

8. 6. 2018

Vezměte, prosíme, na vědomí, že text článku odpovídá platné právní úpravě ke dni publikace.

# Otázky možné regulace ICO (Initial Coin Offering) ve světle rozhodnutí Komise USA pro burzu a cenné papíry

Lze považovat napříč „kryptokomunitou“ veřejně prezentovaný názor, že ICO nepodléhá žádné regulaci, za udržitelný?



Ač je model ICO[1] jakožto moderní způsob získávání kapitálu využíván nejčastěji v domnění, že takový postup nepodléhá ze strany orgánů veřejné moci žádné regulaci, poměrně instruktivní a v tomto ohledu čteně diskutované je stanovisko americké Komise pro burzu a cenné papíry – Security Exchange Commission (dále jen „SEC“) ze dne 25. 7. 2017, v němž jmenovaná komise vyjádřila názor opačný. SEC svůj závěr staví na čistě materiálním pojetí posuzovaného případu ICO, v rámci něhož byla na Ethereum[2] blockchainu emitována nová digitální měna – tzv. DAO tokeny, což bylo ze strany SEC vyhodnoceno (zjednodušeně řečeno) jako veřejná nabídka cenných papírů.

SEC zde vyslovil poměrně nepřekvapivý a mnohými předvídaný názor: nehledě na zvolenou terminologii, formu úplaty kupní ceny či užitou technologii, veřejná nabídka uzavření investiční smlouvy mezi emitentem a kupujícím (a na základě této smlouvy emitované tokeny digitální měny) je – v tomto případě považována za veřejnou nabídku cenných papírů, jež podléhá regulaci, tj. vztahují se na ni americké zákony upravující emisi a nabídku cenných papírů.

SEC svůj výrok odůvodňuje následovně. Dle příslušných ustanovení amerických zákonů o cenných papírech (Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934) je za cenný papír považována mj. taktéž investiční smlouva, kdy za investiční smlouvu se dle rozhodnutí amerického Nejvyššího soudu považuje „*investice peněz do společného podniku s rozumným očekáváním, že zisky budou odvozeny od podnikatelského nebo manažerského úsilí jiných.*“ [k tomu viz rozhodnutí ve věci SEC vs. *Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946)].

**Dle pojetí SEC není podstatné, jakou formou „emitent“ kapitál shromáždí, bude-li na oplátku nabízet protiplnění v podobě práva na zisku, pokud potenciální zisk investora bude vyplývat z cizího podnikatelského či manažerského úsilí.**

Tento závěr vyplývá z odůvodnění citovaného rozhodnutí Nejvyššího soudu Spojených států amerických ve věci SEC vs. *Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946), v rámci něhož se Nejvyšší soud zabýval právní otázkou, zda níže uvedené schéma může naplňovat znaky veřejné nabídky cenných papírů.

Posuzované schéma vypadalo velmi zjednodušeně následovně: společnost W. J. *Howey Co.* je vlastníkem pozemků v pomerančovém sadu, kteréžto pozemky veřejně nabízí k prodeji. Kupující,

který pozemek v pomerančovém sadu zakoupí, jej následně může pronajmout společnosti Howey-in-the-Hills Service, Inc., která novému vlastníkovu za užívání pozemku (na kterém pěstuje pomeranče) zaplatí nájemné v podobě zisku z vypěstovaných pomerančů. Tímto způsobem uvedené společnosti shromáždily finanční prostředky od veřejnosti za účelem rozvoje podnikání oproti plnění v podobě podílu na zisku z tohoto podnikání.

Popsané schéma bylo Nejvyšším soudem USA v roce 1946 vyhodnoceno jako investiční smlouva ve smyslu § 2 (a) odst. 1 zákona o cenných papírech z roku 1933 a v daném případě tedy i jako veřejná nabídka cenných papírů.

V rámci rozhodování předmětného sporu vytvořil Nejvyšší soud Spojených států amerických zároveň metodiku pojmenovanou jako tzv. „Howey test“ a přijal závěr, že na posuzovaná investiční schémata je třeba nahlížet veskrze materiálně, a to bez ohledu na pojmenování či označení takových právních vztahů, přičemž hlavním předmětem zkoumání mají být vždy ekonomické skutečnosti a okolnosti na pozadí takových schémat.

Otázku, zda investiční schéma je veřejnou nabídkou cenných papírů tak lze jinými slovy (zjednodušeně řečeno) redukovat na otázku, zda v posuzovaném případě lze kladně (kumulativně) odpovědět na všechny následující otázky položené Howey testem, které jsou:

- **Jedná se o investici finančních prostředků?**
- **Je z takové investice očekáván zisk?**
- **Jsou finanční prostředky investovány do společného podniku?**
- **Je zisk odvozen od podnikatelského či manažerského úsilí jiných?**

Jak již bylo uvedeno shora, americká Komise pro burzu a cenné papíry - Security Exchange Commission ve svém rozhodnutí ze dne 25. 7. 2017 uzavřela, že předmětné ICO, v rámci něhož byly emitovány DAO tokeny, naplňuje kritéria stanovená Howey testem a zcela tak (v rámci jurisdikce USA) podléhá regulaci ze strany orgánů veřejné moci.

Ačkoli by bylo zjevně nesprávným tyto závěry bezhlavě přijmout a aplikovat v rámci kontinentální a zejména české právní úpravy, dle našeho názoru je ICO (je-li provedeno tak, že se s emitovanými tokeny pojí právo na zisku či jiná od něj odvozená práva) potenciální veřejnou nabídkou kolektivního investování ve smyslu ustanovení § 98 zákona č. [240/2013 Sb.](#), o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, a zároveň nepochybně shromažďováním prostředků od veřejnosti; je tedy třeba pečlivě vážit, zda se na tuto formu shromažďování prostředků nevztahují zejména ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu, zákona o investičních společnostech a investičních fondech, jakož i zákona o platebním styku a dalších předpisů upravujících tuto oblast.

**Mgr. Matyáš Moska,**  
advokátní koncipient

[ARROWS advokátní kancelář, s.r.o.](#)

V Jámě 699/1  
110 00 Praha 1

Tel.: + 420 605 006 807  
e-mail: [moska@arws.cz](mailto:moska@arws.cz)

---

[1] Initial Coin Offering – proces spočívající ve vydávání tokenů kryptoměny výměnou za poskytnutí finančních prostředků. Název ICO je odvozen od vžitého pojmenování pro prvotní veřejnou nabídku akcií – IPO (Initial Public Offering), tedy proces, kdy akciová společnost poprvé vstupuje na burzu cenných papírů a nabízí své akcie široké veřejnosti.

[2] Ethereum je kryptoměna vyvinutá The Ethereum Foundation, založená na blockchainu a zároveň decentralizovaná platforma pro běh „smart contracts” - chytrých kontraktů na blockchainu známém jako Ethereum blockchain.

© EPRAVO.CZ - Sběrka zákonů, judikatura, právo | [www.epravo.cz](http://www.epravo.cz)

## Další články:

- [Nový zákon o veřejných dražbách, aukce a obálkové metody](#)
- [Revize zájezdové směrnice: co přináší, co hrozilo a co to znamená pro praxi](#)
- [Kupní smlouva o převodu nemovitosti bez uvedení výše kupní ceny](#)
- [Druhá „tlačítková novela“: povinné tlačítko pro odstoupení od smlouvy](#)
- [Souhlas s veřejným užíváním pozemku jako překážka nároku na bezdůvodné obohacení - nález Ústavního soudu sp. zn. I. ÚS 2541/25](#)
- [Kupní smlouva bez přesného určení kupní ceny](#)
- [Nová pravidla ICC pro rozhodčí řízení: Přehled klíčových změn účinných od 1. června 2026](#)
- [Byznys a paragrafy, díl 36.: Doložka o mlčenlivosti](#)
- [Detekce podezřelého obchodu v kontextu hazardních her](#)
- [Když model počítá správně, ale závěr je zavádějící: limity AI při oceňování podniků](#)
- [Nařízení prodeje jednotky jako ultima ratio ochrany práv ostatních vlastníků?](#)