20. 8. 2019

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

Tokeny jako cenné papíry – jaký je stav a co lze očekávat?

Co má společného opětovný skokový růst Bitcoinu, který byl v polovině roku 2019 na trojnásobné hodnotě oproti jeho začátku, a představení Facebookové Libry, která ve spolupráci s partnery z tradičního finančního sektoru chce oslovit uživatele produktem stojícím mimo finanční systém? Pravděpodobně fakt, že druhá událost částečně zapříčinila tu první. Jde však zároveň také o dva klíčové momenty, které v roce 2019 opět rozvířily vody kryptoměn a DLT technologií, jakož i znovu-otevřely prostor pro debatu ohledně jejich právní povahy.

S otázkou klasifikace kryptoměn a tokenů v právním ekosystému si laici, právníci i specializované instituce lámou hlavy už od první širší adaptace Bitcoinu.[1] Na území České republiky se dle našeho názoru stal klíčovým shrnujícím dokumentem veřejná konzultace Ministerstva financí („MF“) na téma *„Blockchain, virtuální měny a aktiva“*, uveřejněná na konci loňského roku.[2] Ta shrnuje jak nejzásadnější odbornou literaturu k tokenům a českému právu, tak přehled trendů, kterým se vydala právní úprava a právní klasifikace tokenů ve světě.

Vedle této klasifikace bylo cílem konzultace získat názor odborné veřejnosti především na možnosti právního ukotvení virtuálních aktiv a využití blockchainu k evidenci zaknihovaných cenných papírů. Obsahově se tak konzultace zaměřila především na oblast úpravy cenných papírů a jejich provázanost na elektronické *payment*, *utility* a *asset* tokeny. Vyhodnocení této veřejné konzultace, včetně odpovědí zapojených subjektů, představilo MF na začátku března letošního roku.[3]

Také v návaznosti na tyto výsledky veřejné konzultace MF bychom v rámci tohoto článku rádi poukázali na jednu z oblastí, kterou považujeme za klíčovou pro další legislativní, výkladový i ekonomický vývoj DLT technologií, a to problematiku tokenu jako cenného papíru. Byť svou povahou problematika právní a v odborné veřejnosti nikoliv nově diskutovaná[4], má tato otázka významné dopady do obchodních modelů založených na technologii DLT, resp. elektronických tokenech (typicky např. investičních platforem).

Oproti loňskému *„hypu“*, kdy se slovo blockchain objevovalo prakticky na každém rohu, působil letošní rok v oblasti kryptoměn, virtuálních aktiv a inovativních využití technologie zpočátku poněkud ospale. *Early-adopters,* kteří získávali zejména od roku 2016 prostředky pro své projekty od široké veřejnosti, již opouští primární trh. Počet ICOs[5] se zmenšuje,[6] ceny altcoinů se stabilizují, DLT technologiím je věnován menší mediální prostor. V programu konference Digitální Česko 2019 lze najít blockchain pouze v bloku týkajícím se financí, kde technologie dává obvykle největší smysl

využití.[7] Na konferenci ISSS 2019, která se zaměřuje na informatizaci veřejné správy a tím nastiňuje další postupy státu v oblasti e-governmentu a digitalizace státu, pak už nebyl blockchain prakticky zmíněn.

Výše uvedené však nemusí nutně znamenat, že je využívání technologie na ústupu. Naopak se čím dál častěji prosazuje pragmatický přístup, mj. ze strany etablovaných společností a investičních skupin, které po identifikaci (obchodně) smysluplné možnosti využití DLT technologií začínají do příslušných projektů investovat.[8]

Právě pragmatický přístup a s ním spojené obchodní modely, které se začínají prosazovat po světě, by mohly dle našeho názoru pobídnout české zákonodárce k vhodným změnám české právní úpravy. Česká republika je totiž v oblasti DLT technologií a kryptoměn významným hráčem s bohatou historií,[9] nicméně disponuje relativně nejasným regulatorním rámcem, když problematiku DLT technologií a kryptoměn v současnosti výslovně adresuje toliko jeden právní předpis,[10] resp. tři výkladová stanoviska České národní banky (ČNB).[11]

Právní nejistota spojená s DLT technologiemi a kryptoměnami představuje dle našeho názoru v kontextu potenciálu České republiky nevyužitou šanci, jelikož současný stav zpomaluje další rozvoj v této oblasti, včetně přísunu zahraničních investic.[12]

Navíc vzhledem k faktu, že implementace DLT technologie dává smysl především u projektů přesahujících hranice našeho státu, musí být zpravidla právní compliance těchto projektů vytvářena i s přihlédnutím k unijní a jednotlivé zahraniční úpravě. V momentě, kdy právní rámec není vyjasněn, je poté taková internacionalizace velice obtížná, což (do určité míry paradoxně) může vést k situaci, kdy realizace projektů je přesouvaná do zemí s potenciálně přísnější, avšak jasnou kryptoregulací – v Evropě jde na prvním místě o Maltu, v závěsu s Estonskem, Francií, Švýcarskem či Gibraltarem.

K tomuto závěru navíc přistupuje povaha DLT technologií, kdy klíčové právní instituty, např. v podobě regulace cenných papírů (jak soukromoprávní,[13] tak veřejnoprávní[14]), kolektivního investování, crowdfundingu nebo opatření proti praní špinavých peněz nemusí být vždy zcela či částečně aplikovatelné.[15]

Nejen tyto důvody vedly odbor MF k otevření výše zmíněné veřejné konzultace, která měla a má sloužit jako názorové východisko odborné veřejnosti k případnému dalšímu postupu v podobě přípravy vhodných legislativních změn. Do této veřejné konzultace se zapojilo celkem 23 subjektů, přičemž klíčovou částí konzultačního materiálu, na kterou MF sbíralo pohledy z trhu a které se věnuje také tento článek, je problematika klasifikace tokenů jakožto (investičních) cenných papírů v kontextu českého i unijního práva.

Token a soukromoprávní regulace cenného papíru

Jedním z dílčích aspektů, které MF mělo za cíl se zástupci trhu konzultovat, byla otázka kvalifikovatelnosti tokenu (virtuálního aktiva) jako cenného papíru ve smyslu OZ[16], a případné vhodnosti vztažení současné právní úpravy cenných papírů také na tokeny.

Současná právní úprava

S cenným papírem se dle současného znění § 514 OZ totiž pojí dva základní pojmové znaky. Klíčovým obsahovým znakem cenného papíru je podmínka jeho *„cennosti“* v právním smyslu, tedy skutečnost, že je s ním spojeno právo takovým způsobem, že bez něj není možné toto právo uplatnit. Druhou zákonnou podmínkou je příslušná forma, a to konkrétně forma listiny, která je dle současné právní doktríny na základě historického vývoje nerozlučně spojena s hmotným substrátem.

V kontextu tokenů poté dle našeho názoru není důvodu pochybovat o možnosti naplnění oné podmínky *„obsahové“*. Není nijak obtížné si představit token, jehož vlastnictví by bylo podmínkou pro uplatnění určitého práva. Například, že by uživatel – namísto Bitcoinů – ve své elektronické peněžence držel určitý objem tokenů představujících právo na zisk nebo podíl na společnosti, která tyto tokeny vydává. Právě takové tokeny s kódem zajištěným právem (např. na zisk) jsou podle nás klíčovým inovativním prvkem, který má významný ekonomický potenciál.

Nicméně, jiná situace nastává v souvislosti s *„formálním“* znakem cenného papíru dle § 514 OZ. Právě od požadavku formy se totiž odvíjí nepřiléhavost aplikace soukromoprávní úpravy na elektronické tokeny, umístěné na daném DLT, když v kontextu aktuální právní úpravy a související výkladové praxe nelze token označit za *„listinu“*.[17]

V tomto bodě je třeba říct, že ačkoliv formální kvalita listiny v definici cenného papíru je v českém právu odnepaměti[18], šlo pouze o součást doktrinální definice.[19] Explicitní definice cenného papíru včetně jeho formy je relativní novinkou zavedenou OZ, který se v tomto bodě inspiroval švýcarským zákonem o obligačním právu.[20]

Toto výkladové východisko poté zvolilo také MF jako hypotézu pro položené otázky.[21] Se závěrem MF, že současné znění § 514 OZ nedovoluje kvalifikovat elektronický token jako cenný papír, se ztotožňujeme. Jak již bylo naznačeno, činíme tak s přihlédnutím k historickému vývoji, k zařazení v rámci soukromoprávní úpravy i současné právní doktríně k výkladu pojmu „listina“.

Možný budoucí vývoj

I s přihlédnutím k výše uvedenému bychom se však rádi krátce zamysleli nad potenciálním posunem ve výkladu § 514 OZ, který by reflektoval technologický vývoj, a postupně naznačili nové trendy.

Vedle „listiny“ se totiž objevuje v českém právním řádu významově podobný pojem „písemnost“, jejíž základní vlastností je, že se zaznamenává písmem. Písemnost byla historicky vnímána jako nezbytně hmotná, resp. spojená s „listinnou podobou“, s rozvojem technologií však postupně mohla získávat elektronickou podobu, která už je nyní zcela standardně přijímána. Pro tento závěr hovoří jak empirické vnímání a zkušenost (stále se rozšiřující objem elektronicky činěného právního jednání), tak dikce některých ustanovení OZ[22] nebo OSŘ[23].

Listina je pak časově stabilní fixací písemnosti.[24] Podobně jako písemnost, i listina však dle (nejen) našeho názoru už nemusí být pouze *„v listinné podobě“*.[25] Tento názor se už v rámci odborné veřejnosti vyskytl dříve[26], s postupným rozšiřováním aplikace DLT technologií poté dále nabývá na důležitosti. Zmíněnou stabilizaci a fixaci v čase, resp. jak říká prof. Dědič *„individualizaci v čase a prostoru“*[27], lze totiž dle našeho názoru u elektronických písemností technicky zajistit, a to mimo jiné právě za využití aplikované kryptografie blockchainu. V případě, že by bylo právo vneseno do bloku v rámci blockchainu a tento blok bude po zařazení do řetězce označen konkrétním hashem, v závislosti na zvolené hashovací funkci bude prakticky nemožné vytvořit blok pod stejným hashem, který by nesl odlišné informace oproti předchozímu.[28] Podobně bude v závislosti na zvoleném blockchainu velmi finančně i technicky náročné záznam pod daným hashem zfalšovat a upravit. Lze předpokládat, že v takovém případě by bylo jednodušší a levnější zfalšování cenného papíru v listinné (ve smyslu hmotné) podobě.

Unikátnost v čase a prostoru tak může nést generovaný hash, který v blockchainu ponese informaci o existenci určitého práva v prospěch jedné osoby vůči druhé. Přístup k této informaci pak mohou mít všichni účastnící blockchainu, přičemž ale možnost záznam upravit budou mít pouze konkrétní osoby držící příslušný kryptografický klíč. Jakékoliv změny se zároveň s ohledem na způsob fungování blockchainu promítnou v dalším řetězu bloků, tj. budou označeny dalším unikátním

hashem. Jako jinde, i zde podléhá otázka přístupu rizikům ztráty nebo krádeže kryptografického klíče – toto riziko je však málo odlišné od možnosti ztráty hmotného cenného papíru.

Z ohledem na výše nastíněné důvody se domníváme, že by bylo vhodné otázku listiny jako něčeho, co již dále nemusí mít nutně hmotnou podobu, otevřít.

Rozumíme však, že taková změna by v kontextu českého právního řádu měla významné důsledky a vyžadovala by nemalé legislativní změny, mj. s ohledem na pravidla pro převod cenných papírů. S ohledem na tuto skutečnost je vhodné zmínit, že samo oproštění se od hmotné podoby cenného papíru není něčím novým, když již v současnosti český právní řád upravuje institut tzv. zaknihovaného cenného papíru (§ 525 OZ).

Možnost kvalifikace tokenu evidovaného na blockchainu jako zaknihovaného cenného papíru a s tím aplikace související právní úpravy se poté jeví jako potenciálně vhodnější směr budoucích legislativních úvah a v tomto smyslu se mu nyní věnuje také samo MF. Z dosavadních diskuzí s MF vyplývá, že inspirací pro budoucí legislativní změnu by mohlo být především francouzské nařízení, jež do tamějšího právního řádu přineslo nástroj sdíleného elektronického záznamového zařízení, ve kterém je možné evidovat některé finanční instrumenty.[29] MF proto aktuálně se zapojenými stakeholdery, včetně Centrálního depozitáře cenných papírů, vede diskuze o tom, zda možnost případné vlastní evidence zaknihovaných cenných papírů na blockchainu (či jinak) umožnit a případně za jakých podmínek.

Token a veřejnoprávní regulace cenného papíru

V návaznosti na výše uvedené je stejně zajímavou a svými potenciálními důsledky zásadní problematika spojená s konzultační otázkou č. 3, tj. zda *„je definičním znakem převoditelného cenného papíru podle MiFID II jeho uznání za cenný papír příslušnou národní právní úpravou“*.

Z vyhodnocení konzultace vyplývá, že 6 subjektů odpovědělo na předmětnou otázku souhlasně a 3 subjekty nesouhlasně. Přijetí souhlasného stanoviska k této otázce by nicméně v kontextu českého právního řádu znamenalo, že v České republice nelze aktuálně vydat token jakožto převoditelný cenný papír ve smyslu MiFID II[30], resp. jakožto investiční cenný papír ve smyslu ZPKT[31].

Jak však již bylo v minulosti v rámci odborné veřejnosti diskutováno, soukromoprávní úprava cenných papírů (resp. zaknihovaných cenných papírů) v OZ a veřejnoprávní úprava investičních cenných papírů v ZPKT není jedno a totéž.[32]

Jak k tomu uvedl dle našeho názoru správně JUDr. Hobza, nezávislost na pojetí cenného papíru dle národního práva je klíčovým materiálním definičním znakem převoditelných cenných papírů dle unijní úpravy (MiFID II[33]), a tedy také investičních cenných papírů dle ZPKT, a je to právě povinnost vykládat ZPKT v souladu s příslušným právem Evropské unie, která má za důsledek, že investiční cenný papír ve smyslu ZPKT nemusí současně nutně být cenným papírem nebo zaknihovaným cenným papírem ve smyslu OZ.[34]

V tomto směru tak lze shledat velmi důležitou názorovou neshodu napříč odbornou veřejností, která by dle našeho názoru měla být vyjasněna buď příslušnou úpravou ZPKT, nebo přinejmenším výkladovou činností České národní banky, jako příslušným orgánem dohledu.

Závěrem lze totiž doplnit, že pokud by tokeny mohly být převoditelnými (investičními) cennými papíry ve smyslu ZPKT (budou-li naplňovat příslušné definiční znaky), vztahovala by se na jejich emitenty také příslušná veřejnoprávní regulace. Jakkoli by poté tato skutečnost mohla být do určité míry přitížením pro malé a střední podniky, dle našeho názoru by takovýto stav přispěl k narovnání prostředí a zajištění budoucího udržitelného rozvoje DLT technologií.

Závěr

Možnosti přesunu korporátního financování na internet a vedení vlastních evidencí cenných papírů, jakož i dalších možností DLT technologie, jsou a budou pro právní aplikaci náročné.
Přístup MF zatím stále zůstává částečně nezodpovězenou otázkou, byť lze vysledovat některé trendy.

Ačkoli tak o změně ve vnímání cenného papíru jako „listiny“ můžeme nadále spekulovat, v brzké době zřejmě nelze tento vývoj očekávat. Obdobná změna, byť dle našeho názoru odpovídající současným (a dlouhotrvajícím) trendům, by znamenala poměrně významný zásah do koncepce cenných papírů a zaknihovaných cenných papírů jako takové. Jako pravděpodobnější se proto jeví změna pravidel vydávání a evidování zaknihovaných cenných papírů, která se aktuálně zdá jako snáze proveditelná.

V kontextu veřejnoprávní regulace, tedy ZPKT a investičních cenných papírů, pak lze s ohledem na dosud komunikované považovat změnu stávající české regulace za nepravděpodobnou alespoň do doby, kdy tak bude učiněno na úrovni evropské.[35]

JUDr. Josef Donát, LL.M,
Partner

Mgr. David Oršulík,
Advokátní koncipient

Tomáš Kasalický,
Paralegal

ROWAN LEGAL, advokátní kancelář s.r.o.

GEMINI Center
Na Pankráci 1683/127,

140 00 Praha 4

Tel.: +420 224 216 212
Fax: +420 224 215 823
e-mail: praha@rowanlegal.com

---

[1] Pro jeden z prvních komplexních dostupných materiálů srov. Evropská centrální banka, studie Virtual Currency Schemes z října 2012, str. 43. K dispozici >>> zde.

[2] Viz konzultace Ministerstva k dispozici >>> zde.

[3] Viz vyhodnocení konzultace Ministerstva financí k dispozici >>> zde.

[4] Srov. DĚDIČ, Jan, ŠOVAR, Jan, MIKULA, Ondřej. Proč podle českého soukromého práva nelze uvažovat o (ICO) tokenech jako o cenných papírech. Právní rozhledy. 2018, č. 15-16, s. 554-556; nebo HOBZA, Martin. ICO a tokeny optikou práva kapitálového trhu: mohou být tokeny investičními cennými papíry?. Bulletin advokacie. 2019, č. 3, s. 41-46.

[5] Z angl. Initial Coin Offerings.

[6] Viz statistika serveru Coinschedule, k dispozici >>> zde.

[7] Srov. brožuru k dispozici >>> zde, str. 28 a další.

[8] Jak ukazuje studie Deloitte z loňského roku (k dispozici >>> zde), až 85 % z celkového počtu 1053 oslovených subjektů v sedmi různých zemích uvažuje o investici přesahující půl milionu dolarů za letošní kalendářní rok. Nicméně již v současnosti lze identifikovat projekty, v rámci nichž došlo k úspěšné implementaci blockchainového řešení (viz např. platforma we.trade). Projekt Libry a zapojení partneři jsou pak dalším z důkazů, že obchodní modely založené na DLT technologii je potřeba brát vážně.

[9]

[10] Zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu, ve znění pozdějších předpisů (AML zákon)

[11]

[12] Negativní image dobře demonstruje například web společnosti IBC Group,[12] která hodnotí české právní prostředí a jeho příznivost 2 body z 5 (k dispozici >>> zde).

[13] Srov. DĚDIČ, ŠOVAR, MIKULA.

[14] Srov. HOBZA.

[15] Srov. právo na ochranu osobnosti a právo na výmaz dle obecného nařízení na ochranu osobních údajů.

[16] Ust. § 514 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

[17] Srov. DĚDIČ, ŠOVAR, MIKULA.

[18] Srov. definici Antonína Randy: *„…jestli jest právo s listinou – obsah jeho naznačující – takovým způsobem sloučeno, že právem toliko prostředkem listiny vládnouti možno jest, tudíž zcizení a jakýkoliv výkon práva jedině listinou se zprostředkuje, mluvíme o „cenných papírech (Werthpapiere)“* (Randa, 1889, s. 1 an.).

[19] Srov. ŠVESTKA, Jiří, DVOŘÁK, Jan, a kol. Občanské právo hmotné 2: Díl třetí: Závazkové právo. Páté vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 546. ISBN 978-80-7375-473-4. Str. 320.

[20] Srov. VLÁDA ČR: Důvodová zpráva k zákonu č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, č. 89/2012 Dz.

[21] Srov. konzultaci Ministerstva financí, otázka č. 9.

[22] Srov. § 562 a § 3026 OZ.

[23] Srov. § 42 odst. 1 zákona č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, ve znění pozdějších předpisů.

[24] Srov. POLČÁK, R. Elektronické právní jednání – změny, problémy a nové možnosti v zákoně č. 89/2012 Sb. In XXI. Karlovarské právnické dny. Praha: Leges, 2013, str. 81.

[25] Srov. MATES, P., SMEJKAL, V. E-Government v České republice: Právní a technologické aspekty. 2., podstatně přepracované a rozšířené vydání. Praha: Leges, 2012.

[26] Srov. POLČÁK, Právo informačních technologií, str. 216; SMUTNÝ, Velký komentář k OZ, str. 322 a MATES, E-Government v České republice.

[27] Srov. DĚDIČ, ŠOVAR, MIKULA.

[28] U hashovací funkce SHA-256 bude unikátnost takového hashe 1:115792089237316195423570985008687907853269984665640564039457584007913129639936, k dispozici >>> zde.

[29] Srov. konzultaci Ministerstva financí, str. 25.

[30] Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU. In: EUR-Lex[právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 14. 4. 2019]. K dispozici >>> zde.

[31] Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

[32] Srov. DĚDIČ, ŠOVAR, MIKULA.

[33] Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU.

[34] HOBZA, Martin. ICO a tokeny optikou práva kapitálového trhu: mohou být tokeny investičními cennými papíry?. Bulletin advokacie. 2019, č. 3, s. 41-46.

[35] Tyto změny lze očekávat zejména s přihlédnutím k DLT rezoluci Evropské komise a závěrů plynoucí z monitorovací činnosti Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (K dispozici >>> zde).

© EPRAVO.CZ – Sbírka zákonů, judikatura, právo | www.epravo.cz

Další články:

- Oceňování senior center a domovů se zvláštním režimem v nemovitostních fondech
- Změna výroby na příkaz mateřské společnosti bez finanční kompenzace vzniklých ztrát? Judikát NSS, který mění pohled na převodní ceny
- Novinky z české a evropské regulace finančních institucí za měsíc prosinec 2025
- Odpočet na výzkum a vývoj v roce 2026
- Zaměstnanecké akcie (ESOP) v roce 2026: co přináší novela a jak se na ni připravit
- Ústavní soud vymezil hranice závaznosti trestního rozsudku pro rozhodování správních soudů v daňových věcech
- Regulatorní posun v oblasti platebních služeb: Stanovisko ČNB k minimální uživatelské zkušenosti mění podmínky pro Open Banking
- Několik otázek k postavení podlimitních správců kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu v českém právním řádu
- Využívání holdingových struktur a na co si dát pozor
- Možné důsledky nesprávného použití AI v procesních podáních
- Územní plán jako klíčový faktor při oceňování pozemků