- Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). (2025). *DLT Pilot Regime*. <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/dlt-pilot-regime>
- Hrabčák, L. & Štrkolec, M. (2024). EU Regulation of the Crypto-Assets Market. *Białostockie Studia Prawnicze*, 29(1), 27–45. <https://bsp.uwb.edu.pl/article/view/1005/837>
- Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. (2023). *Blockchain – Projekty badawcze*. <https://www.kdpw.pl/pl/dlt-blockchain.html>
- Ledger Insights. (2024, 4 kwietnia). *ESMA explains why DLT Pilot Regime hasn't taken off*. <https://www.ledgerinsights.com/esma-explains-why-dlt-pilot-regime-hasnt-taken-off/>
- Lemonnier, M., Mariański, M. & Zięty, J. J. (2011). Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim. *Przegląd Prawa Handlowego*, (8), 43–53.
- Manzari, N. & Wagner, Z. (2021). The Digital Future for Financial Services. *Pin Code*, 7(1), 7–10.
- Mariański, M. & Lemonnier, M. (2017). Francuska koncepcja tytułu zbywalnego (titre négociable) a regulacji rynków finansowych. [w:] W. Rogowski (red.) *Regulacje finansowe. FinTech – nowe instrumenty finansowe – resolution* (ss. 181–191). Wydawnictwo C.H. Beck.
- Mariański, M. (2016). Struktura wewnętrzna oraz podstawa funkcjonowania L'Autorité des marchés financiers (AMF) jako organu nadzoru nad rynkiem finansowym we Francji. *Monitor Prawa Bankowego*, (5), 64–74.
- Mariański, M. (2023). Uprawnienia i kompetencje francuskiego pomocniczego organu nadzoru nad rynkiem finansowym Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. *Przegląd Prawa Handlowego*, (4), 38–44.
- Parlament Europejski i Rada (UE). (2014, 15 maja). Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (2014/65/UE) (Dz.U. L 173, 12.6.2014).
- Parlament Europejski i Rada (UE). (2014, 15 maja). Rozporządzenie w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (600/2014) (Dz.U. L 173, 12.6.2014).
- Parlament Europejski i Rada (UE). (2014, 23 lipca). Rozporządzenie w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych (909/2014) (Dz.U. L 257, 28.8.2014).
- Parlament Europejski i Rada (UE). (2022, 30 maja). Rozporządzenie w sprawie systemu pilotażowego na potrzeby infrastruktur rynkowych opartych na technologii rozproszonego rejestru, a także zmiany rozporządzeń (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 909/2014 oraz dyrektywy 2014/65/UE (2022/858) (Dz.U. L 151, 02.06.2022).
- Sejm Rzeczypospolitej Polskiej. (2005). Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. z 2024, poz. 722, ze zm.).
- Sejm Rzeczypospolitej Polskiej. (2023). Ustawa z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. 2023, poz. 1723, ze zm.).
- Sotiri, E. (2024). A Comparative Analysis of Virtual Assets and Crypto-Assets and the Transition From Vasp to Casp. *Pin Code*, 20(4), 17–23.
- Tomczak, T. (2024). 'Advantages' of distributed ledger technology and the DLT Pilot Regime. *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, (5), 32–39.

Wiewiórkowski, W. R. (2021). *Opinion of the European Data Protection Supervisor on the Proposal for a Pilot Regime for Market Infrastructures based on Distributed Ledger Technology (DLT)*. <https://www.kdpw.pl/uploads/attachments/opinia-europejskiego-inspektora-ochrony-danych.pdf>

Zgromadzenie Narodowe. (1999). *Code monétaire et financier* z dnia 16 grudnia 1999 r. (JORF nr 0103 z dnia 2 maja 2025 r.), https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006072026/