

UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

Markéta Valušková

**Budoucnost regulace kryptoaktiv na území
Evropské unie**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Aneta Vondráčková, Ph.D.

Katedra evropského práva

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 3. října 2021

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracovala samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 293 530 znaků včetně mezer.

Markéta Valušková
diplomantka

V Praze dne 3. října 2021

Poděkování

Tímto bych ráda poděkovala JUDr. Anetě Vondráčkové, Ph.D., za vedení mé diplomové práce a za její cenné rady a připomínky. Rovněž bych ráda poděkovala své rodině a přátelům, že semnou psaní této práce ustavičně konzultovali, že mi v průběhu její tvorby byli opravdovou oporou a také za to, že to semnou těch několik těžkých měsíců přípravy na dokončení studia vydrželi.

Obsah

Seznam použitých zkratek.....	6
Úvod.....	9
1. Technologie distribuované účetní knihy.....	13
1.1. Základní aspekty fungování DLT.....	14
1.2. Typy DLT a možnosti využití.....	17
1.3. Shrnutí.....	19
2. Stručná historie, terminologie a taxonomie kryptoaktiv na půdě EU.....	21
2.1. Stručný pohled do historie.....	21
2.2. Virtuální měny.....	23
2.3. Digitální měny.....	26
2.4. Kryptoaktiva.....	27
2.4.1. Platební tokeny, investiční tokeny a užité tokeny.....	29
2.5. Virtuální aktiva.....	31
2.6. Shrnutí a výběr <i>nejvhodnější</i> terminologie.....	32
3. Současná regulace kryptoaktiv na úrovni EU.....	33
3.1. Legislativa v oblasti finančních služeb.....	33
3.1.1. Kryptoaktiva jako elektronické peníze.....	34
3.1.2. Kryptoaktiva jako finanční nástroje.....	35
3.1.3. Regulace kryptoaktiv klasifikovaných jako finanční nástroje a její nedostatky....	39
3.1.4. Rizika kryptoaktiv nacházejících se mimo působnost unijní finanční regulace....	41
3.2. Legislativa v oblasti AML-CFT.....	44
3.3. Shrnutí.....	46
4. Návrh první komplexní regulace kryptoaktiv na území Evropské unie.....	49
4.1. Balíček digitálních financí.....	49
4.2. Legislativní akty tvořící Balíček digitálních financí.....	50
5. Nařízení o trzích s kryptoaktivy.....	53
5.1. Oblast působnosti a definice.....	55
5.1.1. Kritická analýza.....	57
5.1.1.1. Kryptoaktiva.....	58
5.1.1.2. Další definice.....	60
5.2. Nabízení kryptoaktiv veřejnosti a žádost o jejich přijetí k obchodování.....	63
5.2.1. Kritická analýza.....	66
5.2.1.1. Absence ex ante schválení.....	67
5.2.1.2. Výjimky z povinností týkajících se bílé knihy.....	68
5.2.1.3. Vydavatel kryptoaktiv.....	68

5.2.1.3.1.Kritéria decentralizace a americký přístup.....	69
5.2.1.3.2.MiCA.....	72
5.3.Stablecoiny	76
5.3.1.Ex ante povolení	76
5.3.2.Další specifické požadavky	77
5.3.2.1.Práva udělována držitelům stablecoinů	77
5.3.2.2.Kapitálové požadavky a rezerva aktiv	79
5.3.3.Globální stablecoiny	81
5.3.4.Kritická analýza	81
5.3.4.1.Restriktivní okruh vydavatelů EMT	82
5.3.4.2.Nedostatek proporcionality	84
5.4.Poskytovatelé služeb souvisejících s kryptoaktivy	87
5.4.1.Kritická analýza	90
5.4.1.1.Regulatorní režim pro podniky ze třetích zemí.....	91
5.5.Spolupráce, výkon dohledu a přechodná a závěrečná ustanovení	93
5.6.Shrnutí	94
Závěr.....	97
Seznam použitých zdrojů	103
Abstrakt	124
Abstract	125

Seznam použitých zkratek

5. AML směrnice	Směrnice Evropského parlamentu a rady (EU) 2018/843 ze dne 30. května 2018, kterou se mění směrnice (EU) 2015/849 o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo financování terorismu a směrnice 2009/138/ES a 2013/36/EU. Úř. věst. L 156, 19. června 2018
6. AML směrnice	Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2018/673 ze dne 23. října 2018 o boji vedeném trestněprávní cestou proti praní peněz. Úř. věst. L 284, 12. listopadu 2018
AIFMD	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010. Úř. věst. L 174, 1. července 2011
AML zákon	Zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu, ve znění pozdějších předpisů.
ART	Token vázaný na aktiva
BCBS	Basilejský výbor pro bankovní dohled
BIS	Banka pro mezinárodní vypořádání
CASP	Poskytovatel služeb souvisejících s kryptoaktivy
CBDC	Digitální měna centrální banky
CRD	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/336/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnic 2006/48/ES a 2006/49/ES. Úř. věst. L 176, 27. června 2013
CRR	Nařízení Evropského parlamentu a rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. Úř. věst. L 176, 27. června 2013
CSDR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnic 98/26/ES a 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 236/2012. Úř. věst. L 257, 28. srpna 2014
DApps	Decentralizované aplikace
DAO	Decentralizovaná autonomní organizace

De-Fi	Decentralizované finance
DFS	Strategie EU v oblasti digitálních financí
DLT	Technologie distribuované účetní knihy
EBA	Evropský orgán pro bankovníctví
ECB	Evropská centrální banka
ECON	Evropský hospodářský a měnový výbor
EESC	Evropský hospodářský a sociální výbor
EMD2	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/110/ES ze dne 16. září 2009 o přístupu k činnosti institucí elektronických peněz, o jejím výkonu a o obezřetnostním dohledu nad touto činností, o změně směrnic 2005/60/ES a 2006/48/ES a o zrušení směrnice 2000/46/ES. Úř. věst. L 267, 10. října 2009
EMIR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů. Úř. věst. L 201, 27. července 2012
EMT	Elektronický peněžní token
ESMA	Evropský orgán pro cenné papíry a trhy
FATF	Finanční akční výbor
FINMA	Švýcarský orgán dohledu nad finančním trhem
FSB	Rada pro finanční stabilitu
ICOs	Initial Coin Offerings
MAR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES. Úř. věst. L 173, 12. června 2014
MiCA	Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937. COM(2020) 593 final. 2020/0265(COD)
MiFID II	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. Úř. věst. L 173, 12. června 2014

MiFIR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. Úř. věst. L 173, 12. června 2014
NFT	Nezastupitelný token
Oblast AML-CFT	Oblast boje proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
P2P	Peer-to-peer
PACTE law	LOI n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises
PRR	Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o pilotním režimu pro tržní infrastruktury vedené na technologii sdíleného registru. COM(2020) 594 final. 2020/0267(COD)
PSD2	Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/2366 ze dne 25. listopadu 2015 o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice 2002/65/ES, 2009/110/ES a 2013/36/EU a nařízení (EU) č. 1093/2010 a zrušuje směrnice 2007/64/ES. Úř. věst. L 337, 23. prosince 2015
SEC	Komise pro cenné papíry a burzy
SFD	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/44/ES ze dne 6. května 2009, kterou se mění směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry a směrnice 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění, pokud jde o propojené systémy a pohledávky z úvěru. Úř. věst. L 146, 10. června 2009
SMEs	Malé a střední podniky
SMP	Strategie EU pro malé platby
UCITS	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP). Úř. věst. L 302, 17. listopadu 2009
WEF	Světové ekonomické fórum

Úvod

Blockchain. Technologie distribuované účetní knihy (DLT). Kryptoaktiva. Fenomény, jež byly v posledním desetiletí předmětem pozornosti nadšenců z řad odborné i laické veřejnosti po celém světě. Z technologického hlediska byla řada experimentů a pilotních projektů vybudovaných na DLT úspěšná a prokázala potenciál využití v celé řadě odvětví, finanční sektor nevyjímaje. Zavádění a aplikace nových technologií s sebou ovšem přináší množství výzev, překonávání doposud nezdolaných překážek a hledání odpovědí na nově vyvstávající otázky, včetně těch v oblasti právní regulace. Čím více osob začalo potenciál DLT a kryptoaktiv spatřovat a čím více se rozšiřovala jejich adopce a využívání, tím častěji se podniky i regulatorní a dohledové orgány dostávaly do styku s otázkami *jestli*, případně *jak* lze DLT a kryptoaktiva prostřednictvím stávající legislativy regulovat.

Ačkoliv je idea distribuovaných databází a privátních elektronických peněz stará již několik desetiletí, větší pozornost začala být této oblasti ze strany veřejnosti a s ní také příslušných orgánů věnována až od roku 2017, kdy došlo k velkému rozvoji tzv. ICOs, projektů, které byly v řadě případů pouhými podvody vedoucími k nemalým finančním ztrátám velkého množství investorů.

V prvních pár letech zaměřily orgány EU své úsilí na zmírnění rizik praní peněz a financování terorismu a s tím související ochranu spotřebitelů. S výjimkou přijetí tzv. 5. AML směrnice¹ byla aktivita evropských orgánů omezena na vydávání nelegislativních opatření ve formě doporučujících stanovisek a varování. Ve svých vyjádřeních pak evropské orgány docházely k závěrům, že evropská legislativa je pro regulaci významné části kryptoaktiv zcela nedostatečná, což bylo příčinou aktivity řady vnitrostátních zákonodárců, kteří začali přistupovat k přijímání vlastní legislativy týkající se kryptoaktiv. Nejednotnost přístupů s sebou však přináší značné nevýhody a rizika nejen pro osoby v sektoru kryptoaktiv podnikající či využívající jeho možnosti, ale také pro orgány usilující o regulaci a dohled této oblasti. Stále rostoucí aktivita na trhu kryptoaktiv, právní nejistota ohledně aplikace a výkladu evropské legislativy, související komplikace při přeshraničním výkonu činnosti a zvyšující se okruh rizik vyvstávajících z aktivit spojených s kryptoaktivy prokázaly nakonec potřebu reakce též ze strany evropských orgánů.

Namísto separátních řešení jednotlivých problémů a výzev vyvolaných užíváním DLT a kryptoaktiv se Evropská komise rozhodla přijít s komplexním řešením ve formě nového tzv.

¹ Směrnice Evropského parlamentu a rady (EU) 2018/843 ze dne 30. května 2018, kterou se mění směrnice (EU) 2015/849 o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo financování terorismu a směrnice 2009/138/ES a 2013/36/EU. In: *Úř. věst. L 156*, 19. června 2018.

Balíčku digitálních financí, jehož klíčovou součástí tvoří dva legislativní návrhy věnující se DLT a kryptoaktivům, konkrétně návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o trzích s kryptoaktivy (dále jen *MiCA*)² a návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o pilotním režimu pro tržní infrastruktury vedené na technologii sdíleného registru (dále jen *PRR*)³. Ačkoliv jsou oba zmíněné návrhy pro budoucnost regulace kryptoaktiv na území EU zcela klíčové, z důvodu omezeného rozsahu diplomové práce jsem se rozhodla se v té své věnovat pouze jednomu z nich, a to návrhu nařízení *MiCA*, který může dle mého názoru představovat přelomový bod v regulaci kryptoaktiv na půdě EU. Rozbor návrhu *MiCA* bude tvořit podstatnou část této práce, pro niž jsem si zvolila dva dílčí, vzájemně související cíle.

Prvním cílem mé diplomové práce je představit a zároveň také analyzovat aktuální unijní právní rámec vztahující se na kryptoaktiva, protože je nejprve třeba vymezit obsah pojmu kryptoaktivum a dalších souvisejících pojmů a přiblížit vývoj přístupu k nim na úrovni EU, a dále upozornit na největší nedostatky současné právní úpravy. Náležité vypořádání se s prvním cílem je nezbytným předpokladem pro dosažení druhého a hlavního cíle této práce, kterým je rozbor nejnovějšího návrhu regulace kryptoaktiv vytvořeného na půdě EU, návrhu *MiCA*. V rámci druhého cíle představím, v čem nejnovější unijní návrh spočívá, popíšu a identifikuji, jaké jsou jeho základní charakteristiky, nejvýznamnější přednosti i nevýhody a nakonec se pokusím navrhnout, jak nalezené nedostatky řešit. S uvedenými cíli úzce souvisejí výzkumné otázky, jež jsem si pro svou práci vymezila následovně: *Jaký je současný stav regulace kryptoaktiv na unijní úrovni a proč potřebuje reformovat? Je návrh MiCA vhodným řešením nedostatků aktuálně platné právní úpravy a tedy vhodným představitelem budoucí regulace kryptoaktiv na území EU?*

Abych dosáhla všech stanovených cílů a nalezla odpovědi na vymezené výzkumné otázky, rozčlenila jsem práci systematicky do pěti různě obsáhlých kapitol, z nichž každá je dále větvena na podkapitoly.

Jelikož jsou kryptoaktiva neoddělitelně spjata s technologií distribuované účetní knihy neboli DLT, bude úvodní kapitola této práce spíše technického rázu. Jejím smyslem bude čtenáře relativně stručným, ale pro účely této práce dostatečně podrobným způsobem seznámit se základními aspekty fungování DLT, jejími specifiky oproti jiným databázovým strukturám, rozdíly mezi jednotlivými typy DLT a také s možnostmi jejího využití v praxi. V této souvislosti

² EVROPSKÁ KOMISE. *Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937*. [online]. Brusel: Evropská Komise, 24. září 2020 [cit. 2021-03-05]. COM(2020) 593 final. 2020/0265(COD). Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0593&from=EN>

³ EVROPSKÁ KOMISE. *Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o pilotním režimu pro tržní infrastruktury vedené na technologii sdíleného registru*. [online]. Brusel: Evropská komise, 24. září 2020 [cit. 2021-03-05]. COM(2020) 594 final. 2020/0267(COD). Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0594&from=EN>.

je bezesporu důležité zmínit také tzv. smart contracty a decentralizované aplikace, jimiž se budu v první kapitole rovněž krátce zabývat.

V druhé kapitole již přistoupím k problematice právní, a to především k představení fenoménu kryptoaktiv a jeho charakteru z pohledu různých unijních orgánů. Úvodem nejprve shrnu evoluci ideje kryptoaktiv a příčiny stojící za jejím vznikem, včetně uvedení jejich významných podporovatelů, na což navážu popisem a analýzou historického vývoje aktivit a přístupů vybraných orgánů EU k definování pojmu kryptoaktivum, ale také k vymezení obsahu jiných, v této souvislosti běžně, někdy také vzájemně zaměnitelně, užívaných termínů, kterými jsou především označení kryptoměna, virtuální či digitální měna, nebo pojem virtuální aktivum. Pozornost bude věnována také rozdílům mezi jednotlivými užívanými termíny, přičemž rovněž uvedu, proč se přikláním k užívání označení kryptoaktivum.

V třetí kapitole svou pozornost zaměřím na aktuálně platný právní rámec EU a jeho analýzu v souvislosti s aplikací na kryptoaktiva. První, obsáhlejší podkapitolu věnuji rozboru možností regulace jednotlivých typů kryptoaktiv prostřednictvím právních předpisů v oblasti finančních služeb, zatímco předmětem druhé části bude právní úprava zaměřená na boj proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu v souvislosti s kryptoaktivy. Úkolem třetí kapitoly však bude nejen představit současné možnosti regulace kryptoaktiv v EU, ale také zhodnotit vhodnost stávajícího právního rámce ve vztahu ke kryptoaktivům a prezentovat jeho nejpodstatnější nedostatky, jež byly příčinou vytvoření zcela nové, komplexní unijní regulace kryptoaktiv.

Čtvrtá a pátá kapitola pak budou věnovány právě zmíněné navržené legislativě ztělesněné především v návrzích nařízení MiCA a PRR, jež představují budoucnost regulace kryptoaktiv na území EU. Smyslem velmi stručné čtvrté kapitoly bude seznámit čtenáře s pozadím nově navrhované regulace kryptoaktiv, především její postavení v rámci širšího souboru právně závazných i nezávazných materiálů zaměřených na rozvoj finančních inovací, tzv. Balíčku digitálních financí, jehož je součástí, a dále představit vzájemné souvislosti a cíle těchto aktů, a to zejména s ohledem na tu jeho část věnovanou kryptoaktivům.

Konečně pátá, tedy závěrečná, ale zároveň hlavní a nejobsáhlejší kapitola této práce se bude zabývat již zmiňovaným návrhem MiCA. Cílem této poslední kapitoly je představit základní aspekty a principy, na nichž je MiCA založena a současně ji kriticky zhodnotit, co do výhod i nedostatků, které verze dostupná při psaní této práce obsahuje. Pokusím se upozornit na potencionálně nejproblematičtější části, které by měly být před finálním přijetím nařízení unijními orgány adresovány, a čtenář nebude ochuzen ani o nástin návrhů řešení, jež by mohly dle mého přesvědčení k řešení nalezených nedostatků přispět. Vzhledem ke svému širokému rozsahu bude závěrečná kapitola rozčleněna do pěti podkapitol reflektujících strukturu návrhu MiCA,

příčemž v každé podkapitole, s výjimkou podkapitoly páté, nejprve uvedu právní problematiku, která je předmětem příslušné části, a způsob její regulace v MiCA, a následně provedu kritickou analýzu prezentovaného regulatorního řešení.

Vzhledem k aktuálnosti zvoleného tématu a omezenému rozsahu odborné monografie budu při psaní této práce čerpat z velké části z internetových pramenů, a to dostupných převážně v anglickém jazyce. Primárním zdrojem mi budou právní předpisy přijaté na úrovni EU a v kapitole čtvrté a páté pak návrhy legislativy předložené Evropskou komisí v září roku 2020. Významnými zdroji budou dále vyjádření a stanoviska vybraných unijních orgánů a také zpětné vazby relevantních vnitrostátních, unijních i mezinárodních organizací, institucí a jiných subjektů zaslaných v rámci legislativního procesu k návrhu MiCA. V neposlední řadě zdroje doplním odbornými studiemi, publikacemi, příspěvky a články, a to jak v elektronické, tak tištěné podobě.

Co se týče výzkumných metod, budu v této práci aplikovat hlavně metody popisu, analýzy a následného výkladu, které použiji za účelem vysvětlení a následné zkoumání pojmů relevantních pro tuto práci a také pro vyvození závěrů o nedostacích jak současné, tak navrhované budoucí evropské regulace kryptoaktiv. Text doplním rovněž kritickými úvahami *de lege ferenda*, v rámci nichž předložím návrhy, jak by dle mého názoru mohly být určité nedostatky navrhované právní úpravy kryptoaktiv řešeny.

Na úplný závěr této úvodní pasáže považuji za vhodné poskytnout čtenáři vysvětlení, proč rozsah této práce výrazně přesahuje stanovený minimální rozsah diplomových prací. Kryptoaktiva a technologie s nimi spojené jsou stále ještě relativně novým, pro velkou část populace neprobádaným a nedostatečně pochopeným odvětvím, které v sobě kombinuje znalosti z oborů technických, ekonomických, ale také právních a které teprve ve svém souhrnu poskytují komplexní pohled na uvedené fenomény. Považovala jsem tudíž za vhodné představit tuto problematiku nejen z hlediska právního, pokrývajícího převážnou část této práce, ale stručně také z hlediska technologického a historického, které by měly napomoci lepšímu porozumění následné právní analýze. Zároveň, rozbor možné budoucí právní regulace kryptoaktiv nelze dost dobře provést bez alespoň určité úrovně znalosti regulace současné. V neposlední řadě, samotný návrh nařízení MiCA včetně jeho úvodních ustanovení čítá více než sto padesát stran, z nichž téměř každá tvoří nepostradatelnou součást kompletního celku, a podstatný obsah návrhu a jeho následný rozbor lze proto jen těžko zvládnout na pár stránkách. Ze všech těchto důvodů jsem přesvědčena, že pro nikoliv pouze povrchní, ale v rámci možností komplexní analýzu budoucí regulace kryptoaktiv bylo třeba standardní rozsah diplomových prací značně překročit. Věřím však, že stránky navíc nebudou na škodu, ale naopak čtenáři pomohou odvětví kryptoaktiv lépe porozumět a při nejlepším v něm vzbudí zájem se touto problematikou zabývat podrobněji.

1. Technologie distribuované účetní knihy

Technologie distribuované účetní knihy⁴ neboli DLT (z angl. *Distributed Ledger Technology*), nezářídka kdy nesprávně označovány po svém nejznámějším představiteli jako *blockchainové technologie* nebo pouze *blockchain*⁵, se v nedávných letech staly předmětem zájmu osob po celém světě. Blockchain se, na rozdíl od své mateřské technologie DLT, do širšího povědomí veřejnosti dostal v souvislosti se vznikem kryptoaktiva Bitcoin v roce 2009. Cílem Satoshiho Nakamota, tvůrce Bitcoinu, jehož pravá identita je dodnes neznámá, bylo vytvořit elektronický platební systém, v němž by bylo možné bezpečně převádět hodnoty bez potřeby důvěryhodných třetích stran⁶. Tyto důvěryhodné třetí strany Nakamoto nahradil důvěryhodnou technologií, za kterou považoval nejen on, ale dodnes považuje i mnoho dalších právě blockchain. Jak shrnuje Antonopoulos, blockchain představuje přechod od důvěry v lidi k důvěře v matematiku⁷.

Ačkoliv jsou blockchain a DLT již od svého počátku úzce spjaty s Bitcoinem, resp. kryptoaktivity obecně, potenciál jejich využití se postupem času posunul mnohem dále. Možnosti DLT jsou v současné době uvažovány v celé řadě dalších oblastí jako např. finance⁸, obchod, logistika, státní správa⁹, digitální identita, zemědělství nebo zdravotnictví¹⁰, včetně v posledních měsících hojně diskutovaných vakcinačních certifikátů¹¹, a někteří věří, že by tento druh technologie mohl přinést změny ve fungování celých společností¹².

⁴ V českém prostředí se můžeme setkat také s označeními *technologie distribuovaných záznamů* nebo *technologie sdíleného registru*.

⁵ Blockchain je specifickým typem DLT, jenž se vyznačuje tím, že data a transakce jsou v něm organizovány do bloků, které jsou pomocí hash funkcí a časových razítek řetězeny dohromady (proto označení *blockchain* – řetězec bloků). Dalšími typy DLT jsou např. datové struktury Orientovaného acyklického grafu (ve zkratce DAG) nebo Tempo.

⁶ NAKAMOTO, Satoshi. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. In: *Bitcoin.org*. [online]. 2008 [cit. 2021-02-01]. Dostupné z: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> s. 1.

⁷ ANTONOPOULOS, Andreas. *Bitcoin security model: trust by computation: A shift from trusting people to trusting math*. [online]. 20. února 2014 [cit. 2021-7-1]. Dostupné z: <http://radar.oreilly.com/2014/02/bitcoin-security-model-trust-by-computation.html>.

⁸ ECB. *The use of DLT in post-trade processes* [online]. Frankfurt nad Mohanem, Duben 2021 [cit. 2021-7-3]. ISBN 978-92-899-4732-9. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.20210412_useofdltposttradeprocesses~958e3af1c8.en.pdf.

⁹ VAN NIEKERK, Matthew. How blockchain can help dismantle corruption in government services. In: *Weforum*. [online]. World Economic Forum, 5. července 2021 [cit. 2021-7-5]. Dostupné z: <https://www.weforum.org/agenda/2021/07/blockchain-for-government-systems-anti-corruption/>.

¹⁰ NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1*. [online]. Washington DC: World Bank Group, 2017 [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/177911513714062215/distributed-ledger-technology-dlt-and-blockchain.s.22>.

¹¹ QUARMBY, Brian. San Marino approves VeChain eNFT vaccination certificate that's verifiable worldwide. In: *Cointelegraph*. [online]. Cointelegraph, 2. července 2021 [cit. 2021-7-2]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/news/san-marino-approves-vechain-enft-vaccination-certificate-that-s-verifiable-worldwide>.

¹² TAPSCOTT, Don a Alex TAPSCOTT. *Blockchain Revolution: How the Technology behind Bitcoin is Changing Money, Business and the World* [online]. Penguin Random House, 2016 [cit. 2021-7-3]. ISBN 9781101980156. Dostupné z: https://itig-iraq.iq/wp-content/uploads/2019/05/Blockchain_Revolution.pdf. s. 31 – 32.

Velký potenciál je DLT přisuzován především ve finančním sektoru, a to například pro provádění přeshraničních plateb, emitování, obchodování a vypořádání obchodů s cennými papíry, financování rozvoje podniků, vytváření a správy evidencí nebo poskytování služeb jako jsou půjčky, pojištění a mnoho dalšího¹³. Jak bylo zmíněno v nedávném stanovisku Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy: *DLT má potenciál vylepšit současné procesy napříč finančním hodnotovým řetězcem z hlediska rychlosti, transparentnosti, přístupu na trh a efektivnosti*¹⁴.

Právě z důvodu širokého okruhu výhod, jež by mohlo zavedení DLT představovat pro stávající procesy na finančních trzích, byl představen jeden ze dvou klíčových legislativních návrhů v oblasti kryptoaktiv a DLT, jímž je v úvodu zmíněný návrh PRR, který nicméně není předmětem této práce.

Přestože je tato práce zaměřena na právní problematiku, považuji s ohledem na specifika technologie distribuované účetní knihy a kryptoaktiv za nutné nejprve ve stručnosti představit základní technické aspekty jejího fungování, jelikož jejich porozumění je základem pro úspěšné provedení následné právní analýzy.

1.1. Základní aspekty fungování DLT

Technologie distribuované účetní knihy bývají zjednodušeně popisovány jako novodobá forma účetních knih, resp. databází. Zatímco tradiční databáze umisťují, ukládají a udržují informace na jednom nebo několika málo místech řízených a spravovaných centrální entitou garantující jejich správnost, v DLT jsou data rozprostřena a uchovávána na více místech kontrolovaných nezávislými, internetem propojenými subjekty (zvanými *uzly*, z angl. *nodes*), které na svých zařízeních uchovávají identické verze sdílené databáze. Protože jsou veškerá data sdílena mezi uzly, nazývá se databáze jako distribuovaná¹⁵.

Právě ve skutečnosti, že veškerá data uchovávají jednotliví účastníci sítě¹⁶, nikoliv ústřední autorita jako u tradičních centralizovaných databází¹⁷, spočívá jedna z hlavních výhod DLT, kterou je její odolnost. Z důvodu sdílení záznamů výpadek jednoho uzlu neznamena selhání dalších uzlů, případně kolaps celé sítě, a databáze tak může být uchovávána tak dlouho, dokud ji

¹³ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1*. [cit. 2021-7-3]. s. 22.

¹⁴ ESMA. *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities. No 1, 2021*. [online]. Paříž: ESMA, 17. března 2021 [cit. 2021-03-17]. ISBN 978-92-95202-41-2. ESMA50-165-1524. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1524_trv_1_2021.pdf s. 45.

¹⁵ BRUMMER, Chris. *Cryptoassets: Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*. New York: Oxford University Press, 2019, s. 455. ISBN 9780190077327. s. 49.

¹⁶ Op. cit. BRUMMER, Chris. s. 49.

¹⁷ ESMA. *Report: The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*. [online]. Paříž: ESMA, 7. února 2017 [cit. 2021-02-05]. ISBN 978-92-899-3015-4. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/dlt_report_-_esma50-1121423017-285.pdf.

udržuje alespoň jeden uzel tvořící danou síť¹⁸. Zároveň, jelikož všechny uzly uchovávají shodnou, pravidelně aktualizovanou verzi databáze a každý z uzlů má přístup k celé historii záznamů a transakcí uskutečněných v této síti, je databáze plně synchronizovaná a transparentní, což vede k vysoké úrovni bezpečnosti sítě¹⁹. Na druhou stranu, sdílení dat všemi uzly může v některých případech vyvolávat problémy se zachováním soukromí účastníků²⁰.

Klíčovým rozdílem DLT oproti tradičním distribuovaným databázovým architekturám je, že DLT eliminuje potřebu důvěryhodné centrální autority jak pro zajišťování integrity dat, tak pro zprostředkování komunikace mezi jednotlivými uzly. V sítích založených na DLT spolu uzly komunikují napřímo neboli peer-to-peer, zkráceně P2P (v překladu *rovný s rovným*)²¹ bez potřeby centrálního serveru²². Centrální server není potřeba ani k řízení jejich operací a rozhodování o stavu databáze, naopak, rozhodovacích operací se účastní každý uzel samostatně a konečné chování sítě je pak výsledkem souhrnu rozhodnutí jednotlivých uzlů²³.

Pro zajištění integrity a soudržnosti dat mezi uzly se namísto centrálního ověřování využívají mechanismy konsensu neboli konsenzuální algoritmy²⁴. Konsenzuální mechanismus je protokol, který slouží k dosahování skupinové shody ohledně stavu sítě²⁵, čímž následně dochází také k její aktualizaci. Aby došlo tak k aktualizaci databáze, je třeba, aby se stanovená většina účastníků předem definovaná v konsenzuálním algoritmu shodla na tom, jaká data zaznamenat, a současně aby byla data vytvořena čestným účastníkem (*honest node*)²⁶. Nečestný účastník je takový, který se snaží narušit fungování sítě jejím užíváním způsobem, pro nějž nebyla zamýšlena, např. se snaží zneužít pravidla konsensu k neoprávněnému převodu aktiv²⁷. Právě konsenzuální mechanismy slouží k řešení konfliktů mezi více uzly s rozpornými návrhy na zápis nových dat, čímž je umožněno, na rozdíl od systémů řízených centrálně, bezpečné fungování i v prostředí s nečestnými účastníky²⁸. Současně je tímto zajištěno správné řazení dat a je zabráněno převzetí

¹⁸ Op. cit. BRUMMER, Chris. s. 42.

¹⁹ FOX, David a Sarah GREEN. *Cryptocurrencies in public and private law*. United States of America: Oxford University Press, 2019, s. 358. ISBN 978-0-19-882638-5. s. 1 – 2.

²⁰ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1*. [cit. 2021-7-3]. s. 20.

²¹ Peer-to-peer. In: *Wikipedia: the free encyclopedia* [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, Inc., 2001, 11. června 2020 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: <https://cs.wikipedia.org/wiki/Peer-to-peer>.

²² Op. cit. BRUMMER, Chris. s. 42.

²³ Op. cit. BRUMMER, Chris. s. 42 – 43.

²⁴ RAUCHS, Michel et. al. *Distributed Ledger Technology Systems: A Conceptual Framework*. [online]. Cambridge: Cambridge Centre for Alternative Finance, University of Cambridge, Srpen 2018. [cit. 2021-02-11]. Dostupné z: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2018-10-26-conceptualising-dlt-systems.pdf> s. 22.

²⁵ ZHANG, Rui, XUE, Rui, LIU, Ling. Security and Privacy on Blockchain. In: *ACM Digital Library*. [online]. ACM, Inc., Červenec, 2019. [cit. 2021-03-19]. Dostupné z: <http://doi.acm.org/10.1145/3316481>. s. 19.

²⁶ Op. cit. FOX, David a Sarah GREEN. s. 2 – 3.

²⁷ Op. cit. RAUCHS, Michel et. al. *Distributed Ledger Technology Systems: A Conceptual Framework*. [cit. 2021-02-11]. s. 22

²⁸ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1*. [cit. 2021-7-3]. s. 6.

sítě nečestnými účastníky, včetně řešení problému tzv. dvojí útraty²⁹. Jakmile je konsensu dosaženo, každý uzel aktualizuje kopii databáze na svém zařízení a dochází k synchronizaci celé sítě³⁰.

Druhů konsenzuálních algoritmů je mnoho a konkrétní výběr je závislý na předem definovaném nastavení sítě³¹. Nejznámějším a nejpoužívanějším mechanismem konsensu je metoda zvaná důkaz prací, běžně známá také pod anglickým názvem *proof-of-work*, využívána mimo jiné v síti Bitcoin³². V systému proof-of-work se za účelem ověření dat množství uzlů snaží vyřešit matematický rébus, k jehož řešení je třeba vynaložení značného množství energie (proto označení důkaz prací)³³. Právě z důvodu energetické náročnosti bývá tato metoda často kritizována³⁴. Vítěz je za správné řešení, jehož správnost je ověřena ostatními účastníky sítě, odměněn, čímž dochází k tvorbě nových jednotek daného kryptoaktiva a účastníci jsou tímto zároveň motivováni k udržování sítě v chodu³⁵. Proces ověřování transakcí a vytváření nových jednotek se označuje z důvodu své náročnosti jako těžba a jednotliví účastníci jako těžaři³⁶.

Celý mechanismus zaznamenávání, uchovávání a ověřování dat dosahováním konsensu funguje a je zabezpečen prostřednictvím rozsáhlého použití kryptografie³⁷, metody zajišťující integritu dat prostřednictvím šifrovacích technik³⁸. DLT využívají metody asymetrické kryptografie, která k zašifrování a dešifrování informací využívá odlišné klíče - soukromý (*private*) a veřejný (*public*)³⁹. Díky kryptografickým nástrojům užívaným v distribuovaných sítích je téměř nemožné⁴⁰ existující data jednostranně měnit. Zároveň je pomocí kryptografie zajištěna (pseudo)anonymita identity jednotlivých uzlů, jejíž úroveň se liší podle technologického nastavení jednotlivých systémů a také způsobu chování konkrétních účastníků.

²⁹ Ibid.

³⁰ Op. cit. FOX, David a Sarah GREEN. s. 3

³¹ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1*. [cit. 2021-7-3]. s. 6.

³² Energeticky úspornou alternativu k proof-of-work představuje metoda proof-of-stake – v českém předkladu důkaz podílem. Zatímco v systémech proof-of-work může být těžařem jakýkoliv účastník sítě, v systémech využívajících algoritmu proof-of-stake je okruh těžařů zvaných validátoři (nedochází k těžbě, tj. řešení energeticky náročných matematických operací), omezen pouze na ty uzly, které disponují jednotkami kryptoaktiva dané sítě a jejich část uzamkli prostřednictvím provedení speciální transakce jako vklad (*stake*).

³³ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1*. [cit. 2021-7-3]. s. 6.

³⁴ ROWLATT, Justin. How Bitcoin's vast energy use could burst its bubble. In: *BBC* [online]. BBC, 27. února 2021 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: <https://www.bbc.com/news/science-environment-56215787>.

³⁵ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1*. [cit. 2021-7-3]. s. 6.

³⁶ Op. cit. ZHANG, Rui, XUE, Rui, LIU, Ling. Security and Privacy on Blockchain. [cit. 2021-03-19]. s. 20 - 21.

³⁷ HAYNES, Andrew a Peter YEOH. *Cryptocurrencies and cryptoassets: regulatory and legal issues*. 1st Edition. Informa Law from Routledge, 2020. s. 298. ISBN 978-0-367-47635-5. s. 236.

³⁸ BURDA, Karel. *Kryptografie okolo nás*. 1. vydání. Praha: CZ.NIC, z. s. p. o., 2019. s. 132. ISBN 978-80-88168-49-2. s. 15.

³⁹ Op. cit. BURDA, Karel. s. 21.

⁴⁰ Vždy existuje riziko tzv. 51 % útoku, při kterém je možné již ověřené transakce zvrátit. Útočník v tomto případě použije stejné kryptoaktivum na vstupech více než jedné nové transakce, což vede k problému tzv. dvojité útraty (*double-spending problem*). Tyto útoky se objevují spíše v malých sítích, jelikož v sítích s velkým množstvím účastníků, jako je např. Bitcoin, není vzhledem k obrovské energetické, resp. ekonomické náročnosti prakticky možné takový útok provést.

Dvěma podstatnými atributy infrastruktury založené na DLT jsou tedy:

- schopnost ukládat, zaznamenávat a vyměňovat si data v digitální formě mezi různými stranami s různými vlastními zájmy, a to bez potřeby centrálního administrátora záznamů (tj. peer-to-peer) a bez nutnosti důvěry mezi stranami; a
- způsobilost zajistit, aby nedocházelo k tzv. *dvojím útratám* (tj. stejné aktivum nelze převést vícekrát)⁴¹.

1.2. Typy DLT a možnosti využití

V závislosti na tom, jaký okruh účastníků disponuje přístupovými a ověřovacími právy, lze DLT rozdělovat do několika vzájemně kompatibilních kategorií⁴². Co se týče přístupových práv, lze rozdělovat DLT na veřejné (*public*), kde každý účastník disponuje oprávněním přístupu k datům obsaženým v síti, a soukromé (*private*), ve kterých jsou údaje zpřístupněny pouze omezenému okruhu předem určených účastníků⁴³. V závislosti na tom, zda data do sítě může přidávat a ověřovat kdokoli, nebo pouze omezený okruh účastníků, rozlišujeme DLT bez povolení (*permissionless*) a s povolením (*permissioned*)⁴⁴. Ve skutečnosti se však nejedná o binární kategorizaci, ale stupeň otevřenosti a decentralizace DLT se vždy nachází na určitém spektru⁴⁵. Soukromé DLT, v nichž disponuje ověřovacími právy pouze úzký okruh účastníků, se pak příliš neliší od tradičních centralizovaných databází.

Příkladem veřejné *permissionless* DLT⁴⁶ je již zmiňovaná Bitcoinová síť nebo také blockchain druhého nejpoužívanějšího kryptoaktiva, Ethereum⁴⁷. Obě uvedené sítě, včetně jejich zdrojových kódů, jsou veřejně přístupné a umožňují účast každému, kdo si stáhne a provozuje potřebný software. Fungování Etherea se nicméně oproti Bitcoinu značně liší, a to především svým rozsáhlým využíváním tzv. chytrých kontraktů (*smart contracts*)⁴⁸ a decentralizovaných aplikací, zvaných dApps⁴⁹. Ačkoliv je Ethereum veřejná platforma, slouží často jako základ privátních sítí provozovaných společnostmi jako jsou Microsoft, IBM nebo JPMorgan⁵⁰.

⁴¹ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1.* [cit. 2021-7-3]. s. 2.

⁴² Rozdělení DLT uvedené v této práci je jen jedním z mnoha. DLT lze rozdělovat také na základě jiných hledisek do jinak označovaných kategorií, např. na otevřené vs. uzavřené DLT.

⁴³ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1.* [cit. 2021-7-3]. s. 13.

⁴⁴ Ibid.

⁴⁵ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1.* [cit. 2021-7-3]. s. 11.

⁴⁶ Vzhledem k běžnému používání anglických výrazů v oblasti regulace kryptoaktiv bude v této práci nadále namísto českého dělení DLT na *s povolením* a *bez povolení* užíváno anglické *permissionless* a *permissioned*.

⁴⁷ Ethereum.org. [online]. [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://ethereum.org/en/>.

⁴⁸ RICHARDS, Sam. Introduction to Smart Contracts. In: *Ethereum*. [online]. Březen 8, 2021 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: <https://ethereum.org/en/developers/docs/smart-contracts/>.

⁴⁹ Decentralized applications (dApps). In: *Ethereum*. [online]. [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://ethereum.org/en/dapps/>.

⁵⁰ ELBERT, Tomáš, JEDLINSKÝ, Jakub, STASZKIEWICZ, Maria, LÁNSKÝ, Jan. *Potenciál decentralizovaných technologií pro rozvoj české ekonomiky*. [online]. Česká fintech asociace, z.s., Blockchain Republic Institute, z.ú. Praha: Ministerstvo

Základ chytrých kontraktů popsal v roce 1997 americký počítačový vědec Nick Szabó, který jejich fungování přirovnal k běžným prodejním automatům, které po přijetí stanovené částky vydají objednané zboží⁵¹. Chytré kontrakty jsou v podstatě samovykonatelné počítačové programy běžící na DLT, které slouží k automatickému provádění smluv. Jinými slovy, jakmile se strany dohodnou na kódované verzi transakce, kterou chtějí provést, chytrý kontrakt transakci automaticky provede v okamžiku, kdy dojde ke splnění určitých podmínek zanesených v jeho zdrojovém kódu⁵². Informace o splnění podmínek chytrý kontrakt získává prostřednictvím datových kanálů známých jako orákly (*oracles*). Orákly lze dělit na centralizované, jež opět vyvolávají otázky důvěryhodnosti zapojených třetích stran⁵³, a decentralizované, které se tuto problematiku snaží řešit⁵⁴.

Díky automatizaci bývají chytré kontrakty vyzdvihovány pro svůj potenciál pro zvýšení efektivity a snížení nákladů oproti tradičním systémům využívajícím služeb důvěryhodných třetích stran⁵⁵. Z důvodu existence na DLT jsou jejich podmínky i výsledek transparentní (jde-li o veřejné DLT) a nezměnitelné, aniž by bylo dosaženo potřebného konsensu účastníků sítě, čímž je značně omezeno riziko protistrany⁵⁶. Nezměnitelnost však nemusí být vždy pouze výhodou, a to především v případech chyb provedených při programování chytrých kontraktů, ať už úmyslných nebo ne⁵⁷.

Chytré kontrakty tvoří základ decentralizovaných aplikací, jež jsou obdobou běžně známých aplikací, s tou změnou, že dApps běží na decentralizovaných sítích, nikoliv na jednom zařízení⁵⁸. DApps jsou, stejně jako chytré kontrakty, open-source softwary, jejichž zdrojový kód

průmyslu a obchodu, 2020 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: https://www.mpo.cz/assets/cz/podnikani/digitalni-spolecnost/2020/1/Potencial_decentralizovanych_techologii_pro_rozvoj_ceske_ekonomiky.pdf. s. 13.

⁵¹ SZABO, Nick. Formalizing and Securing Relationships on Public Networks. In: *Satoshi Nakamoto Institute* [online]. 1997 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: <https://nakamotoinstitute.org/formalizing-securing-relationships/>.

⁵² SILLANPÄÄ, Tiffany M. *Freedom to (Smart) Contract: The Myth of Code and Blockchain Governance Law* [online]. IALS Student Law Review, 2. vydání, 7. svazek, 20. října 2020. [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3715647 s. 2.

⁵³ TEEEX. What are Oracles? Smart Contracts, & “The Oracle Problem”. In: *Medium*. [online]. 20. srpna 2019 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: <https://medium.com/@teexofficial/what-are-oracles-smart-contracts-the-oracle-problem-911f16821b53>.

⁵⁴ TIWARI, Anirudh. DeFi oracles, explained. In: *Cointelegraph* [online]. Cointelegraph, 11. září 2020 [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/explained/defi-oracles-explained>.

⁵⁵ EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [online]. Brusel: Evropská Komise, 24. září 2020 [cit. 2021-03-05]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=SWD:2020:380:FIN> s. 22 a 86.

⁵⁶ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1*. [cit. 2021-7-3]. s. 29.

⁵⁷ Op. cit. SILLANPÄÄ, Tiffany M. *Freedom to (Smart) Contract: The Myth of Code and Blockchain Governance Law* [cit. 2021-03-17]. s. 6-9.

⁵⁸ Op. cit. ELBERT, Tomáš, JEDLINSKÝ, Jakub, STASZKIEWICZ, Maria. *Potenciál decentralizovaných technologií pro rozvoj české ekonomiky*. [cit. 2021-03-17]. s. 10.

je veřejný a je publikován pod tzv. otevřenou licenci, která uživatelům umožňuje software studovat, kopírovat, distribuovat či jinak používat k libovolným účelům⁵⁹.

Na principu decentralizovaných aplikací je založena také jedna z nejinnovativnějších a nejrychleji se rozvíjejících sfér trhu kryptoaktiv, tzv. decentralizované finance známé pod zkratkou De-Fi⁶⁰. Stručně řečeno, cílem De-Fi je vytvořit paralelní finanční systém prostý zprostředkovatelů typických pro tradiční finance, který bude přístupný komukoliv a kdykoliv⁶¹. V posledních měsících získává De-Fi na popularitě a stává se stále vyhledávanější a užívanější alternativou k tradičním finančním službám, mj. díky možnosti rychlého a vysokého zisku⁶². Prostřednictvím De-Fi je dnes například možné vzít si půjčku, pojistit se, obchodovat, nebo třeba sázet⁶³.

Oblíbenost decentralizovaných projektů roste nejen z důvodu jejich potenciálu poskytnout alternativu k (ne)důvěryhodným centrálně řízeným systémům, ale také díky rozsáhlým, z decentralizace plynoucím možnostem a výhodám, mezi něž patří automatizace, rychlost, dostupnost, transparentnost a nezměnitelnost dat, jakož i snížení administrativní zátěže a provozních nákladů⁶⁴. Nicméně je třeba dodat, že decentralizace s sebou přináší také určité významné výzvy a rizika jak po technologické stránce, a to zejména v omezené škálovatelnosti a interoperabilitě jednotlivých sítí i na nich běžících projektů a spolehlivosti užitého softwaru⁶⁵, tak po stránce právní, vyplývající z unikátnosti technologického řešení DLT a nejasností ohledně aplikace stávající právní regulace⁶⁶, jež bude třeba pro jejich skutečně širokou adopci třeba dále adresovat.

1.3. Shrnutí

Jak je vidno z prvních stránek této práce, potenciál, který s sebou pro řadu odvětví DLT a s ní spojená využití přináší, je opravdu velký. Částečně se k této problematice ještě vrátím v třetí

⁵⁹ ZÁBRANSKÝ, Adam. Základní právní aspekty smart kontraktů - část 2. In: *Epravo*. [online]. EPRAVO.CZ, a.s., 29. března 2019 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/zakladni-pravni-aspekty-smart-kontraktu-cast-2-109050.html>.

⁶⁰ SHARMA, Rakesh. Decentralized Finance (DeFi) Definition. In: *Investopedia* [online]. Investopedia, 24. března 2021 [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/decentralized-finance-defi-5113835>.

⁶¹ VON WACHTER, Victor a Philipp SANDNER. Decentralized Finance (DeFi): What Do You Need To Know? In: *Medium*. [online]. 9. prosince 2019 [cit. 2021-02-26]. Dostupné z: <https://philippsandner.medium.com/decentralized-finance-defi-what-do-you-need-to-know-9cd5e8c2a48>.

⁶² Index DeFi Pulse sledující 10 největších tokenů podle tržní hodnoty vzrostl ke dni 2. července 2021 mezitím o více než 200 %, přičemž v květnu se při svých maximech dostal až k 400%. DeFi Pulse Index. In: *DeFi Pulse*. [online]. 2. července 2021. [cit. 2021-7-2]. Dostupné z: <https://defipulse.com/>.

⁶³ ANWAR, Hasib. Decentralized Finance (DeFi) Definition: Top 10 DeFi Use Cases: Must Read. 101 Blockchains. In: *101 Blockchains*. [online]. 101 Blockchains, 25. května 2021 [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://101blockchains.com/defi-use-cases/>.

⁶⁴ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1*. [cit. 2021-7-3]. s. 13.

⁶⁵ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1*. [cit. 2021-7-3]. s. 17 - 18.

⁶⁶ Op. cit. NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1*. [cit. 2021-7-3]. s. 19.

kapitole, a to v souvislosti s možnostmi aplikace DLT ve finančním sektoru. Jak předvídala v roce 2018 tehdejší komisařka pro Digitální hospodářství a společnost Mariya Gabriel: *V budoucnu budou technologii blockchain využívat všechny veřejné služby*⁶⁷. Je proto dobře, že se ve výzkumu těchto technologií, jejich příležitostí i identifikace a zmírnění rizik angažuje také Evropská unie. Základní principy a koncepty fungování DLT, jejich výhody a nedostatky, stejně jako možnosti jejich využití v praxi jsem se pokusila přiblížit v této úvodní kapitole. Jaký postoj k technologii distribuované účetní knihy a s ní neoddělitelně spjatých kryptoaktiv zaujímá Evropská unie a jak se vyvíjela její aktivita v této oblasti, bude předmětem části následující.

⁶⁷ DIGIBYTE. European countries join Blockchain Partnership. In: *europa.eu*. [online]. Evropská unie, 10. dubna 2018 [cit. 2021-03-19]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/european-countries-join-blockchain-partnership>.

2. Stručná historie, terminologie a taxonomie kryptoaktiv na půdě EU

Přestože vznik prvního z dodnes fungujících kryptoaktiv, bitcoinu⁶⁸, datujeme již do roku 2008 a počátky technologie, na níž je založen, sahají ještě o několik let dále⁶⁹, terminologie v této oblasti se stále ještě neustálila. V tomto pojednání bylo a bude z důvodů dále podrobněji popsaných pracováno především s označením *kryptoaktiva*, nicméně tento termín není zdaleka jediným, který se v souvislosti s aktivy využívajícími technologii DLT využívá. V legislativních dokumentech i v odborné literatuře se lze setkat s rozdílnými označeními, od digitálních aktiv, přes virtuální měny až po kryptoaktiva, přičemž obsahy těchto pojmů se v některých aspektech významně liší.

Jelikož je definování kryptoaktiv a jejich zařazení do odpovídajících právních kategorií zcela klíčové pro následnou právní analýzu, bude tato část věnována terminologii užívané v oblasti kryptoaktiv na půdě Evropské unie a přístupů některých unijních orgánů k obsahu jednotlivých termínů. Dále se v této kapitole budu zabývat definováním jednotlivých typů kryptoaktiv, jejichž rozdělení je podstatné pro další části této práce. Na závěr bude vysvětleno, proč byl pro účely této práce zvolen právě termín kryptoaktiva. Nicméně, na úvod si dovolím provést alespoň krátký exkurz do historie, jenž by měl osvětlit ideje, které stojí za samotnou existencí kryptoaktiv.

2.1. Stručný pohled do historie

Myšlenka kryptoaktiv jakožto alternativní digitální forem peněz je úzce spojena se staletými trvajícím kritikou výlučného práva států na emitování peněz, jež se opírá o argumenty, že státní kontrola oběhu peněz jen zřídkakdy přinesla spolehlivý prostředek směny, nýbrž naopak způsobila destabilizaci měn a staletí trvajícím inflaci⁷⁰. Snaha zbavit vlády tohoto privilegia prostřednictvím vytvoření *peněz nových* proto není ničím převratným.

O významný rozvoj ideje alternativních, soukromých peněz konkurujících penězům státním se zasloužil jeden z nejvýznamnějších ekonomů a filozofů 20. století, představitel rakouské školy, Friedrich August von Hayek. Ve svém oceňovaném díle *Denationalisation of Money: The Argument Refined - An analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*

⁶⁸ Bitcoin s velkým B označuje síť, ve které funguje kryptoaktivum bitcoin označované malým b.

⁶⁹ Technologie blockchain byla poprvé definována již v roce 1991 Stuartem Haberem a W. Scottem Stornettou. HABER, S., STORNETTA, W.S. How to time-stamp a digital document. In: *Journal of Cryptology*. [online]. 1991, 3. svazek, 2. vydání, s. 99 – 111. [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: https://www.anf.es/pdf/Haber_Stornetta.pdf.

⁷⁰ HAYEK, Friedrich. *Denationalisation of Money – An analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*. [online]. Londýn: The Institute of Economic Affairs, 1976, s. 144, 1990, 3. vydání. [cit. 2021-02-03]. ISBN 0-255 36239-0. Dostupné z <https://nakamotoinstitute.org/static/docs/denationalisation.pdf>. s 12.

z roku 1976⁷¹ Hayek dokonce předpověděl existenci takových soukromých peněz v elektronické podobě⁷².

Myšlenku elektronických peněz o několik let později významně rozvinul americký počítačový vědec a kryptograf David Chaum. Chaum v roce 1982 ve své disertační práci představil návrh prototypu blockchainové technologie, pomocí níž by bylo možné provádět platby bez jakéhokoliv prostředníka. O rok později pak v článku *Blind signatures for untraceable payments* popsal tzv. slepé podpisy (*blind signatures*) založené na asymetrické kryptografii, jejichž prostřednictvím by bylo možné provádět platby v digitální podobě v naprosté anonymitě, obdobně jako je tomu u hotovosti⁷³. Chaum bývá díky svému návrhu prvních digitálních, kryptograficky zabezpečených peněz některými považován za tvůrce vůbec první kryptoměny⁷⁴.

Na Chauma a jeho myšlenku digitálních peněz navázali také další *počítačové géniové*, přičemž jako velmi významný lze zmínit projekt anonymního decentralizovaného platebního systému B-money vědce Wei Daie z roku 1998⁷⁵. Ačkoliv nebyl nikdy oficiálně spuštěn, je tento systém považován za jednoho z předchůdců dnešní generace kryptoměn, jejichž fungování se B-money v mnohém podobá. Jakkoli bývá Chaum považován za tvůrce první kryptoměny v historii, Dai je mnohými v rámci kryptoměnové komunity označován za potenciálního autora té nejstarší dodnes fungující kryptoměny – bitcoinu, a to proto, že v původním dokumentu popisujícím bitcoin, tzv. bílé knize (*white paper*), je na koncept B-money výslovně odkazováno⁷⁶. Jako pocta za přínos, jež Wei Dai a jeho projekt B-money představují pro rozvoj odvětví kryptoměn, po něm byla pojmenována nejmenší jednotka kryptoměny ether fungující v síti Ethereum – *wei*⁷⁷.

Myšlenku elektronické hotovosti jakožto alternativu ke státním penězům podporoval také další laureát Nobelovy ceny za ekonomii, Milton Friedmann, který se v roce 1999 vyslovil, že *Jediná věc, která chybí, ale která bude brzy vyvinuta, je spolehlivá elektronická hotovost, způsob,*

⁷¹ Op. cit. HAYEK, Friedrich. Hayek ovšem navazoval na ještě o mnoho letitější ideje a koncepce skotského osvícence a zakladatele moderní ekonomie, Adama Smithe, který již v 18. století poukazoval na znehodnocování hodnoty peněz vládnoucími elitami na úkor lidského blahobytu.

⁷² Op. cit. HAYEK, Friedrich. *Denationalisation of Money – An analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*. [cit. 2021-02-03] s. 52.

⁷³ CHAUM, DAVID. Blind signatures for untraceable payments. In: *Chaum* [online]. 1982 [cit. 2021-02-03]. Dostupné z: <https://www.chaum.com/publications/Chaum-blind-signatures.pdf>.

⁷⁴ David Chaum svou myšlenku digitálních peněz uvedl v život v roce 1989 prostřednictvím společnosti DigiCash, která o rok později spustila kryptoaktivum eCash. I přes počáteční zájem se projekt mezi širší veřejností nikdy opravdu neuchytil a společnost DigiCash v roce 1998 vyhlásila bankrot.

⁷⁵ DAI, Wei. B-Money. In: *Weidai.com*. [online]. 1998 [cit. 2021-01-30]. Dostupné z: <http://www.weidai.com/bmoney.txt>.

⁷⁶ Op. cit. NAKAMOTO, Satoshi. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash system. [cit. 2021-01-30], s 9.

⁷⁷ Ethereum.org. [online]. [cit. 2021-1-30]. Dostupné z: <https://ethereum.org/en/>.

*pomocí něhož bude možné na internetu převádět finanční prostředky od A k B, aniž by A znal B nebo B znal A. Ta bude vyvinuta na internetu, jehož používání lidem ještě usnadní*⁷⁸.

Přestože je tedy myšlenka digitálních, kryptograficky zabezpečených peněz známá již několik desetiletí, nebyl pro označení tohoto fenoménu dlouho využíván jednotný termín. Až v druhé dekádě současného století se v souvislosti s podobnými projekty začaly hojněji užívat pojmy jako *kryptoměna, virtuální měna, kryptoaktivum* či *digitální aktivum*.

2.2. Virtuální měny

Studiu a definování zmíněných fenoménů se v posledních letech věnovalo mj. také množství unijních orgánů, včetně Evropské centrální banky (dále jen *ECB*), Evropského orgánu pro bankovníctví (dále jen *EBA*) nebo Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (dále jen *ESMA*). Nicméně, terminologie, kterou jednotlivé orgány užívají, a obsah, který přisuzují jednotlivým termínům, nejsou zdaleka jednotné.

První unijní institucí, která poskytla svůj pohled na věc, byla ECB, která v roce 2012 publikovala zprávu nazvanou *Virtual Currency Schemes*⁷⁹. Tato zpráva je podstatná v tom ohledu, že v ní byla obsažena vůbec první unijní definice aktiv zvaných jako *virtuální měny*. ECB virtuální měnu definovala jako *typ neregulovaných, digitálních peněz, emitovaných a obvykle též kontrolovaných jejich vývojáři, které jsou používány a přijímány členy specifické virtuální komunity*⁸⁰.

Virtuální měny byly ECB rozděleny do tří kategorií podle charakteru platebního systému, v němž fungují, a to zejména z hlediska jejich interakce s tradičními, *reálnými* penězi a reálnou ekonomikou, tj. možnostem jejich užití mimo uzavřené systémy (např. online hry) a jejich směnitelnosti za fiat měny (proto název zprávy *Systémy virtuálních měn*)⁸¹.

Zpráva z roku 2012 byla důležitá také pro jasné rozlišení mezi virtuálními měnami a elektronickými penězi jakožto velmi úzce spjatými koncepty, které ECB založila na neexistenci právem zakotvené návaznosti virtuálních měn na měnu tradiční a také absenci pohledávky držitelů virtuálních měn za jejich vydavatelem, což jsou typické rysy elektronických peněz⁸².

Jak ale předvíдалa samotná centrální banka, definice virtuálních měn z roku 2012 musela být vzhledem ke svým nedostatkům souvisejícím s rychlým vývojem v oblasti virtuálních měn

⁷⁸ FRIEDMAN, Milton. Milton Friedman Full Interview on Anti-Trust and Tech. In: *YouTube* [online]. Moderuje BERTHOUD, John. National Taxpayers Union, 1999 [cit. 2021-06-25]. Dostupné z: <https://www.youtube.com/watch?v=mlwxdyLnMXM>.

⁷⁹ ECB. *Virtual Currency Schemes*. [online]. Frankfurt nad Mohanem: ECB, Říjen 2012 [cit. 2021-02-01]. ISBN 978-92-899-0862-7. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

⁸⁰ V originále: *a virtual currency is a type of unregulated, digital money, which is issued and usually controlled by its developers, and used and accepted among the members of a specific virtual community*. Op. cit. ECB. *Virtual Currency Schemes* [cit. 2021-02-01]. s. 13.

⁸¹ Op. cit. ECB. *Virtual Currency Schemes*. [cit. 2021-02-01]. s. 33.

⁸² Op. cit. ECB. *Virtual Currency Schemes*. [cit. 2021-02-01]. s. 16 a 17.

brzy pozměněna⁸³. Ačkoliv ECB v roce 2012, ani v roce 2015 nespatořovala ve virtuálních měnách z pohledu její působnosti riziko, byla si již v té době vědoma, že v případě značného rozšíření vydávání a využívání virtuálních měn by se mohly stát potencionálním rizikem pro monetární politiku, cenovou a finanční stabilitu a hladké fungování platebního styku v eurozóně.

Virtuálním měnám věnovala svou pozornost také EBA, která se k nim poprvé vyjádřila v roce 2013 v rámci varování spotřebitelům ohledně vysokého rizika spojeného s nákupem a/nebo držením virtuálních měn⁸⁴. Rozsáhlejší materiál publikovala EBA o půl roku později, v červenci 2014, kde se zaměřila především na posouzení otázky, zda mohou, resp. by měly být virtuální měny regulovány⁸⁵. EBA v tomto stanovisku pracuje s kategorizací systémů virtuálních měn vytvořenou v roce 2012 ECB, nicméně, definici virtuálních měn vytvořenou ECB pro účely svého stanoviska upravila tak, aby lépe odpovídala skutečné povaze a fungování virtuálních měn⁸⁶.

Mezi charakteristické rysy virtuálních měn zdůrazněné EBA patří vyjádření jejich hodnoty v digitální podobě, absence zaštitění veřejnou autoritou a/nebo navázání na tradiční měny, s čímž souvisí omezený okruh práv jejich uživatelů, možnost jejich užívání při platebním styku a způsob uchovávání, převádění a obchodování v elektronické formě⁸⁷. EBA rovněž upozornila na možnost decentralizovaných systémů, v nichž mohou virtuální měny existovat⁸⁸. S ECB se EBA shodla v tom ohledu, že ačkoliv pro účely stanoviska z důvodu obecné známosti využila označení virtuální měny, je používání termínu *měna* zavádějící, jelikož řada virtuálních měn není schopna naplnit charakteristické znaky měny⁸⁹.

S tvrzeními EBA z roku 2014 šlo v zásadě souhlasit až do poloviny roku 2021, jelikož virtuální měny skutečně nesplňovaly znaky měny v plném právním slova smyslu, včetně jejich uznání státem⁹⁰. Nicméně, významnou změnu přinesl červen roku 2021, kdy se malá středoamerická země, Salvador, stala prvním státem na světě, který uzákonil bitcoin jako druhou

⁸³ ECB. *Virtual currency schemes – a further analysis*. [online]. Frankfurt nad Mohanem: ECB, Únor 2015 [cit. 2021-02-02]. ISBN 978-92-899-1560-1. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>.

⁸⁴ EBA. *Warning to consumers on virtual currencies* [online]. EBA, 12. prosince 2013 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/598344/b99b0dd0-f253-47ee-82a5-c547e408948c/EBA%20Warning%20on%20Virtual%20Currencies.pdf?retry=1>.

⁸⁵ EBA. *EBA Opinion on 'virtual currencies'* [online]. EBA, 4. července 2014 [cit. 2021-02-02]. Dostupné z: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/657547/81409b94-4222-45d7-ba3b-7deb5863ab57/EBA-Op-2014-08%20Opinion%20on%20Virtual%20Currencies.pdf>.

⁸⁶ V originále: *VCs are a digital representation of value that is neither issued by a central bank or a public authority, nor necessarily attached to a FC, but is accepted by natural or legal persons as a means of payment and can be transferred, stored or traded electronically*. Op. cit. EBA. *EBA Opinion on 'virtual currencies'* [cit. 2021-02-02]. s. 5

⁸⁷ Op. cit. EBA. *EBA Opinion on 'virtual currencies'*. [cit. 2021-02-02]. s. 11 – 13.

⁸⁸ Op. cit. EBA. *EBA Opinion on 'virtual currencies'*. [cit. 2021-02-02]. s. 13.

⁸⁹ Op. cit. EBA. *EBA Opinion on 'virtual currencies'*. [cit. 2021-02-02]. s. 11.

⁹⁰ Měnou se tradičně rozumí *konkrétní soustava peněz zavedená v určitém státě a systematicky upravená právním řádem tohoto státu*. BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 6. upr. vydání. Praha: C.H. Beck, 2012. Beckovy právnické učebnice. s. 519. ISBN 978-80-7400-440-7. s. 336 - 337.

oficiální měnu vedle amerického dolaru⁹¹. Jak významný precedent tato událost bude představovat ukáže teprve čas, nicméně vzhledem k aktuální náladě ve společnosti neočekávám, že Salvador bude poslední zemí, která k takovému kroku přistoupila⁹². Značná část odborné i laické veřejnosti navíc začíná některá kryptoaktiva, resp. virtuální měny, považovat za vhodnější prostředek uchování hodnoty, jednu ze základních funkcí peněz⁹³, než tradiční měny⁹⁴, čemuž se není při pohledu na situaci některých fiat měn, např. venezuelského bolívaru, pro nějž nebyl v posledních letech žádný problém ztratit za období 3-4 měsíců 90 % své hodnoty⁹⁵, co divit. Výrazným hnacím mechanismem investic putujících v nedávné době do kryptoaktiv nejen ze strany retailových, ale také institucionálních investorů⁹⁶, bylo bezprecedentní emitování peněz centrálními bankami v souvislosti s pandemií Covid-19, podpora kryptoaktiv vyjádřená řadou uznávaných, veřejně známých osobností a bezesporu také změna přístupu ke kryptoaktivům ze strany některých velkých komerčních bank⁹⁷. Jednou z nejvýraznějších osobností veřejně se vyjadřujících ke kryptoaktivům je úspěšný podnikatel, vizionář a filantrop Elon Musk, jehož příspěvky na sociální síti Twitter způsobily ve světě kryptoaktiv v posledních měsících hotový poprask⁹⁸.

Ve své zprávě EBA dále avizovala, že pro vypořádání se s jí detekovanými riziky spojenými s virtuálními měnami, kterých identifikovala přes 70, bude třeba přijmout komplexní sadu právních předpisů⁹⁹. V mezidobí doporučila EBA národním dohledovým orgánům odrazovat úvěrové, platební a instituce elektronických peněz od užívání virtuálních měn a unijním legislativním orgánům navrhla zvážit zahrnutí účastníků trhu působících a poskytujících služby na rozmezí tradičních a virtuálních měn pod pojem povinných osob v rámci legislativy v oblasti

⁹¹ RENTERIA, Nelson, WILSON, Tom a STROHECKER, Karin. In a world first, El Salvador makes bitcoin legal tender. In: *Reuters* [online]. Reuters, 10. června 2021 [cit. 2021-7-1]. Dostupné z: <https://www.reuters.com/world/americas/el-salvador-approves-first-law-bitcoin-legal-tender-2021-06-09/>.

⁹² WALSH, David. Bitcoin: Which countries could follow El Salvador in making cryptocurrency legal tender? In: *Euronews.next*. [online]. Euronews, 12. června 2021 [cit. 2021-7-6]. Dostupné z: <https://www.euronews.com/next/2021/06/12/bitcoin-is-el-salvador-the-first-domino-to-fall-as-latin-america-embraces-cryptocurrencies>.

⁹³ Peníze mají dle teorie sloužit jako: *účtní jednotka kupní síly, tj. cen zboží a služeb, platební prostředek mezi spotřebiteli, podniky a vládou, a prostředek uchování hodnoty*. JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2004, s. 742. ISBN 80-247-0769-1. s. 26.

⁹⁴ REYNOLDS, Kevin. Bitcoin's Rise Should Make Regulators Ask if the Fed's Policies Have a Hand in It: WaPo. In: *Coindesk* [online]. Coindesk, 20. února 2021 [cit. 2021-03-21]. Dostupné z: <https://www.coindesk.com/bitcoins-rise-should-make-regulators-ask-if-the-feds-policies-had-a-hand-in-it-wapo>.

⁹⁵ PERRAULT, Nicolas III. Hyperinflation in Venezuela. In: *Wikipedia: the free encyclopedia* [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, Inc., 2001, 5. dubna 2018 [cit. 2021-02-02]. Dostupné z: https://en.wikipedia.org/wiki/Hyperinflation_in_Venezuela#/media/File:Time_BsF_would_take_to_lose_90_percent_of_its_value.png.

⁹⁶ Elon Musk's Tesla buys \$1.5bn of Bitcoin causing currency to spike. In: *BBC* [online]. BBC, 8. února 2021 [cit. 2021-03-21]. Dostupné z: <https://www.bbc.com/news/business-55939972>.

⁹⁷ NELSON, Danny. JPMorgan to Launch 'Cryptocurrency Exposure Basket' of Bitcoin Proxy Stocks. In: *Coindesk* [online]. Coindesk, 9. března 2021 [cit. 2021-03-21]. Dostupné z: <https://www.coindesk.com/jpmorgan-to-launch-cryptocurrency-exposure-basket-of-bitcoin-proxy-stocks>.

⁹⁸ SHEVLIN, Ron. How Elon Musk Moves The Price Of Bitcoin With His Twitter Activity. In: *Forbes* [online]. Forbes, 21. února 2021 [cit. 2021-03-21]. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/ronshevlin/2021/02/21/how-elon-musk-moves-the-price-of-bitcoin-with-his-twitter-activity/?sh=6dabdb5d27>.

⁹⁹ Op. cit. EBA. *EBA Opinion on 'virtual currencies'*. [cit. 2021-02-02]. s. 5.

boje proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu¹⁰⁰ (dále jen *oblast AML-CFT*), která je v souvislosti s kryptoaktivy hojně diskutována¹⁰¹. K možnému zneužívání virtuálních měn v oblasti AML-CFT vydala EBA již několik stanovisek¹⁰², v nichž upozorňovala mj. na absenci použitelné regulace. Z oblasti AML-CFT vzešla také doposud poslední definice virtuálních měn vytvořená na poli Evropské unie, tentokrát z pera zákonodárných orgánů EU, a tou je definice obsažená v tzv. 5. AML směrnici¹⁰³, významně vycházející z vymezení EBA přijatého v roce 2014. Nicméně, jak bude blíže popsáno ve třetí kapitole této práce, definice virtuální měny bude v blízké době nahrazena.

2.3. Digitální měny

V některých publikacích bývá výraz virtuální měny zaměňován s pojmem digitální měny. Přívlastek *virtuální*, obdobně jako digitální, charakterizuje podobu virtuálních měn v nikoliv fyzické formě a z tohoto pohledu by v zásadě nebylo nutné v kontextu digitálních a virtuálních měn rozlišovat. Nicméně, na rozdíl od virtuálních měn, digitální měny mohou být vydávány také centrálními bankami nebo orgány veřejné moci. Názorným příkladem jsou elektronické peníze nebo digitální měny centrálních bank neboli *CBDC* (z angl. *central bank digital currencies*). Problematika CBDC je v současnosti velmi diskutovaným tématem, jak na národní¹⁰⁴, tak nadnárodní úrovni¹⁰⁵, a o vydání své digitální měny uvažuje, resp. na jejím spuštění již pracuje, řada centrálních bank po celém světě, včetně centrální banky EU¹⁰⁶. Ta se v červenci 2021 rozhodla po devíti měsících zkoumání zahájit dvouletou investigativní fázi projektu své CBDC, digitálního eura, během které by měly být vyřešeny klíčové otázky týkající se designu a distribuce CBDC eurozóny a jež by měla následně sloužit jako podklad při pozdějším rozhodování o jejím

¹⁰⁰ Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/849 ze dne 20. května 2015 o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo financování terorismu, o změně nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2005/60/ES a směrnice Komise 2006/70/ES. In: *Úř. věst. L 141*, 5. června 2015.

¹⁰¹ Op. cit. EBA. *EBA Opinion on 'virtual currencies'*. [cit. 2021-02-02]. s. 6.

¹⁰² EBA. *Opinion of the European Banking Authority on the EU Commission's proposal to bring Virtual Currencies into the scope of Directive (EU) 2015/849 (4AMLD)*. [online]. EBA, 11. srpna 2016 [cit. 2021-02-02]. Dostupné z: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1547217/32b1f7f2-90ec-44a8-9aab-021b35d1f1f7/EBA%2520Opinion%2520on%2520the%2520Commission%25E2%2580%2599s%2520proposal%2520to%2520bring%2520virtual%2520currency%2520entities%2520into%2520the%2520scope%2520of%25204AMLD.pdf?retry=1> nebo ESMA, EBA and EIOPA. *ESMA, EBA and EIOPA warn consumers on the risks of Virtual Currencies*. [online]. ESMA, EBA and EIOPA, 12. února 2018 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-1284_joint_esas_warning_on_virtual_currencies1.pdf.

¹⁰³ 5. AML směrnice, čl. 3 bod 18.

¹⁰⁴ MOLNÁR, Vojtěch. Digitální měny centrálních bank (CBDC). In: *Monitoring centrálních bank - IV / 2020*. [online]. Česká národní banka, 2020 [cit. 2021-01-31]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/gallery/monitoring_centralnich_bank/2004_mcb.pdf.

¹⁰⁵ AUER, Raphael, CORNELLI, Giulio a FROST, Jon. *Rise of the central bank digital currencies: drivers, approaches and technologies*. BIS Working Papers No 880. [online]. BIS, Srpen 2020 [cit. 2021-03-20]. ISSN 1682-7678. Dostupné z: <https://www.bis.org/publ/work880.pdf> nebo nejnověji AUER, Raphael, HAENE, Philipp a HOLDEN, Henry. *Multi-CBDC arrangements and the future of crossborder payments*. BIS Papers No 115. [online]. BIS, Březen 2021 [cit. 2021-03-21]. Dostupné z: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap115.pdf>.

¹⁰⁶ ECB. *Report on a digital euro*. [online]. Frankfurt nad Mohanem: ECB, Říjen 2020 [cit. 2021-01-31]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report_on_a_digital_euro-4d7268b458.en.pdf.

vydání¹⁰⁷. Historickým milníkem v této oblasti se však stal říjen minulého roku, kdy byla uvedena do praxe historicky první CBDC - bahamský Sand Dollar, jež je digitální verzí bahamského dolaru¹⁰⁸.

Na tomto místě je vhodné zmínit, že velmi užívaným termínem je také označení kryptoměna, jejímuž vymezení se pro účely této práce není třeba podrobně věnovat a lze jej chápat jako specifickou kategorii, případně synonymum měn virtuálních¹⁰⁹

Lze proto shrnout, že digitální měny jsou nadřazeným pojmem měnám virtuálním a kryptoměnám, jelikož ne všechny digitální měny jsou měnami virtuálními, resp. kryptoměnami, avšak všechny virtuální měny, resp. kryptoměny, jsou zároveň digitálními měnami. Digitální měny, jež jsou zaštitěné svrchovanou autoritou státu a jeho právními předpisy, pak lze považovat za měny v tradičním slova smyslu, naopak pro měny virtuální a kryptoměny takovou autoritu postrádající je označení měny z právního hlediska nesprávné.

2.4. Kryptoaktiva

Z důvodů nepřesného užívání termínu měna v označeních digitálních, virtuálních nebo kryptoměn a také z důvodu stále se rozšiřujících účelů užívání těchto aktiv, které v mnoha případech nemají s funkcemi měny mnoho společného, se řada, nejen unijních orgánů začíná uchýlovat k jiným označením, mezi něž patří zejména pojem kryptoaktiva. Takovými orgány jsou mj. také ESMA nebo EBA, jež v roce 2019 vydaly stanoviska¹¹⁰ reagující na apel Evropské komise z roku 2018¹¹¹ k posouzení vhodnosti unijní legislativy ve vztahu k regulaci kryptoaktiv.

Zpráva ESMA se zaměřila na možnost klasifikace kryptoaktiv jako investičních nástrojů ve smyslu směrnice o trzích finančních nástrojů známé jako *MiFID II*¹¹² a zhodnocení vhodnosti unijního regulatorního rámce spadajícího do její působnosti především s ohledem na tzv. ICOs¹¹³

¹⁰⁷ ECB. Press release: Eurosystem launches digital euro project. In: *Ecb.europa.eu*. [online]. ECB, 14. července 2021 [cit. 2021-7-15]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210714~d99198ea23.en.html>.

¹⁰⁸ SINCLAIR, Sebastian. Central Bank of Bahamas Launches Landmark ‘Sand Dollar’ Digital Currency. In: *Coindesk* [online]. Coindesk, 21. října 2020 [cit. 2021-01-31]. Dostupné z: <https://www.coindesk.com/central-bank-of-bahamas-launches-landmark-sand-dollar-digital-currency>.

¹⁰⁹ HOUBEN, Robby, SNYERS, Alexander. *Cryptocurrencies and blockchain: Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion*. [online]. Belgie: Evropský parlament, Červenec 2018 [cit. 2021-02-07]. Dostupné z: <https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/150761/TAX3%20Study%20on%20cryptocurrencies%20and%20blockchain.pdf>.

¹¹⁰ ESMA. *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. [online]. ESMA, 9. ledna 2019 [cit. 2021-02-04]. ESMA50-157-1391. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf a EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [online]. EBA, 9. ledna 2019 [cit. 2021-7-15]. Dostupné z: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2545547/67493daa-85a8-4429-aa91-e9a5ed880684/EBA%20Report%20on%20crypto%20assets.pdf>.

¹¹¹ EVROPSKÁ KOMISE. *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*. [online]. Brusel: Evropská komise, 8. března 2018 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0109> bod 1.1.

¹¹² 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: *Úř. věst. L 173*, 12. června 2014.

¹¹³ ICOs, někdy označované jako ITOs (z. angl. *Initial Token Offering*), jsou v odvětví kryptoaktiv obdobou tzv. IPOs (z. angl. *Initial Public Offerings*) neboli veřejné nabídky akcií. ICOs, resp. ITOs umožňují podnikům získávat kapitál potřebný pro rozvoj svých projektů vydáváním kryptoaktiv (tzv. *coins* nebo *tokens*) výměnou za fiat měny nebo jiná kryptoaktiva. Pro

(z angl. *Initial Coin Offerings*). Podnětem pro výzvu Evropské komise a následné vydání stanoviska ESMA byl rychlý rozvoj ICOs a zvětšující se počet a tržní kapitalizace kryptoaktiv. ESMA však v této oblasti byla aktivní již před rokem 2019, když v roce 2017 upozorňovala podnikatele a spotřebitele na vysoká rizika spojená s ICOs¹¹⁴ a o rok později pak společně s dalšími evropskými orgány dohledu vydala již zmíněné varování ohledně rizik souvisejících s virtuálními měnami¹¹⁵.

Ve svých stanoviscích z roku 2019 ESMA i EBA kryptoaktiva po vzoru Rady pro finanční stabilitu (dále jen *FSB*)¹¹⁶ definovaly jako *typ soukromých aktiv, který závisí primárně na kryptografii a technologii distribuovaných záznamů (DLT) nebo podobné technologii jakožto součástí jejich domnělé či vnitřní hodnoty*¹¹⁷. Z definice, konkrétně z části rozlišující domnělou či vnitřní hodnotu kryptoaktiv, zcela evidentně vyplývá, že část, nejen odborné, veřejnosti nazírá některá kryptoaktiva jako na pouhou spekulaci bez jakékoliv skutečné hodnoty¹¹⁸. Zavedení tohoto definičního znaku bylo velmi pravděpodobně ovlivněno vlnou podvodných ICOs projektů mezi léty 2017 a 2018, nicméně definování kryptoaktiv založené na jejich kritickém hodnocení nepovažují za zcela šťastné. Spíše než pro samotnou definici jsou však stanoviska důležitá z důvodu v nich obsaženého rozdělení kryptoaktiv.

EBA pro své účely rozšířila definici kryptoaktiv o potenciální možnosti jejich použití *jako prostředku směny a/nebo pro investiční účely a/nebo k přístupu ke zboží či službám*¹¹⁹, na základě nichž rozdělila kryptoaktiva do třech základních kategorií na:

- platební/směnné/měnové tokeny (v originále: *payment/exchange/currency tokens*)
- investiční tokeny (v originále: *investment tokens*, známé také jako *asset tokens* nebo *security tokens*)

účely této práce není rozdíl mezi coins a tokens podstatný a nadále proto bude pracováno pouze s označením ICOs. Pokud se nabídka týká kryptoaktiv klasifikovaných jako finanční nástroje podle MiFID II, bývá používán termín *Security Token Offering*, zkráceně STO (*security* je anglický název pro cenný papír). Nabídky kryptoaktiv jsou obvykle doprovázeny zveřejňováním tzv. bílých knih (*white papers*), tj. dokumentů obsahujících základní informace o kryptoaktivech, jejich vydavateli, případně dalších podrobnostech projektu.

¹¹⁴ ESMA. *ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs)*. [online]. ESMA, 13. listopadu 2017 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf a ESMA. *ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements*. [online]. ESMA, 13. listopadu 2017 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828_ico_statement_firms.pdf.

¹¹⁵ Op. cit. ESMA, EBA and EIOPA. *ESMA, EBA and EIOPA warn consumers on the risks of Virtual Currencies*. [cit. 2021-02-04].

¹¹⁶ FSB. *Crypto-asset markets: Potential channels for future financial stability implications*. [online]. FSB, 10. října 2018 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P101018.pdf>.

¹¹⁷ Op. cit. ESMA. *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. [cit. 2021-02-04] s. 7 a 42.

¹¹⁸ Skepsi ohledně vnitřní hodnoty kryptoaktiv vyjádřil v minulosti též guvernér Bank of England Andrew Bailey. BAMBROUGH, Billy. *New Bank Of England Governor Sent Bitcoin Buyers A Stark Warning*. In: *Forbes* [online]. Forbes, 15. března 2020 [cit. 2021-06-21]. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/billybambrough/2020/03/15/new-bank-of-england-governor-sent-bitcoin-buyers-a-stark-warning/?sh=b684b8f26ffc>.

¹¹⁹ Op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 10 – 11.

- užité tokeny (v originále: *utility tokens*)¹²⁰.

Přestože mohou kryptoaktiva nabývat celé řady podob s množstvím rozdílných funkcí, je třídění kryptoaktiv do třech výchozích kategorií poměrně běžnou praxí¹²¹, mimo jiné s ním pracuje také švýcarský orgán dohledu nad finančním trhem (dále jen *FINMA*)¹²². Jelikož existuje množství kryptoaktiv, která spadají do více než jedné z uvedených kategorií a zařazení některých kryptoaktiv se může v průběhu jejich existenčního cyklu měnit, bývá rozlišována také čtvrtá kategorie obsahující tzv. hybridní tokeny¹²³.

2.4.1. Platební tokeny, investiční tokeny a užité tokeny

Kryptoaktiva spadající do kategorie platebních neboli směnných¹²⁴ či měnových tokenů (dále jen *platební tokeny*) jsou zpravidla určeny k plnění ekonomických funkcí peněz a jejich primárním cílem je vytvořit alternativu k tradičním měnám. Platební tokeny tak lze označovat za kryptoměny v užším slova smyslu¹²⁵, případně, jak je nazývá EBA, za měny virtuální¹²⁶, jelikož jejich účelem není sloužit jinak než jako digitální hotovost. Platební tokeny svým držitelům obvykle, na rozdíl od investičních a užitných tokenů, neposkytují žádná práva vůči vydavateli tokenů¹²⁷.

Z důvodu volatility spojené s hodnotou převážné části platebních tokenů, která představuje překážku účinného plnění peněžních funkcí a současně do určité míry brání jejich širšímu užívání, byl postupem času vyvinut specifický druh platebních tokenů, tzv. stablecoins. Smyslem stablecoinů je cenové výkyvy minimalizovat prostřednictvím navázání na určitou referenční hodnotu¹²⁸. Cenové stability je dosahováno buď kolateralizací (krytím) anebo algoritmickým

¹²⁰ Op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 7.

¹²¹ BLANDIN Appoline, CLOOTS, Ann Sofie, HUSSAIN Hatim, RAUCHS, Michel, SALEUDDIN, Rached, ALLEN, Jason G., ZHANG, Bryan Zheng & CLOUD, Katherine. *Global Cryptoassets Regulatory Landscape Study*. Paper No. 23/2019. [online]. Cambridge: University of Cambridge, Cambridge Centre for Alternative Finance, Září 2019 [cit. 2021-02-04] Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3379219 s. 37.

¹²² FINMA. *Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)*. [online]. Bern: FINMA, 16. února 2018 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung>.

¹²³ Op. cit. BLANDIN Appoline, CLOOTS, Ann Sofie, HUSSAIN Hatim, RAUCHS, Michel, SALEUDDIN, Rached, ALLEN, Jason G., ZHANG, Bryan Zheng & CLOUD, Katherine. *Global Cryptoassets Regulatory Landscape Study*. [cit. 2021-02-04]. s. 37.

¹²⁴ Pracovníci České národní banky pojem *exchange token* překládají jako *převodní tokeny*. Vzhledem ke skutečnosti, že převoditelnost je znakem všech typů tokenů, nikoliv pouze *exchange tokenů*, nepovažují tento překlad za vhodný. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *K obchodování s tzv. převodními tokeny*. [online]. Praha: Česká národní banka, 19. listopadu 2018 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/k_obchodovani_s_prevodnimi_tokeny.pdf.

¹²⁵ HOUBEN, Robby, SNYERS, Alexander. *Crypto-assets. Key developments, regulatory concerns and responses*. [online]. Lucemburk: Evropský parlament, Duben 2020 [cit. 2021-03-22]. Dostupné z: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU\(2020\)648779_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU(2020)648779_EN.pdf) s. 18.

¹²⁶ Op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 7

¹²⁷ Op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 7

¹²⁸ DERVIZ, Alexis. Stablecoins - brána mezi světem kryptoaktiv a konvenčních aktiv? In: *Globální ekonomický výhled - březen 2020* [online]. Praha: Česká národní banka, Březen 2020 [cit. 2021-02-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/gev/gev_2020/gev_2020_03.pdf s. 12.

procesem nákupu a prodeje referenčního aktiva či jeho derivátů¹²⁹. Jelikož aktivem, na jehož hodnotu jsou stablecoiny navázány, bývají často fiat měny, mohou stablecoiny tvořit pomyslný most mezi světem tradičních financí a světem kryptoaktiv, což může v kombinaci s jejich hlavní výhodou oproti jiným kryptoaktivům – stabilní hodnotou - představovat zvýšené riziko pro finanční stabilitu a měnovou politiku¹³⁰.

Rozdílem stablecoinů oproti tradičním platebním tokenům je, že s nimi bývá za určitých podmínek, většinou za poplatek, spojeno právo na zpětnou výměnu za podkladové aktivum sloužící ke krytí jejich hodnoty. Určité stablecoiny navázané na fiat měny pak mohou naplňovat charakteristiku elektronických peněz, z čehož vyplývá povinnost podrobit režim jejich fungování příslušnému regulatornímu rámci směrnice o elektronických penězích, označované *EMD2*¹³¹. Jako příklad platebního tokenu lze uvést kryptoaktivum bitcoin nebo prozatím nefunkční, ale velmi diskutovaný stablecoin Diem společnosti Facebook.

Společnými rysy investičních a užitných tokenů, na rozdíl od tokenů platebních, je, že svým držitelům poskytují určitá práva vůči vydavateli tokenu a jejich primárním účelem není sloužit jako prostředek směny. Povaha inkorporovaných práv a účely možného užití se nicméně v případě investičních a užitných tokenů značně liší.

Investiční tokeny bývají typicky spojovány s majetkovými právy běžně inkorporovanými v tradičních převoditelných cenných papírech, resp. jiných finančních nástrojích, kterým se svou povahou a způsobem užití značně podobají, a bývají proto regulovány prostřednictvím již existujících právních předpisů v oblasti finančních služeb. Mezi práva, jež vydavatelé investičních tokenů jejich držitelům běžně poskytují, patří práva na úrok, podíl na zisku, hlasovací práva nebo jiné nástroje umožňující ovlivnit budoucí vývoj projektu¹³². Investiční tokeny tak lze charakterizovat jako reprezentaci pohledávky investora za vydavatelem tokenu nebo jeho účasti na určité entitě nebo projektu¹³³. Termín investiční token je používán také pro označení tradičních

¹²⁹ Op.cit. DERVIZ, Alexis. Stablecoins - brána mezi světem kryptoaktiv a konvenčních aktiv? [cit. 2021-02-25]. s. 12.

¹³⁰ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 28.

¹³¹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/110/ES ze dne 16. září 2009 o přístupu k činnosti institucí elektronických peněz, o jejím výkonu a o obezřetnostním dohledu nad touto činností, o změně směrnic 2005/60/ES a 2006/48/ES a o zrušení směrnice 2000/46/ES. In: *Úř. věst. L 267*, 10. října 2009.

¹³² HOBZA, Martin. ICO a tokeny optikou práva kapitálového trhu: mohou být tokeny investičními cennými papíry? In: *Advokátní deník* [online]. Praha: Advokátní deník, 26. března 2019 [cit. 2021-03-05]. Dostupné z: <https://advokatnidenik.cz/2019/03/26/ico-a-tokeny-optikou-prava-kapitaloveho-trhu-mohou-byt-tokeny-investicnimi-cennymi-papiry/>.

¹³³ DĚDIČ, Jan; ŠOVAR, Jan, MIKULA, Ondřej. Proč podle českého soukromého práva nelze uvažovat o (ICO) tokenech jako o cenných papírech. *Právní rozhledy: časopis pro všechna právní odvětví*. Praha: C.H. Beck, 2018, č. 15-16, s. 554.

cenných papírů nebo jiných druhů aktiv, která prošla procesem tokenizace, tj. převedení jejich hodnoty na DLT a vytvoření odpovídajícího tokenu¹³⁴.

Pojem užitný token pak označuje ta kryptoaktiva, která poskytují digitální přístup nebo práva k určitému zboží nebo službě, např. aplikaci nebo softwaru, běžně prostřednictvím využití DLT¹³⁵. Stejně jako v případě investičních tokenů, také užité tokeny bývají vydávány v rámci ICOs za účelem shromáždění kapitálu, obvykle k financování dalšího rozvoje produktu nebo služby vydavatele. Na rozdíl od investičních tokenů však hlavním účelem užitných tokenů není vytvoření budoucího zisku pro investory, ale poskytnutí přístupu k určitému produktu nebo službě a vytvoření uživatelské základny, a proto užité tokeny nebývají běžně považovány za investiční produkty¹³⁶. Právě funkční komponent užitných tokenů pak typicky bývá určující pro jejich hodnotu¹³⁷. Příkladem užitého tokenu je kryptoaktivum Filecoin poskytující přístup k digitálnímu úložnému prostoru¹³⁸.

Lze tedy shrnout, že rozhodujícím kritériem pro rozdělení mezi investičními a užitnými tokeny je investiční povaha tokenů investičních. Jinak řečeno, pokud je primárním účelem vydávání a koupě tokenů generace budoucího zisku, nikoliv jejich funkční využití v rámci určitého ekosystému, a jsou-li spojeny s majetkovou či jinou účastí investora na jejich vydavateli či projektu, jedná se zpravidla o tokeny investiční¹³⁹. Zařazování tokenů do jednotlivých kategorií ovšem nebývá jednoduché, jelikož většina tokenů vykazuje v určité míře znaky více než jednoho typu, a tokeny spadající výlučně do jedné z uvedených kategorií tak bývají spíše výjimkou. Příkladem takového, tzv. hybridního tokenu, je kryptoaktivum ether fungující v síti Ethereum, které může být přijímáno jako platidlo za zboží a služby mimo Ethereovou síť, svým držitelům poskytuje právo na přístup k výpočetní síle virtuálního stroje Ethereum (v originále *Ethereum Virtual Machine*) a zároveň může být užíváno jako investice¹⁴⁰.

2.5. Virtuální aktiva

V souvislosti s definováním pojmů nelze opomenout pojem *virtuální aktiva*. Tento pojem je využíván především v oblasti AML-CFT. Za světového zakladatele standardů a doporučení v oblasti AML-CFT, jehož závěry se inspiroují také orgány EU, je považován a obecně uznáván

¹³⁴ Op. cit. HOUBEN, Robby, SNYERS, Alexander. *Crypto-assets. Key developments, regulatory concerns and responses*. [cit. 2021-03-22]. s. 21.

¹³⁵ Op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 7

¹³⁶ ZETZSCHE, Dirk A., ANNUNZIATA, Filippo, ARNER, Douglas W., BUCKLEY, Ross P. *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*. [online]. European Banking Institute., 6. listopadu 2020. [cit. 2021-03-05]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3725395> s. 5.

¹³⁷ Op. cit. HOUBEN, Robby, SNYERS, Alexander. *Crypto-assets. Key developments, regulatory concerns and responses*. [cit. 2021-03-22]. s. 21.

¹³⁸ *Filecoin* [online]. [cit. 2021-03-05]. jsou Dostupné z: <https://filecoin.io/>.

¹³⁹ Op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 7

¹⁴⁰ Op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 7.

Finanční akční výbor (dále jen *FATF*), který se ve své činnosti zaměřuje také na možné zneužívání virtuálních aktiv k praní špinavých peněz a financování terorismu. Pojem *virtuální aktivum* byl do praxe FATF zaveden v roce 2018¹⁴¹ a do budoucna s jeho užíváním vzhledem ke snaze přizpůsobit se mezinárodním standardům počítá také Evropská unie.

2.6. Shrnutí a výběr *nejvhodnější* terminologie

V této kapitole, věnované terminologii užívané v oblasti kryptoaktiv orgány EU, byly jednotlivé termíny charakterizovány z hlediska jejich typických rysů a rozdílů mezi nimi, především s ohledem na definice vytvořené unijními orgány. Jak bylo podrobněji specifikováno výše, v sektoru kryptoaktiv nepovažují užívání termínu měna za vhodné, a to zejména z důvodu, že ani virtuální měny ani kryptoměny zpravidla nenaplnují tradiční definiční znaky měny, přestože se jejich fungování v mnohém velmi podobají. Za měnu v právním slova smyslu by mohly být označovány regulované digitální měny, nicméně, ani pojem digitální měna není dle mého názoru vyhovující pro účely této práce užívat, jelikož velké množství kryptoaktiv, jak bude přiblíženo v dalších kapitolách, slouží k plnění mnoha jiných funkcí než základních funkcí peněz, resp. měn.

Nabízí se tedy označení kryptoaktiva nebo virtuální aktiva. Přestože kryptografie není rysem, který by odlišoval DLT a na ní běžící kryptoaktiva od jiných druhů zabezpečených elektronických záznamů, je termín kryptoaktiva hojně užíván v rámci finančně právní regulace, přičemž s ním pracují také nejnovější návrhy unijní regulace této oblasti. Výraz virtuální aktiva je navíc užíván především ve specifickém kontextu oblasti AML-CFT, proto považuji pro účely této práce za *nejvhodnější* užívání označení kryptoaktiva.

Než ale přejdu k analýze nejnovějšího legislativního návrhu v oblasti kryptoaktiv, je třeba se podívat na to, jak je možné kryptoaktiva regulovat prostřednictvím existujících unijních právních předpisů.

¹⁴¹ FATF. *International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation*. The FATF Recommendations. [online]. Paříž: FATF, Únor 2012, aktualizováno v červnu 2021 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF%20Recommendations%202012.pdf>.

3. Současná regulace kryptoaktiv na úrovni EU

Přestože terminologie v oblasti kryptoaktiv není zdaleka jednotná, třídění kryptoaktiv do tří, resp. čtyř, základních kategorií se již relativně ustálilo. Kategorizace je důležitá zejména s ohledem na rozdílný regulatorní režim, který se na jednotlivé typy kryptoaktiv vztahuje. V rámci posuzování a hodnocení vhodnosti aktuálně platného unijního regulatorního rámce ve vztahu ke kryptoaktivům došly v roce 2019 orgány ESMA a EBA shodně k závěru, že se většina kryptoaktiv nachází vně působnosti platné unijní regulace^{142 143}. V důsledku relativně krátké doby existence kryptoaktiv a jejich významnějšího rozvoje a širší adopce teprve v posledních pár letech v současné době legislativa EU neobsahuje specifickou a ucelenou právní úpravu zaměřenou na kryptoaktiva. Pro možnost regulace kryptoaktiv na unijní úrovni je tedy nezbytné využít předpisů z jiných oblastí, jejichž rozsah je, nicméně, ve vztahu ke kryptoaktivům, značně omezený. Jedinečná povaha kryptoaktiv, s jejímiž specifickými rysy nebylo při přípravě stávající legislativy počítáno, a rozdílné provedení některých jejich aspektů do národních právních řádů, pak činí celou situaci na evropské úrovni o to komplikovanější, nejasnější a právně nejistější¹⁴⁴.

Pro regulaci kryptoaktiv jsou ze stávající unijní legislativy relevantní především předpisy z oblasti regulace finančních služeb, tj. zejména MiFID II a EMD2, a z oblasti AML-CFT, v současnosti reprezentované 5. a 6. AML směrnici¹⁴⁵. Skutečnost, že ve všech uvedených případech bylo jako vhodnější zvoleno méně invazivní řešení regulace prostřednictvím směrnic, dávající národním zákonodárcům určitý prostor pro přizpůsobení si unijních aktů dle jejich specifických potřeb, je důvodem, proč se přístup nejen ke kryptoaktivům napříč členskými státy EU někdy liší.

První a rozsáhlejší část této kapitoly zaměřím na legislativu v oblasti finančních služeb, která je pro regulaci kryptoaktiv klíčová. V druhé, již méně obsáhlejší části budu svou pozornost věnovat právnímu rámci AML-CFT, který upravuje práva a povinnosti osob, včetně vybraných poskytovatelů služeb souvisejících s virtuálními měnami, při uplatňování opatření proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu.

3.1. Legislativa v oblasti finančních služeb

Pro zjištění, zda je možné ustanovení stávající unijní finanční regulace aplikovat na kryptoaktiva, je rozhodující odpověď na otázku, zda příslušné kryptoaktivum naplní

¹⁴² Op. cit. ESMA. *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 39 – 40.

¹⁴³ Op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 4.

¹⁴⁴ Op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 7

¹⁴⁵ Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2018/673 ze dne 23. října 2018 o boji vedeném trestněprávní cestou proti praní peněz. In: *Úř. věst. L 284*, 12. listopadu 2018.

charakteristiky některého z již regulovaných typů aktiv, a to *finančních nástrojů* nebo *elektronických peněz*. V případě negativního závěru se v současné době taková kryptoaktiva nacházejí, s výjimkou oblasti AML-CFT, mimo působnost aktuálně platného regulatorního rámce. Naopak okruh právních předpisů, které je možné na kryptoaktiva aplikovat v opačných situacích, bude předmětem následující části.

3.1.1. Kryptoaktiva jako elektronické peníze

Přestože nelze kryptoaktiva považovat za peníze v ekonomickém ani právním slova smyslu, lze některá z nich klasifikovat jako elektronické peníze regulované prostřednictvím EMD2¹⁴⁶. Pro klasifikaci kryptoaktiva jako elektronické peníze je třeba, aby naplnilo všechny znaky zákonné definice tohoto nástroje, jimiž jsou

- a) uchování v elektronické podobě (např. prostřednictvím DLT);
- b) peněžní hodnota;
- c) vyjádření pohledávky za vydavatelem;
- d) vydání proti přijetí peněžních prostředků;
- e) za účelem provádění platebních transakcí ve smyslu PSD2¹⁴⁷; a
- f) přijímání jinou fyzickou či právnickou osobou než vydavatelem¹⁴⁸.

Z kryptoaktiv dostupných na trhu definici elektronických peněz naplňují především některé tokeny spadající pod tzv. stablecoiny, jejichž vydavatelé držitelům poskytují pohledávku na zpětnou výměnu za fiat měnu, na kterou jsou navázány, a to v nominální hodnotě.

Vydavatele tokenů klasifikovaných jako elektronické peníze jsou povinni, nejsou-li oprávněni využít některé z výjimek podle čl. 2 odst. 3 EMD2, pro vydávání takových tokenů získat příslušné oprávnění instituce elektronických peněz¹⁴⁹. Kryptoaktiva klasifikována jako elektronické peníze zároveň představují, na rozdíl od jiných kryptoaktiv, peněžní prostředky¹⁵⁰, a proto je třeba v případě výkonu platebních služeb v souvislosti s těmito aktivy dodržovat také požadavky regulace PSD2.

Úvěrové instituce, investiční podniky, platební instituce a instituce elektronických peněz, které v rámci svých dalších podnikatelských činností uskutečňují činnosti zahrnující kryptoaktiva, musejí při provádění těchto činností dbát zajištění jejich řádného fungování a řízení rizik stejně

¹⁴⁶ Op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 12

¹⁴⁷ Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/2366 ze dne 25. listopadu 2015 o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice 2002/65/ES, 2009/110/ES a 2013/36/EU a nařízení (EU) č. 1093/2010 a zrušuje směrnice 2007/64/ES. In: *Úř. věst. L 337*, 23. prosince 2015.

¹⁴⁸ EMD2, čl 2 odst. 2.

¹⁴⁹ Op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 14.

¹⁵⁰ PSD2, čl. 4 bod 25

jako v případě jiných činností¹⁵¹. V souvislosti s riziky spojenými s kryptoaktivy předložil v červnu tohoto roku Basilejský výbor pro bankovní dohled (dále jen *BCBS*), nejvlivnější světový bankovní regulátor, ke konzultaci návrh nových obezřetnostních pravidel týkajících se expozic bank vůči kryptoaktivům¹⁵². Materiál rozděluje kryptoaktiva dle rizikovosti do dvou skupin. Jako méně rizikové spatřuje *BCBS* stablecoiny či tokenizovaná tradiční aktiva (jako např. akcie či dluhopisy), které zařadil do první skupiny, jež by měla nadále s určitými dodatečnými upřesněními podléhat aktuálně platným pravidlům¹⁵³. Pro druhou, rizikovější skupinu, do níž by měly patřit např. bitcoin či ether, pak *BCBS* navrhuje zavést přísnější pravidla, jež by znamenala, že banky budou povinny krýt každou expozici vůči bitcoinu či jiným kryptoaktivům rezervami v poměru při nejmenším 1:1¹⁵⁴. Nicméně, zda bude návrh přijat v této podobě, nebo bude jeho text podroben změnám, není v době dokončení této práce známo.

3.1.2. Kryptoaktiva jako finanční nástroje

Relativně častějším jevem než klasifikace kryptoaktiv jako elektronických peněz je jejich zařazení do kategorie finančních nástrojů. Klíčovým právním předpisem v této oblasti je již zmiňovaná směrnice MiFID II, která tvoří společně s nařízením o trzích finančních nástrojů¹⁵⁵ (dále jen *MiFIR*) a jejich prováděcími předpisy rámec regulace poskytování investičních služeb v EU.

MiFID II je základním zdrojem definic v oblasti finanční regulace, včetně definice finančních nástrojů. Na druhou stranu je také zářným příkladem rozdílných způsobů transpozice evropských směrnic do národních právních řádů, což souvisí s velmi širokým rozsahem termínu finanční nástroj¹⁵⁶. Jak popisuje Bakeš, finanční nástroje obecně představují *abstraktní nástroje ztělesňující určitá majetková práva*¹⁵⁷. Vymezení finančních nástrojů obsažené v MiFID II je pak výsledkem určitého kompromisu vzniklého během vyjednávání při přípravě směrnice¹⁵⁸, a není tak překvapením, že byl tento termín do národních právních řádů implementován s určitými rozdíly. Nedostatečná harmonizace má nicméně za následek rozdílný okruh kryptoaktiv, která lze

¹⁵¹ V případě úvěrových institucí povinnosti vyplývají z čl. 74 CRD, u platebních institucí a institucí elektronických peněz z bodu 34 recitálu PSD2.

¹⁵² BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Prudential treatment of cryptoasset exposures*. [online]. BIS, Červen 2021 [cit. 2021-7-2]. ISBN 978-92-9259-480-0. Dostupné z: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d519.htm>.

¹⁵³ Op. cit. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Prudential treatment of cryptoasset exposures*. Consultative Document. [cit. 2021-7-2]. s. 3.

¹⁵⁴ Ibid.

¹⁵⁵ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. In: *Úř. věst. L 173, 12. června 2014*.

¹⁵⁶ Ačkoliv česká legislativa pracuje s termínem *investiční nástroj*, z důvodu zaměření této práce na právo EU je zde využíván termín *finanční nástroj* používaný v unijní úpravě.

¹⁵⁷ Op. cit. BAKEŠ, Milan. s. 421.

¹⁵⁸ HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. s. 1029. ISBN 978-80-7400-433-9. s. 50.

v jednotlivých členských státech klasifikovat jako finanční nástroje, což vede k odlišné úrovni regulace shodných kategorií kryptoaktiv napříč vnitřním trhem.

Pod pojem finanční nástroje lze obsáhnout širokou skupinu nástrojů, jejichž výčet je uveden v oddíle C přílohy I MiFID II. V souvislosti s kryptoaktivy a jejich zahrnutím pod stávající finanční regulaci jsou relevantní především kategorie převoditelných cenných papírů¹⁵⁹, podílových jednotek subjektů kolektivního investování¹⁶⁰ a derivátů¹⁶¹. Zařazení do kategorie nástrojů peněžního trhu¹⁶² v případě kryptoaktiv nepřipadá téměř v úvahu¹⁶³.

Jak vyplynulo z průzkumu ESMA z roku 2018¹⁶⁴, kryptoaktiva naplňující znaky finančních nástrojů bývají nejčastěji klasifikována jako převoditelné cenné papíry¹⁶⁵. MiFID II převoditelnými cennými papíry rozumí *druhy cenných papírů, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu, s výjimkou platebních nástrojů*, včetně demonstrativního výčtu finančních nástrojů spadajících do této kategorie, typicky akcií nebo dluhopisů¹⁶⁶. Nicméně, jak bylo zjištěno ESMA, obsah pojmu převoditelný cenný papír se v jednotlivých členských státech značně liší. Zatímco většina vnitrostátních právních řádů (16) neobsahuje žádná specifická kritéria pro zařazení do kategorie převoditelných cenných papírů kromě kritérií stanovených v MiFID II, ve 12 státech je tomu jinak¹⁶⁷.

Přestože se přístupy jednotlivých národních regulátorů k pojmu převoditelný cenný papír v určitých aspektech liší, pro klasifikaci aktiva jako převoditelný cenný papír je v zásadě podstatné naplnění jednak formálního, tak materiálního kritéria¹⁶⁸.

Pod formálním kritériem lze chápat *obchodovatelnost nástroje na kapitálovém trhu*, která je podmíněná převoditelností a standardizací nástroje¹⁶⁹. Obchodovatelnost lze charakterizovat jako *snadnost převodu v prostředí kapitálového trhu*¹⁷⁰, přičemž kapitálový trh představuje

¹⁵⁹ MiFID II, Příloha I, oddíl C, bod 1.

¹⁶⁰ MiFID II, Příloha I, oddíl C, bod 3.

¹⁶¹ MiFID II, Příloha I, oddíl C, body 4 - 10.

¹⁶² MiFID II, Příloha I, oddíl C, bod 2.

¹⁶³ Jediná kategorie tokenů, která je nástrojům peněžního trhu do určité míry podobná, je kategorie platebních tokenů. Platební tokeny nicméně představují platební nástroje a tyto jsou z rozsahu pojmu nástroje peněžního trhu na základě ustanovení čl. 4 odst. 1 bod 17 MiFID II vyloučeny.

¹⁶⁴ Průzkumu se zúčastnilo 29 států, včetně 27 členských států EU (všechny členské země s výjimkou Polska), Lichtenštejnska a Norska. ESMA. *Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs*. [online]. Paříž: ESMA, Leden 2019 [cit. 2021-03-08]. ESMA50-157-1384. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf s. 2.

¹⁶⁵ Op. cit. ESMA. *Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs*. [cit. 2021-03-08]. s. 3.

¹⁶⁶ MiFID II, čl. 4 odst. 1 bod 44.

¹⁶⁷ Op. cit. ESMA. *Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs*. [cit. 2021-03-08]. s. 8.

¹⁶⁸ MAAS, Thijs. *Initial Coin Offerings: When Are Tokens Securities in the EU and US?* A comparative analysis on the application of US and EU securities laws to initial coin offerings (ICOs). [online]. Tilburg University, 13. února 2019 [cit. 2021-03-03]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3337514 s. 49.

¹⁶⁹ Op. cit. MAAS, Thijs. *Initial Coin Offerings: When Are Tokens Securities in the EU and US?* [cit. 2021-03-03]. s. 51 a 53.

¹⁷⁰ Převážná část národních regulátorů (21 z 25) považovala většinu kryptoaktiv za obchodovatelné již na základě pouhé možnosti je obchodovat, aniž by k jejímu využití muselo fakticky dojít. Op. cit. ESMA. *Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs*. [cit. 2021-03-08]. s. 6.

jakékoliv místo střetu nabídky s poptávkou¹⁷¹, tedy *nejen právem předvídané a upravené obchodní systémy*, ale i další místa jako jsou např. online platformy pro obchodování kryptoaktiv, tzv. kryptoburzy¹⁷². Materiální kritérium¹⁷³ pak představuje *srovnatelnost posuzovaného kryptoaktiva s tradičními převoditelnými cennými papíry* (demonstrativně uvedenými v MiFID II), pro jehož posouzení bude nutné zohlednit vedle ekonomického účelu především funkční porovnatelnost práv inkorporovaných v kryptoaktivu s právy charakteristicky spojovanými s tradičními převoditelnými cennými papíry (např. práva na podíl na zisku, na úrok nebo hlasovací právo)¹⁷⁴. Jak vyvozuje Hobza, převáží-li investiční účel kryptoaktiva a zakládá-li práva obdobná právům spojeným zejména s akciemi nebo dluhopisy, mělo by být za současného splnění formálního kritéria kryptoaktivum považováno za převoditelný cenný papír, a to bez ohledu na jeho označení¹⁷⁵.

V úvahu připadá také klasifikace kryptoaktiv jako podílových jednotek subjektů kolektivního investování¹⁷⁶, a to především v případech, kdy je kapitál získaný od investorů oproti vydávání tokenů investován do skupiny vybraných aktiv, jako je tomu např. u tokenu DAI¹⁷⁷.

V neposlední řadě existuje možnost, že některá kryptoaktiva budou pod existující unijní finanční regulaci spadat na základě zařazení pod některou z obsáhlé skupiny derivátů¹⁷⁸. Kategorie derivátů, skládající se z derivátů finančních a komoditních, je na unijní úrovni definována značně široce¹⁷⁹ a její obsah je předmětem neustálého vývoje. Specifikace podrobností toho, co tvoří *derivátový komponent*, je ponecháno na jednotlivých členských státech, přičemž úvodní ustanovení MiFID doporučují *do seznamu finančních nástrojů zařadit komoditní deriváty a jiné*

¹⁷¹ Žádný členský stát pojem *kapitálový trh* nedefinuje, nicméně většina (23) jej vykládá shodně jako místo střetu nabídky s poptávkou. Op. cit. ESMA. *Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs*. [cit. 2021-03-08]. s. 7.

¹⁷² Op. cit. HOBZA, Martin. ICO a tokeny optikou práva kapitálového trhu: mohou být tokeny investičními cennými papíry. [cit. 2021-03-05].

¹⁷³ Označení materiální kritérium není ve studii ESMA použito. ESMA se vnitrostátních orgánů dotazovala na posuzování *investičního komponentu*. V 17 členských státech je investiční komponent nezbytným znakem pro klasifikaci nástroje jako převoditelného cenného papíru, nicméně v žádném státě není tento znak definován v legislativě. Pro většinu (13) členských států představuje investiční komponent určitou podobu práva na budoucí peněžní toky plynoucí z vlastnictví tokenu. Op. cit. ESMA. *Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs*. [cit. 2021-03-08]. s. 8.

¹⁷⁴ Op. cit. HOBZA, Martin. ICO a tokeny optikou práva kapitálového trhu: mohou být tokeny investičními cennými papíry. [cit. 2021-03-05].

¹⁷⁵ Ibid.

¹⁷⁶ Op. cit. ESMA. *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. [cit. 2021-02-04] s. 35

¹⁷⁷ DAI [online]. [cit. 2021-02-04]. Dostupné zde: <https://makerdao.com/en/>.

¹⁷⁸ Derivát je vymezen v mezinárodním účetním standardu (IAS) č. 39 bod 9, který jej definuje jako finanční nástroj nebo smlouvu s následujícími znaky: (1) jeho hodnota se mění v závislosti na změně tzv. podkladové proměnné finančního nebo nefinančního charakteru, (2) nevyžaduje žádnou počáteční investici nebo vyžaduje počáteční investici nižší, než jaká by byla požadována u ostatních typů smluv, u kterých by bylo možné očekávat podobnou reakci na změny tržních podmínek, a (3) bude vypořádán v budoucnu. Za obecné definiční znaky derivátů lze tedy považovat závislost na podkladovém aktivu, pákový efekt a odložené vypořádání. Nařízení Komise (ES) č. 1126/2008 ze dne 3. listopadu 2008, kterým se přijímají některé mezinárodní účetní standardy v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002. In: *Úř. věst. L 320*, 29. listopadu 2008.

¹⁷⁹ MiFIR, čl. 2 odst. 1 bod 29, resp. 30, deriváty definuje jako *finanční nástroje ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodu 44 písm. c) směrnice 2014/65/EU a uvedené v příloze I oddíle C bodech 4 až 10* uvedené směrnice, komoditní deriváty pak jako *finanční nástroje ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodu 44 písm. c) směrnice 2014/65/EU, které se vztahují ke komoditě nebo k podkladovému aktivu, a uvedené v příloze I oddíle C bodu 10 nebo v příloze I oddíle C bodech 5, 6, 7 a 10 směrnice 2014/65/EU*.

*nástroje, které jsou vytvořeny a se kterými se obchoduje způsobem, jenž vyžaduje podobný typ regulace jako tradiční finanční nástroje*¹⁸⁰.

Z uvedeného je zřejmé, že ne všechny typy komoditních derivátů spadají do působnosti směrnice MiFID II. Pod režim unijní finanční regulace jsou komoditní deriváty zahrnuty pouze v případě, mají-li *finanční povahu*. Jak uvádí Annunziata, identifikace finanční povahy je jednou z nejkompexnějších záležitostí rámce MiFID II¹⁸¹. Jedním z nejdůležitějších faktorů pro posouzení finanční povahy derivátu je skutečnost, zda je obchodován v obchodním systému regulovaném podle MiFID II (tj. na regulovaném trhu, mnohostranném obchodním systému nebo organizovaném obchodním systému)¹⁸². V tomto ohledu někteří autoři upozorňují, že také čistě užité tokeny nebo hybridní tokeny s prvky derivátů, které jsou obchodovány v obchodním systému regulovaném MiFID II, mohou být klasifikovány jako finanční nástroje a spadat pod režim MiFID II bez ohledu na to, pod jakou kategorií tokenu byly zařazeny¹⁸³. Jinými slovy, také kryptoaktiva, která nenaplnují charakteristiky základních kategorií finančních nástrojů, mohou být v konečném důsledku klasifikována jako finanční nástroje, obsahují-li derivátový komponent a jsou-li obchodovány v regulovaných obchodních systémech. Konkrétní posouzení, v jakých případech lze kryptoaktivum klasifikovat jako derivát, pak bude opět záviset na národní implementaci MiFID II, specifických vlastnostech kryptoaktiva a okolnostech jeho obchodování.

Lze tedy shrnout, že jako finanční nástroje lze klasifikovat především kryptoaktiva z kategorie investičních tokenů, případně některá hybridní kryptoaktiva¹⁸⁴. Čistě užité a platební tokeny budou jako finanční nástroje klasifikovány spíše ve výjimečných případech¹⁸⁵. Nicméně, klasifikace kryptoaktiva jako finančního nástroje se napříč vnitřním trhem může v důsledku rozdílného vymezení finančního nástroje v národních právních rádech lišit. Tuto skutečnost dokazuje průzkum ESMA z roku 2018, z něhož vyplynulo, že téměř všechny vnitrostátní regulatorní orgány mívají potíže s určením, kdy jsou kryptoaktiva regulována a kdy ne¹⁸⁶.

¹⁸⁰ MiFID II, bod 8 preambule.

¹⁸¹ ANNUNZIATA, Filippo. *Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*. [online]. Bocconi University, 11. února 2019 [cit. 2021-03-25]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3332485> nebo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3332485> s 42.

¹⁸² Op. cit. ZETZSCHE, Dirk A., ANNUNZIATA, Filippo, ARNER, Douglas W., BUCKLEY, Ross P. *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*. [cit. 2021-03-25] s. 22.

¹⁸³ Op. cit. ANNUNZIATA, Filippo. *Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*. [cit. 2021-03-25]. s 43. nebo op. cit. ZETZSCHE, Dirk A., ANNUNZIATA, Filippo, ARNER, Douglas W., BUCKLEY, Ross P. *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*. [cit. 2021-03-25] s. 22.

¹⁸⁴ Op. cit. ESMA. *Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs*. [cit. 2021-03-08]. s. 3.

¹⁸⁵ Op. cit. ESMA. *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. [cit. 2021-02-04] s. 19.

¹⁸⁶ ESMA. *Report: Licensing of FinTech business models*. [online]. Paříž: ESMA, 12. července 2019 [cit. 2021-03-25]. ESMA50-164-2430. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf. s. 16.

Správné zodpovězení otázky, zda je možné kryptoaktivum klasifikovat jako finanční nástroj, resp. pod jakou kategorií finančních nástrojů kryptoaktivum zařadit, je přitom klíčové pro určení, jaký okruh právních předpisů bude možné aplikovat¹⁸⁷.

3.1.3. Regulace kryptoaktiv klasifikovaných jako finanční nástroje a její nedostatky

V případě, že jsou kryptoaktiva klasifikována jako převoditelné cenné papíry nebo jiné kategorie finančních nástrojů dle MiFID II, použije se na činnosti s nimi spojené plná sada unijních pravidel jako v případě jiných finančních nástrojů. Mezi aplikovatelné předpisy patří vedle MiFID II a MiFIR především nařízení o prospektu¹⁸⁸, směrnice o transparentnosti¹⁸⁹, nařízení o zneužívání trhu¹⁹⁰ (dále jen *MAR*), nařízení o prodeji na krátko¹⁹¹, nařízení EMIR¹⁹², směrnice o neodvolatelnosti zúčtování (dále jen *SFD*)¹⁹³, nařízení o centrálních depozitářích cenných papírů¹⁹⁴ (dále jen *CSDR*), směrnice o dohodách o finančním zajištění¹⁹⁵, nebo v případě kryptoaktiv klasifikovaných jako podílové jednotky subjektů kolektivního investování také směrnice známé jako *UCITS*¹⁹⁶ a *AIFMD*¹⁹⁷.

Nicméně, jelikož stávající regulační rámec nebyl navržen s ohledem na DLT a kryptoaktiva, existují při jeho aplikaci na finanční nástroje ve formě kryptoaktiv (dále jen *security tokeny*) značné mezery a nedostatky, které mohou efektivní vydávání a provádění činností souvisejících se *security tokeny* omezovat, nebo mu dokonce bránit.

¹⁸⁷ Op. cit. ESMA. *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. [cit. 2021-02-04] s. 20 – 21.

¹⁸⁸ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES. In: *Úř. věst. L 168*, 30. června 2017.

¹⁸⁹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES. In: *Úř. věst. L 390*, 31. prosince 2004.

¹⁹⁰ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES. In: *Úř. věst. L 173*, 12. června 2014.

¹⁹¹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 236/2012 ze dne 14. března 2012 o prodeji na krátko a některých aspektech swapů úvěrového selhání. In: *Úř. věst. L 86*, 24. března 2012.

¹⁹² Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů. In: *Úř. věst. L 201*, 27. července 2012.

¹⁹³ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/44/ES ze dne 6. května 2009, kterou se mění směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry a směrnice 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění, pokud jde o propojené systémy a pohledávky z úvěru. In: *Úř. věst. L 146*, 10. června 2009.

¹⁹⁴ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnic 98/26/ES a 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 236/2012. In: *Úř. věst. L 257*, 28. srpna 2014.

¹⁹⁵ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/47/ES ze dne 6. června 2002 o dohodách o finančním zajištění. In: *Úř. věst. L 168*, 27. června 2002.

¹⁹⁶ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP). In: *Úř. věst. L 302*, 17. listopadu 2009.

¹⁹⁷ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010. In: *Úř. věst. L 174*, 1. července 2011.

Některá pravidla stávající finanční regulace byla vytvořena na míru *tradičním* finančním nástrojům a nelze je tak na DLT a security tokeny vůbec použít¹⁹⁸. Současně ve stávající právní úpravě existují mezery vyplývající z právních, technologických a provozních zvláštností souvisejících s užitím DLT, které nejsou existující finanční regulací adresovány¹⁹⁹. Zároveň současná centralizovaně koncipovaná pravidla vůbec nepočítají s infrastrukturami založenými na permissionless DLT, které omezují přítomnost centrálních entit a zprostředkovatelů typických pro tradiční finanční sektor²⁰⁰, a vůbec tak nezohledňují stále populárnější decentralizované způsoby poskytování finančních služeb (De-Fi)²⁰¹. Nejasnosti a překážky však vyvstávají také v souvislosti s infrastrukturami využívajícími centralizovaná řešení a permissioned DLT, jejichž specifickému fungování stávající požadavky neodpovídají²⁰². Současná unijní právní úprava postavená na regulaci zprostředkovatelů a tržních infrastruktur odděleně poskytujících služby v jednotlivých fázích existenčního cyklu aktiva²⁰³ nikterak nereflektuje, že DLT umožňuje řadu činností, pro něž jsou nyní vyžadovány oddělené entity (emise, obchodování, zúčtování, vypořádání nebo úschovu), sloučit a celý proces tak značně urychlit²⁰⁴.

V důsledku nedostatku technologické neutrality stávající finanční regulace pak trh kryptoaktiv postrádá infrastruktury finančního trhu, které by poskytovaly služby obchodování nebo vypořádání kryptoaktiv²⁰⁵. Současně, následkem neexistence dostatečné právní jistoty ohledně aplikace stávající regulace je jen sporadické vydávání security tokenů a omezení potenciálně velmi přínosného využívání technologie DLT na finančních trzích, a to navzdory značnému zájmu účastníků trhu²⁰⁶. Významné příležitosti pro primární trh by přitom mohlo poskytnout vydávání kryptoaktiv skrze již zmíněné ICOs, které představují nový, velmi efektivní nástroj pro získávání kapitálu především malými a středními podniky (dále jen *SMEs*), jež nemají

¹⁹⁸ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 14.

¹⁹⁹ Ibid.

²⁰⁰ Op. cit. ESMA. *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. [cit. 2021-02-04] s. 37.

²⁰¹ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 14. Popularity De-Fi si všímá také ESMA, která ve své nedávné zprávě uvedla, že oblast De-Fi může i přes možné výhody představovat specifické regulatorní a dohledové výzvy, a proto ji bude nadále sledovat. Op. cit. ESMA. *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*. [cit. 2021-03-17]. s. 55

²⁰² Op. cit. ESMA. *Report: Licensing of FinTech business models*. [cit. 2021-03-25]. s. 17.

²⁰³ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 15.

²⁰⁴ OECD. *The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets*. [online]. OECD, 2020 [cit. 2021-03-28]. Dostupné z: <http://www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-for-Financial-Markets.pdf>. s. 32 nebo op. cit. ECB. *The use of DLT in post-trade processes*. [cit. 2021-7-3]. s. 12

²⁰⁵ PRR, bod 3 preambule.

²⁰⁶ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 21 a 29.

možnost financování jinými cestami²⁰⁷. Zároveň mohou ICOs vyvíjet tlak na stávající zdroje financování a vést tak ke zlepšení podmínek poskytovaných již zavedenými institucemi²⁰⁸. Zefektivněním procesu získávání kapitálu a posílením hospodářské soutěže by financování SMEs a vydávání kryptoaktiv mohlo probíhat nejen levnějším, rychlejším a transparentnějším, ale také inkluzivnějším způsobem²⁰⁹.

V neposlední řadě může odlišná vnitrostátní implementace a interpretace unijních předpisů v oblasti finančních služeb vést k pokušení některých účastníků trhu lokalizovat své činnosti v členských státech s pružnějším přístupem k používání DLT či s úžeji vymezenou definicí finančních nástrojů, aby se tak vyhnuli uplatňování přísných pravidel unijní regulace²¹⁰.

Současná podoba regulace tak ve svém souhrnu brání rozsáhlejšímu testování inovativních řešení spojených s DLT na finančních trzích a odepírá tak nejen účastníkům, ale i uživatelům jednotného vnitřního trhu řadu výhod, které by využití DLT mohlo přinést²¹¹. Nedostatky unijní regulace v oblasti finančních služeb ovšem nejsou omezeny pouze na některá již existující ustanovení a jejich nevhodnost při aplikaci v souvislosti s kryptoaktivy a DLT, nýbrž největší nedostatky nynější regulace spočívají v její absenci, tedy v neexistenci jakékoliv unijní právní úpravy vztahující se na tu část trhu kryptoaktiv, které jako finanční nástroje či elektronické peníze klasifikovat nelze.

3.1.4. Rizika kryptoaktiv nacházejících se mimo působnost unijní finanční regulace

Jelikož většina kryptoaktiv v současné době nespadá do kategorií aktiv regulovaných pomocí právních předpisů Unie z oblasti finančních služeb, neexistují na unijní úrovni žádná pravidla, s výjimkou AML – CFT oblasti, která by činnosti související s těmito kryptoaktivy regulovala, v důsledku čehož jsou jejich držitelé vystaveni značným rizikům. Mezi nejvýznamnější rizika patří absence přístupu k dostatečným a/nebo adekvátním informacím²¹²,

²⁰⁷ OECD. *Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing*. [online]. OECD, 2019 [cit. 2021-03-28]. Dostupné z: <https://www.oecd.org/finance/ICOs-for-SME-Financing.pdf>. s 31.

²⁰⁸ Ibid.

²⁰⁹ OECD odhaduje, že náklady na ICO v hodnotě okolo 1 milionu USD se pohybují okolo 3 % ze získané částky oproti 10 – 12 % v případě IPO, což by představovalo výrazné zlevnění procesu veřejného nabízení kryptoaktiv. Op. cit. OECD. *Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing*. [cit. 2021-03-28]. s 20. Zároveň, studie vypracovaná ve spolupráci Centra udržitelných financí HSBC a Aliance pro udržitelné digitální financování dokonce uvádí, že vydávání dluhopisů na DLT může přinést úsporu nákladů více než desetinásobku oproti vydávání dluhopisů mimo DLT. HSBC CENTRE OF SUSTAINABLE FINANCE AND SUSTAINABLE DIGITAL FINANCE ALLIANCE. *Blockchain: Gateway for sustainability-linked bonds*. [online]. 24. září 2019 [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://greendigitalfinancealliance.org/wp-content/uploads/2019/12/blockchain-gateway-for-sustainability.pdf>. s. 5.

²¹⁰ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 18.

²¹¹ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 15.

²¹² Zetsche a kolektiv provedli v roce 2018 analýzu více než 1000 ICOs (v té době zhruba 1/3 všech ICOs), jejímž výsledkem bylo zjištění, že většina z analyzovaných ICOs poskytla potencionálním investorům tak málo informací finančního

náchylnost neregulovaných trhů k větší míře výskytu podvodných praktik²¹³ a nebezpečí selhání poskytovatelů služeb, kteří nejsou v důsledku absence minimálních standardů řízení rizik povinni zavést vhodné kontrolní systémy²¹⁴.

Neexistence pravidel může dále vést k podstatným rizikům pro integritu trhu s kryptoaktivy, včetně jeho manipulace, a to v důsledku skutečnosti, že na kryptoaktiva neklasifikovaná jako finanční nástroje se nevztahují pravidla nařízení MAR, jež mají za cíl zneužívání trhu zabránit²¹⁵. Obchodní platformy pro kryptoaktiva navíc nepodléhají požadavkům na transparentnost ani pravidlům o střetu zájmů, což nebezpečí manipulace s trhem dále zvyšuje.

Některé členské státy se již kvůli nedostatku unijní regulace kryptoaktiv uchýlily k zavádění vlastních regulací²¹⁶, vytvářených na míru specifikům jednotlivých zemí, a fragmentace trhu kryptoaktiv vyvolaná nedostatečnou harmonizací pravidel v oblasti finančních služeb je tímto jen umocňována²¹⁷. Roztříštěnost regulace vnitřního trhu pak může některé poskytovatele služeb nebo vydavatele kryptoaktiv motivovat uchýlovat se do jurisdikcí s příznivou nebo žádnou regulací kryptoaktiv, čímž vzniká riziko regulatorní arbitráže²¹⁸. Odlišnosti ve vnitrostátních pravidlech a rozdílné regulatorní požadavky zároveň vytváří značnou složitost a právní nejistotu jak pro podnikatele, kteří by měli zájem své činnosti vykonávat na přeshraniční bázi²¹⁹, tak pro spotřebitele, kteří jsou vystaveni riziku potencionálně odlišné úrovně ochrany, a v neposlední řadě nepomáhá ani výkonu dohledu a koordinaci aktivit jednotlivých regulátorů.

charakteru, že jejich rozhodnutí financovat ICOs nemohlo být založeno na racionálních úvahách. ZETZSCHE, Dirk A., BUCKLEY, Ross P., ARNER, Douglas W., FÖHR, Linus. *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators*. [online]. European Banking Institute, 2018 [cit. 2021-02-25]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3072298>. s. 15.

²¹³ Jelikož, na rozdíl od prospektu, obsah ani forma bílé knihy doprovázející primární nabídku kryptoaktiv nepodléhá standardizovaným požadavkům, v jednotlivých bílých knihách bývají velké rozdíly co do kvantity i kvality uveřejňovaných informací. Bílé knihy a propagační materiály mohou nadhodnocovat některé výhody nabízených kryptoaktiv a nedostatečně varovat před souvisejícími riziky, jako je volatilita hodnoty kryptoaktiv nebo nedostatek regulace, což vede k nebezpečí, že investoři správně neporozumí svým právům a rizikům spojeným s kryptoaktivy a utrpí tak nemalé ztráty v důsledku nákupu kryptoaktiv neodpovídajících jejich potřebám a rizikovému profilu. Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 16

²¹⁴ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 17.

²¹⁵ Ibid.

²¹⁶ Vnitrostátní regulaci kryptoaktiv již z členských zemí EU zavedly Malta, Francie a Německo, ze zemí EHP je to pak Švýcarsko a Lichtenštejnsko.

²¹⁷ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 89 – 90.

²¹⁸ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 19.

²¹⁹ Ibid.

Zejména kryptoaktiva z kategorie tzv. stablecoinů pak mohou představovat další výzvy co se týče finanční stability, monetární politiky a transmise měnové suverenity²²⁰. Některé činnosti, především ty související se správou rezervních aktiv sloužících ke stabilizaci hodnoty stablecoinů, zvyšují jejich provázanost se stávajícím finančním systémem²²¹. Určité stablecoiny, zejména ty sponzorované velkými technologickými nebo finančními společnostmi, by se navíc díky omezené volatilitě jejich hodnoty mohly brzy stát široce využívanými prostředky směny a uchovateli hodnoty, a to v celosvětovém měříku (tzv. *globální stablecoiny*). S tím souvisejí obavy, že pokud by se globálním stablecoinům podařilo na trhu uchytit a široká veřejnost by je začala používat na denní bázi pro velkou část svých plateb, mohlo by dojít k přesunu podstatné kontroly měnové politiky z centrálních bank na soukromé společnosti, které s jejím řízením nemají žádné zkušenosti²²². Jak vyplynulo z průzkumu provedeného Pracovní skupinou G7 z roku 2019, stablecoiny by mohly nejen oslabit účinek měnové politiky na domácí úrokové míry a úvěrové podmínky, ale také umožnit vyšší přeshraniční mobilitu kapitálu a ovlivnit tak domácí opatření pro jeho kontrolu²²³. V případě, že se některé stablecoiny stanou systematicky důležitými entitami, je pak vznik s nimi spojených rizik pro finanční stabilitu a měnovou politiku o to pravděpodobnější a palčivější²²⁴. Značná část stablecoinů navíc v dnešní době neuděluje jejich držitelům práva na zpětný odkup, což ponechává investory zcela mimo jakoukoliv regulatorní ochranu²²⁵.

Všechna uvedená a další související rizika byla podnětem k vytvoření návrhu první komplexní unijní regulace kryptoaktiv, tj. návrhů nařízení MiCA a PRR, přičemž návrh MiCA bude předmětem čtvrté kapitoly. Než ale přejdu k podrobné analýze uvedeného návrhu, je třeba věnovat krátkou pozornost regulaci oblasti boje proti praní špinavých peněz a financování terorismu, jež je v souvislosti s kryptoaktivy, resp. virtuálními měnami v kontextu AML-CFT legislativy, jednou z těch nejvíce skloňovaných.

²²⁰ FSB. *Regulation, Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements*. Final Report and High-Level Recommendations [online]. FSB, 13. října 2020 [cit. 2021-03-02]. Dostupné z: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P131020-3.pdf> s. 7.

²²¹ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 20.

²²² ZETZSCHE, Dirk A., BUCKLEY Ross P., ARNER Douglas W., *Regulating LIBRA: The Transformative Potential of Facebook's Cryptocurrency and Possible Regulatory Responses*. [online]. European Banking Institute, Červenec 2019 [cit. 2021-03-28]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3414401> s. 23.

²²³ G7 WORKING GROUP ON STABLECOINS. *Investigating the impact of global stablecoins*. [online]. BIS, Říjen 2019. [cit. 2021-03-28]. Dostupné z <https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.pdf>. s. 15.

²²⁴ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 20.

²²⁵ Ibid.

3.2. Legislativa v oblasti AML-CFT

Rizika zneužívání kryptoaktiv k páčání trestné činnosti, k čemuž by mohla být potencionálně vhodná (pseudo)anonymita spojená s některými z nich, byla jedněmi z prvních, k nimž se unijní orgány začaly v jejich souvislosti vyjadřovat²²⁶. Klíčovým krokem z hlediska regulace kryptoaktiv na úrovni EU bylo přijetí 5. AML směrnice, kterou byly členské státy povinny transponovat do svých právních řádů ke dni 10. ledna 2020. Ačkoliv unijní orgány volaly po zahrnutí určitých poskytovatelů služeb spojených s kryptoaktivy pod povinné osoby v rámci unijní AML-CFT legislativy již dříve²²⁷, stalo se tak právě až s přijetím 5. AML směrnice v roce 2018, která mezi povinné osoby nově zahrnuje *poskytovatele směnářenských služeb mezi virtuálními měnami a měnami s nuceným oběhem a poskytovatele virtuálních peněženek*²²⁸. Uvedení poskytovatelé služeb zahrnujících virtuální měny jsou tak, stejně jako tradiční finanční instituce a jiné povinné osoby, povinni plnit povinnosti vyplývající z AML-CFT legislativy, včetně povinné registrace u národních dohledových orgánů²²⁹.

Nicméně, od přijetí 5. AML směrnice se vývoj na trhu kryptoaktiv značně vyvinul nejen co do druhů a počtu kryptoaktiv, ale také co do množství služeb souvisejících s kryptoaktivy a poskytovatelů těchto služeb vstupujících na trh²³⁰. V reakci na tento vývoj učinila v říjnu 2018 FATF změny ve svých Doporučeních považovaných za globální standard AML - CFT legislativy a výslovně tak stanovila, že se Doporučení vztahují také na finanční činnosti zahrnující virtuální aktiva a poskytovatele služeb s těmito aktivy souvisejícími²³¹. V této souvislosti FATF přijala dvě nové definice²³², a to definici *virtuálního aktiva a poskytovatele služeb souvisejících s virtuálním aktivem*²³³.

Ve srovnání 5. AML směrnice a Doporučení FATF je zřejmé, že rozsah působnosti 5. AML směrnice byl již v době přijetí 5. AML směrnice zcela nedostatečný a výrazně zaostává za tím, co

²²⁶ Op. cit. ECB. *Virtual Currency Schemes*. [cit. 2021-02-01]. s. 6.

²²⁷ Op. cit. EBA. *Warning to consumers on virtual currencies*. [cit. 2021-02-04] s. 2. Shodně op. cit. EBA. *EBA Opinion on 'virtual currencies'*. [cit. 2021-02-02]. s. 44.

²²⁸ 5. AML směrnice, čl. 2 odst. 1 bod 3 písm. g) a h).

²²⁹ 5. AML směrnice, čl. 47 odst. 1.

²³⁰ Op. cit. HOUBEN, Robby, SNYERS Alexander. *Crypto-assets. Key developments, regulatory concerns and responses*. [cit. 2021-03-22]. s. 46.

²³¹ FATF. *FATF Report to G20 Leaders' Summit*. [online]. Japonsko, Francie, Červen 2019 [cit. 2021-03-28]. Dostupné z: www.fatf-gafi.org/publications/fatfgeneral/documents/report-g20-leaders-jun-2019.html. s. 2.

²³² Op. cit. FATF. *International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation*. The FATF Recommendations. [cit. 2021-02-04] s. 130.

²³³ V současné době FATF podrobuje revizi svou Metodiku k rizikově orientovanému přístupu k virtuálním aktivům (VA) a poskytovatelům služeb virtuálních aktiv (VASP) publikovanou v červnu 2019, aby lépe odpovídala vývoji, jež se na trhu kryptoaktiv od její publikace odehrál. Změny by se měly týkat šesti hlavních oblastí, přičemž značná pozornost je věnována mj. stablecoinům a De-Fi, zmírnění rizik peer-to-peer transakcí a ujasnění tzv. travel rule. FATF. *Public consultation on FATF draft guidance on a risk-based approach to virtual assets and virtual asset service providers*. In: *Fatf-gafi.org*. [online]. Fatf-gafi, Březen 2021 [cit. 2021-04-02]. Dostupné z: <https://www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/documents/public-consultation-guidance-vasp.html>.

je považováno za současný mezinárodní standard AML - CFT v oblasti kryptoaktiv²³⁴. Této skutečnosti si jsou a již v minulosti byly vědomy jak unijní²³⁵, tak vnitrostátní orgány, včetně českého zákonodárce. Česká legislativa tak byla v oblasti AML – CFT oproti té unijní poměrně pokroková a již před přijetím 5. AML směrnice, s účinností k 1. lednu 2017, byly do působnosti českého AML zákona²³⁶ jako povinné osoby zahrnuty všechny *osoby poskytující služby spojené s virtuální měnou*. K 1. lednu 2021 byl pak za účelem souladu s mezinárodní praxí termín virtuální měna nahrazen širším označením virtuální aktivum²³⁷ a okruh povinných osob byl ještě rozšířen²³⁸.

Se stejným cílem jako český zákonodárce a se snahou adresovat nedostatky stávající regulace v oblasti AML-CFT byl v roce 2020 vytvořen Komisí nový akční plán, v rámci něhož byl v červenci letošního roku představen Balíček opatření pro boj proti praní špinavých peněz a financování terorismu (dále jen *Balíček AML-CFT*)²³⁹. Klíčovým bodem Balíčku AML-CFT pro rok 2021 je návrh na přesun částí stávající 5. AML směrnice do přímo použitelného nařízení, včetně vytvoření celounijního systému dohledu v oblasti AML-CFT²⁴⁰. Co se týče kryptoaktiv, nejdůležitějším aspektem nového materiálu bude rozšíření oblasti působnosti unijní AML-CFT legislativy na všechny typy poskytovatelů služeb souvisejících s kryptoaktivy, aby tak byla uvedena do souladu s Doporučeními FATF²⁴¹.

V oblasti AML nelze opomenout také 6. AML směrnici, kterou měly členské státy povinnost implementovat do svých právních řádů do 3. prosince 2020, přičemž povinné osoby se musely požadavkům 6. AML směrnice přizpůsobit do 3. června 2021. Působnosti 6. AML

²³⁴ 5. AML směrnice se např. nevztahuje na činnosti jako je poskytování služby směny virtuální měny s jinou virtuální měnou nebo poskytování finančních služeb souvisejících s vydáváním nebo prodejem kryptoaktiv.

²³⁵ Op. cit. ESMA. *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. [cit. 2021-02-04] s. 36. Shodně op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04]. s. 20 – 21.

²³⁶ Česká republika. Zákon č. 253/2008 Sb., ze dne 5. června 2008, o některých opatřeních proti legalizaci vynosů z trestné činnosti a financování terorismu, ve znění pozdějších předpisů. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 2008, částka 80, s. 3686 – 3712. Dostupné z: https://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=253/2008&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

²³⁷ Účelem změny terminologie bylo pokrýt více funkcí virtuálních aktiv, a to kromě funkce platební obsažené pod pojmem virtuální měna také funkci směnnou a investiční.

²³⁸ Osobou poskytující služby spojené s virtuálním aktivem se pro účely tohoto zákona rozumí osoba, která jako předmět své podnikatelské činnosti kupuje, prodává, uchovává, pro jiného spravuje, *převádí* nebo zprostředkovává nákup nebo prodej virtuálního aktiva, *poskytuje finanční služby týkající se nabídky nebo prodeje virtuálního aktiva*, případně poskytuje jiné *obdobné* služby spojené s virtuálním aktivem (kurziva přidána autorkou pro rozlišení změn oproti předchozí úpravě). Ustanovení § 4 odst. 8 AML zákona, ve znění účinném ke dni 1. 1. 2021.

²³⁹ EVROPSKÁ KOMISE. Anti-money-laundering and countering the financing of terrorism legislative package. In: *Ec.europa.eu*. [online]. Evropská unie, 20. července 2021 [cit. 2021-7-2]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/publications/210720-anti-money-laundering-countering-financing-terrorism_en.

²⁴⁰ EVROPSKÁ KOMISE. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing the Authority for Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism and amending Regulations (EU) No 1093/2010, (EU) 1094/2010, (EU) 1095/2010* [online]. Brusel: Evropská Komise, 20. července 2021 [cit. 2021-08-05]. COM(2021) 421 final. 2021/0240(COD). Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0421>.

²⁴¹ EVROPSKÁ KOMISE. *Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo finančního terorismu*. [online]. Brusel: Evropská Komise, 20. července 2021 [cit. 2021-08-05]. COM(2021) 420 final. 2021/0239(COD). Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021PC0420&from=EN>.

směrnice se vztahuje na všechny povinné osoby podle právních předpisů implementujících 5. AML směrnici, tedy včetně poskytovatelů služeb spojených s virtuální měnou. Cílem 6. AML směrnice je standardizovat přístup členských států k trestné činnosti spojené s praním špinavých peněz prostřednictvím harmonizace definice trestné činnosti, včetně rozšíření okruhu trestných činů spadajících pod tuto definici, vztažením trestní odpovědnosti také na právnické osoby a zpřísněním sankcí.

3.3. Shrnutí

V současné době je možnost regulace kryptoaktiv prostřednictvím platných unijních předpisů značně omezená. Specifickou právní úpravu kryptoaktiv obsahuje 5. AML směrnice, která je ovšem úzce zaměřená pouze na účely boje proti praní špinavých peněz a financování terorismu a ve srovnání s mezinárodními standardy navíc značně zaostává. Komplexnější úpravu některých kryptoaktiv poskytuje stávající unijní legislativa v oblasti finančních služeb, ale pouze v případě, pokud jsou kryptoaktiva považována za finanční nástroje ve smyslu MiFID II, nebo elektronické peníze podle EMD2. To má za následek, že se nyní významné množství kryptoaktiv nachází mimo existující unijní regulaci a dohled.

V případě zařazení kryptoaktiva pod některou z uvedených kategorií se na osoby tato aktiva vydávající a poskytující služby s nimi spojené vztáhne celá řada regulatorních požadavků, včetně povinnosti získat příslušné povolení nebo se podrobit registraci. Nicméně, jelikož při přípravě aktuálně platné právní úpravy nebyla existence kryptoaktiv a jejich specifická povaha předvídána, objevuje se v souvislosti s aplikací a výkladem existující regulace na oblast kryptoaktiv řada otázek, na něž stávající právní předpisy neposkytují odpověď. Okruh regulovaných kryptoaktiv se navíc z důvodu nedostatečné harmonizace napříč jednotlivými státy značně liší, což k právní jistotě žádného z účastníků trhu s kryptoaktivy bez pochyby nepřispívá.

Naopak, nejistota pramenící z absence jednotného unijního regulatorního rámce s sebou přináší množství rizik. Snaha některých národních dohledových orgánů se s touto nepříznivou situací alespoň částečně vypořádat vede k fragmentaci vnitřního trhu, nerovným podmínkám pro jeho účastníky a vytváření příležitostí pro regulatorní arbitráž. Nejednotnost rovněž brání většímu napojení kryptoaktiv na již existující regulovanou infrastrukturu tradičních poskytovatelů finančních služeb, efektivnímu výkonu činností na přeshraniční bázi a zpomaluje vývoj inovativních technologií²⁴².

²⁴² Op. cit. ESMA. *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. [cit. 2021-02-04] s. 37.

DLT a kryptoaktiva přitom nabízejí spoustu výhod umožňujících zefektivnění a zlevnění celé řady procesů a činností ve finančním sektoru²⁴³. Použití DLT na sekundárních trzích má potenciál mimo jiné značně urychlit obchodování, zúčtování a vypořádání obchodů, usnadnit jejich evidenci a regulatorní dohled nebo snížit administrativní a provozní náklady, včetně zmírnění rizika protistrany²⁴⁴. Používání smart contractů by mohlo zlepšit vymáhání smluvních podmínek, automatizaci některých procesů a vést tak k redukci chyb a právních sporů²⁴⁵. Kryptoaktiva mohou přinést také řadu příležitostí z hlediska alternativních zdrojů financování či platebních nástrojů. Výrazné snížení nákladů, zvýšení rychlosti, transparentnosti a posílení konkurence by mohlo přinést také využívání platebních tokenů jakožto alternativy k tradičním platebním prostředkům, a to zejména v oblasti přeshraničních plateb²⁴⁶. Snížené náklady promítnuté do nižších cen mohou přispět k široké adopci²⁴⁷ a finanční inkluzi té části populace, která v současné době nemá přístup k finančním službám poskytovaným tradičními finančními institucemi²⁴⁸, přičemž největší potencionální výhody jsou v této oblasti přisuzovány stablecoinům²⁴⁹.

Výhod nabízených DLT a kryptoaktiva ovšem, obávám se, nebude možné dosáhnout bez existence adekvátního regulatorního rámce. Ač se objem prostředků putujících do oblasti kryptoaktiv stále zvyšuje, nedůvěra v integritu trhu kryptoaktiv zůstává hlavní překážkou jejich rozsáhlého používání ať už jako prostředku směny, nebo jako nové investiční příležitosti pro širší okruh investorů, zejména těch institucionálních. Při absenci regulatorních opatření na unijní úrovni bude stále více členských států s cílem řešit výše uvedené problémy pokračovat v přijímání reformy na vnitrostátní úrovni, což povede pouze k další fragmentaci vnitřního trhu, a zároveň účinně nesníží rizika vyplývající z přeshraniční povahy kryptoaktiv.

Přijetí vhodné celoevropské regulace by naopak mohlo výrazně přispět k právní jistotě, přilákat na trh nové účastníky, podnítit tradiční finanční instituce k adopci inovativních technologií

²⁴³ Op. cit. OECD. *The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets*. [cit. 2021-03-28]. s. 24 – 37.

²⁴⁴ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 21 – 23.

²⁴⁵ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 22.

²⁴⁶ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 25.

²⁴⁷ Op. cit. ZETZSCHE, Dirk A, BUCKLEY Ross P., ARNER Douglas W., *Regulating LIBRA: The Transformative Potential of Facebook's Cryptocurrency and Possible Regulatory Responses*. [cit. 2021-03-28]. s. 13 – 14.

²⁴⁸ Op. cit. ZETZSCHE, Dirk A, BUCKLEY Ross P., ARNER Douglas W., *Regulating LIBRA: The Transformative Potential of Facebook's Cryptocurrency and Possible Regulatory Responses*. [cit. 2021-03-28]. s. 12.

²⁴⁹ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 25.

a zlepšení jimi poskytovaných služeb a výrazně tak podpořit celkovou konkurenceschopnost vnitřního trhu. Vyplnění mezer ve stávající unijní legislativě by současně výrazně snížilo rizika vyplývající z jejich nedostatků pro investory, tržní integritu i finanční stabilitu a zabránilo potencionálnímu obcházení předpisů a regulatorní arbitráži. V neposlední řadě by jednotnost regulatorních pravidel usnadnila výkon činnosti na přeshraničním základě, což by s sebou mohlo přinést spoustu dalších výhod ve formě finančních i časových úspor a výrazně tak přispět k rozvoji projektů nadnárodního významu.

Jak je vidno, za neudržitelnou považovali současnou situaci na vnitřním trhu kryptoaktiv také evropští zákonodárci, kteří se jí rozhodli řešit vytvořením návrhu zcela nového komplexního regulatorního režimu pro kryptoaktiva. Popis a rozbor současné neutěšené situace a možností regulace kryptoaktiv prostřednictvím aktuálně platných unijních předpisů, včetně jejich nedostatků a důvodů, jež vedly k představení návrhů regulace nové, jsem se pokusila dostatečně podrobně, avšak bez zabíhání do přílišných podrobností, přiblížit v této kapitole, převážně zaměřené na právní úpravu v oblasti finančních služeb. Předmětem zbývajících částí této práce již nebude historie či současnost, ale především budoucnost, a to budoucnost regulace kryptoaktiv na evropské půdě. V čem spočívá jádro budoucí právní úpravy kryptoaktiv, jaká pozitiva i negativa současná verze návrhu MiCA obsahuje a rovněž zda a jak řeší nastíněný nepříznivý stav týkající se regulace kryptoaktiv v EU představím na následujících stranách.

4. Návrh první komplexní regulace kryptoaktiv na území Evropské unie

S ohledem na výše prezentované nedostatky stávající legislativy, doporučení evropských orgánů dohledu²⁵⁰, výsledky veřejných konzultací, vytyčené priority digitální agendy Evropské komise, včetně potřeby připravit Evropskou unii na výzvy, jež s sebou přinášejí inovativní technologie jako jsou DLT či kryptoaktiva, a jiné relevantní události publikovala Evropská Komise dne 24. září 2020 tzv. Balíček digitálních financí²⁵¹.

4.1. Balíček digitálních financí

Balíček digitálních financí zaměřený na podporu rozvoje finančních inovací při současném zachování dosaženého standardu ochrany spotřebitelů a vnitřního trhu je tvořen čtyřmi legislativními a dvěma nelegislativními dokumenty. Nelegislativní materiály tvoří Strategie EU v oblasti digitálních financí²⁵² (dále jen *DFS*), navazující na dřívější Strategii pro jednotný digitální trh v Evropě²⁵³, a Strategie pro malé platby²⁵⁴ (dále jen *SMP*). Zatímco širší DFS cílí obecně na usnadnění postupné digitální transformace evropského finančního sektoru, účelem SMP je zajistit adaptaci evropské platební infrastruktury na rychlý vývoj posledních let a posílit její nezávislost na velkých technologických společnostech známých jako *BigTechs*. S uvedenými strategiemi blízce souvisí také Strategie pro data²⁵⁵, jejichž význam a hodnota je dnes v oblasti technologického rozvoje téměř nevyčíslitelná.

Evropská komise si pro dosažení svého primárního cíle – digitální transformaci - stanovila čtyři hlavní priority:

²⁵⁰ Op. cit. ESMA. *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. [cit. 2021-02-04] s. 37 a op. cit. EBA. *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*. [cit. 2021-02-04], s. 29.

²⁵¹ EVROPSKÁ KOMISE. Balíček předpisů v oblasti digitálních financí: Komise vytyčila nový, ambiciózní přístup k podpoře odpovědných inovací ve prospěch občanů a podniků. In: *Ec.europa.eu* [online]. Brusel: Evropská komise, 24. září 2020 [cit. 2021-6-25]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_1684.

²⁵² EVROPSKÁ KOMISE. *Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů o strategii EU v oblasti digitálních financí*. [online]. Brusel: Evropská komise, 24. září 2020 [cit. 2021-02-17]. COM(2020) 591 final. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0591&from=EN>.

²⁵³ EVROPSKÁ KOMISE. *Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Strategie pro jednotný digitální trh v Evropě*. [online]. Brusel: Evropská komise, 6. května 2015 [cit. 2021-02-17]. COM (2015) 192 final. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0192>.

²⁵⁴ EVROPSKÁ KOMISE. *Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů o strategii EU pro malé platby*. [online]. Brusel: Evropská komise, 24. září 2020 [cit. 2021-02-17]. COM(2020) 592 final. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0592&from=EN>.

²⁵⁵ EVROPSKÁ KOMISE. *Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Evropská strategie pro data*. [online]. Brusel: Evropská komise, 19. února 2020 [cit. 2021-02-17]. COM/2020/66 final. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?lang1=CS&lang2=choose&lang3=choose&uri=CELEX:52020DC0066>.

- odstranit roztržičnost jednotného digitálního trhu finančních služeb, umožnit tak evropským spotřebitelům přístup k přeshraničním službám a pomoci evropským finančním podnikům rozšířit jejich digitální operace;
- zajistit, že bude regulační rámec EU usnadňovat digitální inovace v zájmu spotřebitelů a zefektivnění trhu;
- vytvořit evropský prostor pro finanční data podporující na datech založené inovace, včetně zlepšení přístupu k datům a jejich sdílení v rámci finančního sektoru; a
- řešit nové výzvy a rizika spojené s digitální transformací s důrazem na zásadu *stejná činnost, stejná rizika, stejná pravidla*, která je klíčová pro existenci rovných podmínek mezi tradičními finančními institucemi a novými subjekty na trhu²⁵⁶.

Vzhledem ke skutečnosti, že digitalizace již po desetiletí představuje významnou hybnou sílu pro celosvětovou ekonomiku a zasahuje stále více jejích oblastí, není překvapením, že podpora digitalizace byla Komisí stanovena jako klíčová priorita²⁵⁷. V praxi se nepostradatelnost digitálních technologií v nebyvalé míře projevila v posledním roce, kdy rozpuk pandemie Covid-19 podnítil a umocnil, ač zcela nedobrovolně, přesouvání stále větší části lidských životů do digitálního světa.

4.2. Legislativní akty tvořící Balíček digitálních financí

Vedle zmíněných právně nezávazných dokumentů obsahuje Balíček digitálních financí také návrhy čtyř právních předpisů, které by se daly dle předmětu úpravy rozdělit do dvou hlavních oblastí – regulace kryptoaktiv a využívání informačních a komunikačních technologií.

První a zároveň nejrozvinutější oblastí představeného souboru materiálů představují legislativní návrhy regulatorního rámce EU pro kryptoaktiva, jimiž jsou nařízení o trzích s kryptoaktivy (*MiCA*) a nařízení o pilotním režimu pro tržní infrastruktury vedené na technologii sdíleného registru (*PRR*). Přestože se prostředky, jimiž se návrhy *MiCA* a *PRR* snaží svých dílčích a vzájemně propojených záměrů dosáhnout, liší, hlavní cíl je společný, a tím je *zajistit, aby byl regulační rámec EU v oblasti finančních služeb vstřícný k inovacím a nepředstavoval překážky pro uplatňování nových technologií*²⁵⁸. Zatímco *MiCA* cílí na vytvoření trvalého komplexního

²⁵⁶ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů o strategii EU v oblasti digitálních financí*. [cit. 2021-02-17].

²⁵⁷ EVROPSKÁ KOMISE. *Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů: Formování digitální budoucnosti Evropy*. [online]. Brusel: Evropská komise, 19. února 2020 [cit. 2021-02-17]. COM (2020) 67 final. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=COM%3A2020%3A67%3AFIN>, nebo EVROPSKÁ KOMISE. *Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů: Chvilé pro Evropu: náprava škod a příprava na příští generaci*. [online]. Brusel: Evropská komise, 27. května 2020 [cit. 2021-02-17]. COM (2020) 456 final. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=COM:2020:456:FIN>.

²⁵⁸ Důvodová zpráva k *MiCA*, část 1. Souvislosti návrhu.

režimu pro doposud neregulovaná kryptoaktiva a s nimi související aktivity, PRR navrhuje zavedení dočasného testovacího prostředí pro provádění obchodních i poobchodních činností s vybranými typy kryptoaktiv klasifikovanými jako finanční nástroje dle MiFID II. Účelem prvního unijního pilotního režimu je umožnit vybraným účastníkům trhu experimentovat s DLT a kryptoaktivy tím způsobem, že v případě odůvodněné potřeby a za dodržení stanovených požadavků budou moci být osvobozeni od plnění některých požadavků stávající právní úpravy, které by jinak mohly bránit vývoji inovativních řešení, a to vše pod kontrolou příslušných orgánů²⁵⁹. Pilotní režim tak umožní získat znalosti a zkušenosti ohledně použití DLT ve finančním sektoru nejen účastníkům trhu, ale také regulatorním a dohledovým orgánům, kterým současně usnadní identifikaci těch oblastí unijních právních předpisů v oblasti finančních služeb, které představují potenciální překážky pro aplikaci DLT a kryptoaktiv²⁶⁰, a poskytne tak inspiraci a podklady pro budoucí novelizace stávající legislativy a vytvoření co nejvhodnějšího trvalého regulatorního režimu kryptoaktiv v EU²⁶¹.

V souhrnu by pak tento nový rámec pro kryptoaktiva ztělesněný uvedenými dvěma návrhy měl objasnit, která kryptoaktiva se kvalifikují jako *finanční nástroje* a spadají tedy pod stávající předpisy v oblasti finančních služeb a která budou naopak podléhat nově vytvořenému režimu MiCA.

Druhá oblast je reprezentována návrhem nařízení o digitální provozní odolnosti finančního sektoru (dále jen *DORA*)²⁶², usilujícím o nápravu nedostatečné pozornosti věnované v minulosti rizikům vyplývajícím ze stále rozsáhlejšího užívání informačních a komunikačních technologií.

Obě oblasti doplňuje návrh směrnice pozměňující některé předpisy z oblasti finančního sektoru²⁶³ (dále jen *změnová směrnice*), mající za cíl zajistit propojenost stávající legislativy s legislativou navrhovanou.

Primárním účelem představení uvedených legislativních návrhů byla zejména *potřeba nastavení legislativního rámce takovým způsobem, aby nevytvářel nezamýšlené překážky vývoji a implementaci nových inovativních finančních produktů a služeb a aby inovativní společnosti*

²⁵⁹ PRR, bod 5 preambule.

²⁶⁰ Ibid.

²⁶¹ PARENTI, Radostina. *Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs for FinTech*. Impact on Innovation, financial stability and supervisory convergence. [online]. Lucemburk: Evropský parlament, Září 2020 [cit. 2021-03-19]. ISBN 978-92-846-7139-7. Dostupné z: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652752/IPOL_STU\(2020\)652752_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652752/IPOL_STU(2020)652752_EN.pdf) s. 23.

²⁶² EVROPSKÁ KOMISE. *Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o digitální provozní odolnosti finančního sektoru a o změně nařízení (ES) č. 1060/2009, (EU) č. 648/2012, (EU) č. 600/2014 a (EU) č. 909/2014*. [online]. Brusel: Evropská komise, 24. září 2020. [cit. 2021-03-19]. COM(2020) 595 final. 2020/0266(COD). Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0595&from=EN>.

²⁶³ EVROPSKÁ KOMISE. *Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady, kterou se mění směrnice 2006/43/ES, 2009/65/ES, 2009/138/ES, 2011/61/EU, 2013/36/EU, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 a (EU) 2016/2341*. [online]. Brusel: Evropská komise, 24. září 2020. [cit. 2021-03-19]. COM(2020) 596 final. 2020/0268(COD). Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0596&from=EN>.

nebyly zatíženy nedůvodnou regulací, ale zároveň byla zajištěna náležitá ochrana uživatelů finančních služeb. Všechny uvedené návrhy jsou velmi významným krokem k rozvoji a vybudování jednotného digitálního evropského trhu, který bude v příštích desetiletích pro udržení a posílení konkurenceschopnosti Evropy na mezinárodní úrovni klíčový. Pro tuto práci je ovšem z důvodu jejího zaměření na regulaci kryptoaktiv klíčový především jeden z nich, a to návrh MiCA, jenž bude předmětem poslední, ale zároveň výrazně nejrozsáhlejší kapitoly této práce.

5. Nařízení o trzích s kryptoaktivy

MiCA, která představuje jeden ze dvou klíčových návrhů, prostřednictvím něhož se dlouhodobější úsilí Evropské unie o adekvátní regulaci kryptoaktiv dočkalo naplnění, má za cíl vytvořit regulaci *šitou na míru* různým typům kryptoaktiv, od užitných tokenů po významné platební tokeny, a stanovit jasná pravidla pro uskutečňování činností s nimi souvisejících.

Prioritou MiCA je dosáhnout naplnění čtyř základních a vzájemně souvisejících cílů, jimiž je:

- poskytnout právní jistotu prostřednictvím spolehlivého právního rámce, jasně definujícího regulatorní režim kryptoaktiv, která v současnosti nespádají do oblasti působnosti unijní finanční regulace;
- podporovat inovace vytvořením jednotných a přiměřených pravidel, která umožní snadné přeshraniční poskytování služeb a korektní hospodářskou soutěž;
- zaručit odpovídající úroveň ochrany spotřebitelů, investorů a integrity trhu, čímž by mělo dojít ke zvýšení důvěry v produkty a služby související s kryptoaktivy; a
- zajistit finanční stabilitu důsledným řešením rizik na úrovni celé EU²⁶⁴.

Pro dosažení uvedených cílů byla, stejně jako v případě návrhu PRR, Komisí zvolena forma nařízení, což zajistí, že budou-li návrhy evropskými zákonodárci přijaty, budou pravidla v nich obsažená použitelná jednotně v celém svém rozsahu ve všech členských státech EU a EHP²⁶⁵, a to okamžitě po jejich vstupu v platnost, aniž by bylo třeba prováděcího vnitrostátního aktu²⁶⁶. Volba Komise svědčí o důležitosti, jaká je pokrytí nynější regulatorní mezery a zajištění harmonizovaného přístupu ke kryptoaktivům napříč vnitřním trhem, na unijní půdě prisuzována. Nejen, že nařízení přispěje k eliminaci zvyšující se fragmentace vnitřního trhu vznikající v důsledku silících snah vnitrostátních zákonodárných orgánů o regulaci kryptoaktiv, ale zároveň vytvoří jeden z největších a nejvýznamnějších harmonizovaných regulatorních režimů pro kryptoaktiva. Důležité na tomto místě je, že, stejně jako v případě jiných unijních legislativních aktů bude Komise zmocněna přijmout akty v přenesené pravomoci k upřesnění technických prvků definic a upravit je tak, aby odpovídaly budoucímu tržnímu a technologickému vývoji²⁶⁷. Právní základ pro přijetí MiCA i PRR je obsažen v článku 114 Smlouvy o fungování EU, který umožňuje evropským institucím přijmout opatření, jejichž účelem je sblížení předpisů členských států a řádné fungování vnitřního trhu.

²⁶⁴ Důvodová zpráva k MiCA, část 1. Souvislosti návrhu.

²⁶⁵ Text návrhu MiCA má význam pro EHP.

²⁶⁶ Konsolidované znění smlouvy o fungování Evropské unie. In: *Úř. věst. C 326*, 26. října 2012.

²⁶⁷ MiCA, čl. 3 odst. 2.

MiCA, jež je inspirována stávající unijní regulací v oblasti finančních služeb, existujícími právními úpravami kryptoaktiv v jednotlivých členských státech i nelegislativními dokumenty významných nadnárodních i vnitrostátních orgánů a institucí, má nejen otevřenou ambici, ale dle mého přesvědčení také skutečný potenciál stanovit globální standardy pro regulaci a dohled v oblasti kryptoaktiv a s nimi souvisejících technologií. Vybudování jednotného, efektivně regulovaného a otevřeného trhu by mohlo přispět k přilákání jak personálních, tak také značných materiálních zdrojů a poskytnout Evropě konkurenční výhodu ve srovnání zejména s asijskými a americkými rivaly. Na druhou stranu, stanovení neadekvátních pravidel by mohlo rozvoj inovativních projektů na vnitřním trhu zbrzdit a globální konkurenceschopnost EU spíše poškodit.

Jak zdařilým návrhem MiCA nejen s ohledem na proklamované cíle skutečně je, se ukáže teprve v praxi, nicméně můj pohled na věc představím na následujících stránkách. Tato kapitola bude rozčleněna do pěti tematických podkapitol reflektujících strukturu MiCA, jež je formulovaná následovně.

Hlava I MiCA se zabývá oblastí působnosti a definicemi a je proto zcela zásadní částí analyzovanou v první podkapitole této části. Vlastní jádro MiCA představují Hlavy II až IV obsahující pravidla pro vydavatele kryptoaktiv. Hlava III a IV pojednává o dvou kategoriích kryptoaktiv, konkrétně tzv. tokenech vázaných na aktiva (dále také jen jako *ART* z angl. *asset-referenced tokens*) a elektronických peněžních tokenech (dále také jen jako *EMT* z angl. *electronic money tokens*), jež jsou společně označovány jako tzv. stablecoiny, včetně těch z nich klasifikovaných jako významné neboli globální stablecoiny. Hlava II se vztahuje na všechna ostatní kryptoaktiva spadající do působnosti MiCA, která nespádají do kategorie stablecoinů. Hlavám II až IV bude věnována druhá a třetí podkapitola. Čtvrtá část této kapitoly pak bude zaměřena na Hlavu V MiCA, jež se zabývá licenčními požadavky na poskytovatele služeb souvisejících s kryptoaktivy. Zbývající části MiCA jsou věnovány zejména pravidlům pro zabránění zneužívání trhu a výkonu dohledu nad vydavateli kryptoaktiv včetně rozdělení pravomocí mezi vnitrostátní a unijní orgány. Úprava hlav VI až IX bude tam, kde je to vhodné, průběžně zahrnuta v rámci analýzy prvních čtyř kapitol. Zbývající relevantní ustanovení budou následně stručně rozebrána na závěr této kapitoly.

5.1. Oblast působnosti a definice

Návrh nařízení MiCA by v případě, že dosáhne svých proklamovaných cílů, mohl být na *poli* kryptoaktiv přelomovým návrhem. Jeho přelomová povaha spočívá mj. v jeho potenciálu poskytnout dlouho vyhledávanou a doposud nedosaženou právní jistotu. MiCA je založena na předpokladu, že kryptaaktiva, která jsou již kategorizována jako security tokeny, případně ta s obdobnými funkcemi, a aktivity s nimi spojené budou regulovány prostřednictvím stávajícího regulatorního rámce pro finanční služby²⁶⁸. Na všechny ostatní typy tokenů, které naplní charakteristiky *kryptaaktiva* definovaného v MiCA, se uplatní nově vytvořený režim MiCA²⁶⁹, jenž je v podstatě modifikací zásad a pravidel známých z již existující finančně-právní úpravy. Cílem MiCA je tedy rozšířit okruh stávajícího regulatorního rámce v oblasti finančních služeb o nástroje a činnosti, které se v současné době nacházejí mimo jeho rozsah, a současně doplnit mezery identifikované v aktuální legislativě, včetně těch, které vznikly v důsledku vnitrostátních snah o regulaci kryptoaktiv a s nimi souvisejících technologií²⁷⁰. Za tímto účelem MiCA představuje vlastní terminologii, jež by měla určit, která kryptaaktiva budou regulována MiCA a která naopak pokryjí právní předpisy stávající.

Ústředním pojmem celé regulace je termín kryptoaktivum, velmi široce definovaný jako *digitální zachycení hodnoty nebo práv, které může být převáděno a ukládáno elektronicky pomocí technologie sdíleného registru nebo pomocí podobné technologie*²⁷¹. Účelem této univerzální, tzv. *catch-all* definice kryptoaktiv je zajistit, aby jejím prostřednictvím *byly podchyceny všechny druhy kryptoaktiv, které v současné době nespádají do působnosti právních předpisů Unie o finančních službách*²⁷². V souladu s předestřeným záměrem se MiCA výslovně nepoužije na již regulovaná kryptaaktiva, tedy ta, která lze klasifikovat jako finanční nástroje²⁷³, elektronické peníze²⁷⁴, s výjimkou elektronických peněz klasifikovaných jako elektronické peněžní tokeny (podrobněji dále), vklady²⁷⁵, strukturované vklady²⁷⁶ a sekuritizovaná aktiva²⁷⁷. Nedostatkům, které spatřuji v tomto regulatorním přístupu, z velké části založeném na negativním vymezení oblasti působnosti, se budu blíže věnovat v další podkapitole.

²⁶⁸ MiCA, čl. 2 odst. 2 písm. a).

²⁶⁹ MiCA, čl. 2 odst. 1.

²⁷⁰ MiCA, bod 3 a 5 preambule.

²⁷¹ MiCA, čl. 3 odst. 1 bod 2.

²⁷² MiCA, bod 8 preambule.

²⁷³ MiFID II, čl. 4 odst. 1 bod 15.

²⁷⁴ EMD2, čl. 2 bod 2

²⁷⁵ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/49/EU ze dne 16. dubna 2014 o systémech pojištění vkladů. In: *Úř. věst. L 173*, 12. června 2014. čl. 2 odst. 1 bod 3.

²⁷⁶ MiFID II, čl. 4 odst. 1 bod 43.

²⁷⁷ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/2402 ze dne 12. prosince 2017, kterým se stanoví obecný rámec pro sekuritizaci a vytváří se zvláštní rámec pro jednoduchou, transparentní a standardizovanou sekuritizaci a kterým se mění směrnice 2009/65/ES, 2009/138/ES, 2011/61/EU a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 648/2012. In: *Úř. věst. L 347*, 28. prosince 2017. čl. 2 bod 1.

V rámci nejobecnějšího pojmu *kryptoaktiva* MiCA dále rozlišuje několik kategorií, které jsou v závislosti na příležitostech a zejména rizicích s nimi spojených podrobeny specifickým, různě náročným regulatorním požadavkům. Členění kryptoaktiv užívané MiCA v základu vychází z již tradiční kategorizace na platební, investiční a užité tokeny²⁷⁸, nicméně bylo Komisí pro účely MiCA podměrně podstatně modifikováno.

Mezi specificky regulované kategorie kryptoaktiv patří užité tokeny na jedné straně a dva druhy platebních tokenů ze skupiny stablecoinů – tokeny vázané na aktiva a elektronické peněžní tokeny – na straně druhé. Zatímco pro stablecoiny MiCA vytváří z důvodu jejich potencionálně vyšší rizikovosti zcela specifickou regulaci upravenou v Hlavách III a IV, na užité tokeny se uplatní obecný režim vytvořený pro *kryptoaktiva jiná než tokeny vázané na aktiva a elektronické peněžní tokeny* podle Hlavy II MiCA, v rámci něhož je obsaženo jen minimum ustanovení upravujících zvlášť užité tokeny. Zjednodušeně řečeno tedy MiCA obsahuje dva regulatorní režimy – první pro kryptoaktiva jiná než stablecoiny, s určitými modifikacemi pro užité tokeny, a druhý, přísnější pro stablecoiny, zahrnující dva *podrežimy*.

Co se týče charakteristik první specificky regulované kategorie kryptoaktiv, užitých tokenů²⁷⁹, jejichž užitost spočívá v poskytování digitálního přístupu ke službám nebo zboží²⁸⁰, je jejich vymezení jako zvláštního druhu kryptoaktiva důležité zejména ve vztahu ke specifickým požadavkům týkajícím se zveřejňování informací o projektech, které dosud nejsou v provozu a přinášejí riziko, že k poskytnutí nabízeného zboží nebo služby nikdy nedojde²⁸¹.

Druhá a třetí kategorie tvořené dvěma druhy stablecoinů - ART a EMT - je charakteristická cílem těchto tokenů udržovat si stabilní hodnotu, nicméně rozdíl mezi nimi spočívá především v charakteru aktiv, na něž je jejich hodnota navázána. ART MiCA definuje jako *druh kryptoaktiva, jehož cílem je udržet stabilní hodnotu navázáním na hodnotu několika fiat měn, které jsou zákonným platidlem, jedné nebo několika komodit nebo jednoho či několika kryptoaktiv, případně na hodnotu kombinace těchto aktiv*²⁸². EMT pak představují kryptoaktiva usilující o stabilizaci své hodnoty navázáním na hodnotu jedné fiat měny²⁸³ a která jsou primárně určena jako prostředek směny. Speciální, avšak pouze okrajově zmíněnou podkategorii stablecoinů představují tzv. algoritmické stablecoiny, jež svou hodnotu udržují prostřednictvím algoritmických protokolů. Tyto jsou ovšem, na rozdíl od ART a EMT, v zásadě podrobeny obecnému režimu kryptoaktiv²⁸⁴.

²⁷⁸ Obdobným způsobem přistupuje k dělení tokenů také např. švýcarský dohledový orgán FINMA. Op. cit. FINMA. *Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)*. [cit. 2021-03-03]. s. 3.

²⁷⁹ MiCA, čl. 3 odst. 1 bod 5.

²⁸⁰ MiCA, bod 9 preambule.

²⁸¹ MiCA, čl. 4 odst. 3.

²⁸² MiCA, čl. 3 odst. 1 bod 3.

²⁸³ MiCA, čl. 3 odst. 1 bod 4.

²⁸⁴ MiCA, bod 26 preambule.

Z důvodu již zmiňovaného potencionálního systémového rizika stablecoinů pro evropskou ekonomiku byla vytvořena specifická kategorie tzv. globálních stablecoinů, do níž budou spadat stablecoiny naplňující alespoň tři z tzv. kritérií významnosti, jež budou podrobně specifikovány v regulačních technických normách vydaných Komisí²⁸⁵.

Na závěr první části této podkapitoly je nezbytné uvést, že do oblasti působnosti MiCA budou spadat jak osoby, které se zabývají vydáváním kryptoaktiv, tak ty, jež v Unii poskytují služby týkající se kryptoaktiv²⁸⁶. Některé subjekty, mezi něž patří např. ECB, národní centrální banky členských států při výkonu pravomoci jako měnový orgán, jiné orgány veřejné moci nebo veřejné mezinárodní organizace, jsou z působnosti MiCA výslovně vyloučeny²⁸⁷. Je tak postaveno na jisto, že na velmi diskutované digitální měny centrálních bank (CBDC) se nové nařízení nepoužije²⁸⁸.

5.1.1. Kritická analýza

Jak bylo uvedeno výše, mezi hlavní cíle MiCA patří vyplnění mezer ve stávající právní regulaci a zajištění právní jistoty prostřednictvím spolehlivého a jednoznačného právního rámce²⁸⁹. Zatímco vyplňování regulačních mezer MiCA dosahuje poměrně úspěšně, větší nedostatky lze nalézt co se týče druhého proklamovaného cíle.

Základem jednoznačného právního rámce a s ním spojené právní jistoty jsou přesné a vhodně formulované definice, klíčové nejen pro samotné vymezení oblasti působnosti, ale také pro následnou harmonizovanou aplikaci. Některé definice obsažené v MiCA, zejména definice DLT a kryptoaktiv, jsou ovšem v důsledku snahy zahrnout pod *svá křídla* co možná nejširší okruh doposud neregulovaných aktiv²⁹⁰ formulovány dle mého názoru až příliš rozsáhle.

Obsáhlé definice jistě pomohou vyřešit *bilá místa* v taxonomii stávajících předpisů, v jejichž důsledku se většina kryptoaktiv ocitla mimo jakoukoliv regulaci. Jako pozitivní lze hodnotit také snahu zahrnout pod široké definice předpoklad budoucího vývoje²⁹¹ a s tím související zmocnění Komise k přijetí aktů v přenesené pravomoci, jež na budoucí inovace umožní efektivně reagovat²⁹². Široké vymezení je rovněž v souladu s mezinárodními standardy FATF²⁹³, které doporučují interpretovat pojem kryptoaktiv extenzivním způsobem, aby byl omezen prostor

²⁸⁵ MiCA, Hlava III kapitola 5 a Hlava IV kapitola 2.

²⁸⁶ MiCA, čl. 2 odst. 1.

²⁸⁷ MiCA, čl. 2 odst. 3.

²⁸⁸ MiCA, bod 7 preambule.

²⁸⁹ Důvodová zpráva k MiCA, část 1.

²⁹⁰ MiCA, bod 8 preambule.

²⁹¹ Ibid.

²⁹² MiCA, čl. 3 odst. 2.

²⁹³ FATF. *Guidance for a risk-based approach*. Virtual assets and virtual assets service providers. [online]. Paříž, Červen 2019 [cit. 2021-02-25]. Dostupné z: <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/RBA-VA-VASPs.pdf> s. 13.

pro regulatorní arbitráž a obcházení právních předpisů. Zároveň je tímto způsobem částečně řešena problematika roztržičnosti právních regulací kryptoaktiv napříč členskými státy, jelikož v případě příliš úzkých definic hrozí, že si jednotlivé země kryptaaktiva, na něž se definice nevztáhne, opět začnou regulovat po svém²⁹⁴.

Nicméně, široká formulace definic a snaha o pokrytí co možná nejširšího okruhu aktiv s sebou přináší také značné nevýhody, především nedostatek konkretizace, široký prostor pro interpretaci a přetrvávající právní nejistota, jež maří úspěšné dosažení vytyčených záměrů.

Je tedy zřejmé, že regulační orgány čelí příslušnému kompromisu: širší definice pokrývající větší soubor kryptoaktiv, které však mohou být nejednoznačné a udržovat právní nejistotu vs. definice úzké přinášející jistotu, avšak na úkor efektivity a komplexnosti pokrytí trhu. Současné znění návrhu MiCA značí, že se Komise kloní spíše k prvně uvedenému přístupu²⁹⁵.

5.1.1.1. Kryptaaktiva

Jak již bylo zmíněno, MiCA staví na základním rozlišení mezi kryptaaktivy již regulovanými prostřednictvím stávající finanční regulace, která jsou z její oblasti působnosti vyloučena²⁹⁶, a kryptaaktivy neregulovanými, spadajícími pod MiCA, dále rozdělenými do několika kategorií²⁹⁷. Pro úspěšnou regulaci kryptoaktiv takovýmto způsobem je ovšem nezbytné, aby byly použité termíny jasně definovány a hranice mezi jednotlivými kategoriemi kryptoaktiv, především těmi regulovanými MiCA a těmi vyloučenými z její působnosti, jasně vymezeny.

Zatímco definice ART a EMT jsou formulovány poměrně podrobně, univerzální definice kryptoaktiv spadajících pod působnost MiCA je vymezena velmi rozsáhle, aniž by jasně uváděla charakteristiky relevantní pro zahrnutí tokenů pod režim navrhovaného nařízení. Bude tak ponecháno na každém členském státu, aby definice interpretoval a určil, jaký režim bude na kryptaaktivum aplikovat. V případě kryptoaktiv nespádajících mezi stablecoiny pak toto rozhodnutí mohou orgány činit až poté, co budou kryptaaktiva v Unii veřejně nabídnuta a obchodována, jelikož tyto aktivity v souvislosti s kryptaaktivy jinými než ART a EMT nepodléhají předchozímu povolení příslušných orgánů²⁹⁸. Zároveň, jak bylo popsáno v předchozí kapitole, ohledně skutečností, jaká kryptaaktiva (ne)spadají pod existující finanční regulaci a jak konkrétně určité typy tokenů klasifikovat, panují napříč jednotlivými členskými státy, především

²⁹⁴ MiCA, bod 3 a 4 preambule.

²⁹⁵ MiCA, bod 8 preambule.

²⁹⁶ MiCA, čl. 2 odst. 2.

²⁹⁷ MiCA, čl. 2 odst. 2.

²⁹⁸ MiCA, čl. 4 odst. 1.

z důvodu nejednotného vymezení obsahu pojmu finanční nástroj, značné neshody²⁹⁹. V závislosti na zemi a regulačním orgánu tak mohou být unijní pravidla aplikována odlišně a jednotlivá kryptoaktiva klasifikována rozdílně, v důsledku čehož se rozsah působnosti MiCA může napříč Unii podstatně lišit. Jediné *upřesnění*, které Komise v tomto ohledu navrhuje, je, že stávající definice finančních nástrojů bude zahrnovat také finanční nástroje vydané prostřednictvím DLT³⁰⁰.

MiCA se navíc nikterak nevyjadřuje k existenci tzv. hybridních tokenů, které mohou naplňovat znaky více druhů aktiv, tj. například jak finančních nástrojů, tak kryptoaktiv regulovaných MiCA³⁰¹, a není tak jisté, jaké regulatorní požadavky budou takovéto typy tokenů muset naplňovat. Vymezení působnosti MiCA tak dle mého názoru zdaleka není konkrétní³⁰², dostatečně přesné či skutečně schopné zajistit proklamovanou právní jistotu³⁰³.

Ačkoliv je za takto širokým vymezením chvályhodná snaha Unie obstát ve velmi rychle se vyvíjejícím prostředí kryptoaktiv, pro to, aby bylo dosaženo právní jistoty a konzistentní aplikace unijní regulace napříč EU, je nezbytné jasně vymežit charakteristiky tokenů spadajících do anebo vně rámce stávajících finančních předpisů EU. Negativní vymezení prostoru působnosti MiCA není za současné nejasné situace ohledně obsahu pojmu finančních nástrojů dostatečné, jelikož adekvátně neeliminuje již existující nejasnosti. Zejména ve spojení s přístupem *ex post* dohledu nad uváděním některých kryptoaktiv na trh zůstanou rizika odlišného přístupu jednotlivých členských států a následné reklasifikace tokenů, stejně jako možné regulatorní arbitráže nadměrně vysoká, což může mít v důsledku významný negativní dopad na integritu a efektivitu vnitřního trhu. Bez právní jistoty ohledně aplikovatelné regulace nebudou začínající podniky schopny přilákat požadované investice a pro stávající finanční instituce a tržní infrastruktury bude mnohem obtížnější se v této oblasti jakkoliv angažovat a vyvíjet³⁰⁴.

Ani při pohledu na stablecoiny pak není navrhované řešení zcela uspokojivé: žádost o povolení k veřejnému nabízení a usilování o přijetí ART k obchodování na obchodní platformě

²⁹⁹ Op. cit. ESMA. *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. [cit. 2021-02-04] s. 20 – 21.

³⁰⁰ Op. cit. změnová směrnice, čl. 6 – Změny směrnice 2014/65/EU.

³⁰¹ HACKER, Philipp, THOMALE, Chris. *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*. In: *15 European Company and Financial Law Review*. [online]. 22. listopadu 2017 [cit. 2021-03-05]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3075820> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3075820> s. 33.

³⁰² MiCA, bod 8 preambule stanoví, že: *Všechny právní předpisy přijaté v oblasti kryptoaktiv by měly být konkrétní, měly by obstát v budoucnosti a měly by být schopny držet krok s inovacemi a technologickým vývojem*.

³⁰³ Pro vyjasnění oblasti působnosti MiCA, zejména v souvislosti s rozlišováním mezi kryptoaktivy naplňujícími znaky finančních nástrojů a těmi spadajícími pod MiCA, se vyslovila také ECB. ECB. Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 19. února 2021 k návrhu nařízení o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937. In: *Úřední věstník Evropské unie, C 152*. [online]. 2021 [cit. 2021-03-05]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021AB0004&from=CS> s. 2.

³⁰⁴ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 10.

je třeba podpořit právním posudkem dokládajícím, že příslušný stablecoin nespadá do působnosti stávajících předpisů³⁰⁵, což dává značnou moc co se týče klasifikace kryptoaktiv soukromému sektoru. Ve vztahu ke kryptoaktivům jiným než stablecoinům pak ani žádný podobný právní názor není třeba, nýbrž postačí vysvětlení vydavatele kryptoaktiva ohledně této skutečnosti³⁰⁶.

K vyšší úrovni právní jistoty by podle mého názoru jistě přispělo vytvoření definice *security / investičního tokenu*, včetně jasného vymezení charakteristických rysů tohoto typu finančního nástroje. Současně by právní jistotu mohla podpořit podrobnější specifikace jednotlivých kategorií kryptoaktiv dle MiCA založená na jejich příznačných vlastnostech, způsobech užití nebo právech a povinnostech s nimi spojených, čímž by se omezila rizika možného rozdílného přístupu jednotlivých členských států k zařazování kryptoaktiv do nebo vně rámce MiCA, zejména co se týče univerzální kategorie kryptoaktiv jiných než stablecoinů³⁰⁷.

Alternativně by mohly překonání nejistoty napomoci pokyny vypracované orgánem ESMA ohledně typů finančních nástrojů spadajících pod již existující finanční regulaci, případně Q&As unijních dohledových orgánů, jež jsou velmi užitečnou a flexibilní cestou poskytující potřebná vodítka k dosahování harmonizované aplikace evropských předpisů napříč vnitřním trhem.

V neposlední řadě se jako možnost řešení nabízí návrh Annunziaty na vytvoření speciálního výboru, jenž by se skládal ze zástupců tří evropských regulátorů (ESMA, EBA a EIOPA)³⁰⁸. Tento výbor by na dobrovolnou žádost vydavatele kryptoaktiv v předem pevně stanovené době poskytoval stanovisko ohledně klasifikace kryptoaktiva, jež by bylo závazné jak pro vydavatele kryptoaktiva, tak pro příslušné orgány, a předem tak poskytl jistotu ohledně kategorizace kryptoaktiva a jeho regulatorního režimu.

5.1.1.2. Další definice

Definice kryptoaktiv ovšem není jedinou definicí, která by si zasluhovala určité úpravy či doplnění. Jako nepovedenou hodnotím především definici technologie sdíleného registru neboli DLT, která, ač je naprosto klíčová pro další definice jak v MiCA, tak v PRR, je v návrhu definována zcela vágně a nepřesně jako *druh technologie, která podporuje sdílenou evidenci šifrovaných dat*³⁰⁹. Pro její změny se vyslovila nejen řada subjektů z řad odborné veřejnosti³¹⁰,

³⁰⁵ MiCA, čl. 16 odst. 2 písm. d).

³⁰⁶ MiCA, čl. 7 odst. 3.

³⁰⁷ EESC. *Opinion of the European Economic and Social Committee*. [online]. Brusel: EESC, 24. února. 2021 [cit. 2021-03-06]. Dostupné z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_6627_2021_INIT&from=EN s. 9.

³⁰⁸ ANNUNZIATA, Filippo. Keynote Intervention – Filippo Annunziata – Main Issues of Markets in Crypto-Assets. In: *YouTube*. [online]. Moderuje Ana Nunes TEIXEIRA. Centro de Investigação de Direito Privado, 2021 [cit. 2021-04-25]. Dostupné z: https://www.youtube.com/watch?v=9d_LUi-dDtw&t=4s.

³⁰⁹ MiCA, čl. 3 odst. 1 bod 1.

³¹⁰ Např. PARIS EUROPLACE. *Fintech Commission – General Position Paper*. [online]. Paříž, 11. ledna 2021 [cit. 2021-03-09]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1439669> s. 6, BITKOM BUNDESVERBAND INFORMATIONSWIRTSCHAFT,

kteře zaslaly svá stanoviska během připomínkového řízení, ale také Evropský hospodářský a měnový výbor (dále jen *ECON*)³¹¹. Definici *ECONu*, která, na rozdíl od definice *MiCA*, zahrnuje alespoň některé klíčové znaky *DLT*, jimiž jsou zejména peer-to-peer architektura, dosahování distribuovaného konsensu nebo neměnnost záznamů, považuji za vhodnější a přikláním se proto ke změně definice *DLT* ve prospěch verze *ECON*.

Problémy vyvolává také definice užitečného tokenu, jejíž hlavní nedostatek spatřuji v odkazu na *dostupnost na DLT*. Navrhovaný rozsah *MiCA* v kombinaci s předestřenou definicí užitečných tokenů vede k situaci, kdy by jakákoliv digitální reprezentace práv nebo hodnot mohla spadat pod *MiCA* pouze z důvodu dostupnosti na *DLT*³¹². Příkladem takových tokenů mohou být nejrůznější tokenizovaná aktiva, např. věrnostní body, festivalové pasy či práva duševního vlastnictví³¹³, které mohou být reprezentovány ve formě v poslední době velmi populárních tzv. *NFTs* (z angl. *non fungible tokens*) neboli nezastupitelných tokenů³¹⁴. Regulace by se tak vztahovala na oblasti mimo finanční sektor, kde se žádná podobná regulace na jinou technologii neaplikuje, což by bylo zcela v rozporu se samotným principem technologické neutrality³¹⁵. Proto souzním s názory navrhujícími, aby byla kryptoaktiva limitovaného využití bez jakýchkoliv finančních účelů, včetně *NFTs*, z působnosti *MiCA* vyloučena³¹⁶.

TELEKOMMUNIKATION UND NEUE MEDIEN E.V. *Bitkom Position Paper on the European Commission's proposals on Markets in Crypto-Assets (Mi-CA) and a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology*. [online]. Německo, 16. října 2020 [cit. 2021-04-02]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1437358>. s. 2, ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE (AFME). *Position Paper: European Commission Legislative Proposals on Crypto-Assets*. [online]. Belgie, 11. ledna 2021 [cit. 2021-04-02]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1437912>. s. 1 nebo BÖRSE STUTTGART. *Statement Börse Stuttgart on the MiCAR*. [online]. Štuttgart, 11. ledna 2021 [cit. 2021-6-26]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1437907_cs <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1437907> cs. s. 1.

³¹¹ *ECON* navrhuje definovat *DLT* jako druh technologie, která se vztahuje na protokoly a podpůrnou infrastrukturu, jež počítačům v různých místech umožňuje navrhovat a potvrzovat transakce a prostřednictvím sítě synchronizovaně vytvářet soubory údajů, které jsou zabezpečeny proti úpravám. *ECON. Návrh zprávy o návrhu nařízení Evropského parlamentu a Rady o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937*. [online]. Brusel, 25. února 2021. [cit. 2021-6-26]. 2020/0265(COD) Dostupné z: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-663215_CS.html. s. 6.

³¹² Op. cit. BITKOM BUNDESVERBAND INFORMATIONSWIRTSCHAFT, TELEKOMMUNIKATION UND NEUE MEDIEN E.V. *Bitkom Position Paper on the European Commission's proposals on Markets in Crypto-Assets (Mi-CA) and a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology*. [cit. 2021-04-02], s. 2 – 3.

³¹³ BLOCKCHAIN FOR EUROPE. *Making MiCA a Success for Europe*. [online]. Brusel, 11. března 2021 [cit. 2021-6-26]. Dostupné z: <https://www.blockchain4europe.eu/wp-content/uploads/2021/03/BC4EU-Making-MiCA-a-Success-for-Europe.pdf>. s. 1.

³¹⁴ *ECON* navrhuje definovat užitečné tokeny jako druh zastupitelného kryptoaktiva. Op. cit. *ECON. Návrh zprávy o návrhu nařízení Evropského parlamentu a Rady o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-6-26]. s. 7.

³¹⁵ *MiCA*, Legislativní finanční výkaz, 1. Rámec návrhu/podnětu, část 1.4.2. Specifické cíle

³¹⁶ Např. op. cit. BITKOM BUNDESVERBAND INFORMATIONSWIRTSCHAFT, TELEKOMMUNIKATION UND NEUE MEDIEN E.V. *Bitkom Position Paper on the European Commission's proposals on Markets in Crypto-Assets (Mi-CA) and a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology* [cit. 2021-04-02], s. 2 - 3, BLOCKCHAIN FOR EUROPE. *Making MiCA a Success for Europe*. [cit. 2021-6-26]. s. 1 nebo BÖRSE STUTTGART. *Statement Börse Stuttgart on the MiCAR*. [cit. 2021-6-26] s. 3.

V neposlední řadě vidím nedostatek v definici tokenu vázaného na aktiva, prostřednictvím níž se otevírá prostor pro obcházení přísnějšího režimu EMT. Stejně jako EMT, také ART mohou stabilizovat svou hodnotu navázáním na fiat měnu, rozdílem je ovšem počet těchto měn. Zatímco v případě EMT je to pouze jedna fiat měna, u ART minimálně fiat měny dvě nebo jejich kombinace s jinými aktivy³¹⁷. Odkaz na *kombinaci aktiv* v definici ART ovšem nijak blíže nespecifikuje strukturu jednotlivých referenčních aktiv. Zároveň, ačkoliv definice ART žádný hlavní účel, na rozdíl od definice EMT, neuvádí, u obou typů tokenů je předpokládáno a zároveň zamýšleno jejich využívání jako prostředku směny³¹⁸.

Jelikož požadavky na vydavatele ART a EMT se liší (podrobněji bude popsáno dále), mohli by být někteří vydavatelé motivováni k obcházení klasifikace tokenů jako EMT jednoduše tím, že hodnotu tokenu naváží na místo na jednu fiat měnu na několik podkladových aktiv, nicméně absolutní většina těchto aktiv bude tvořena jednou fiat měnou, případně budou podkladová aktiva tvořena pouze fiat měnami³¹⁹. Tímto způsobem by bylo dosaženo aplikace mírnějšího režimu, přestože by funkce tokenů mohly být shodné.

Dle mého názoru by tedy bylo za účelem vyhnutí se regulatorní arbitráži vhodné strukturu jednotlivých aktiv sloužících k stabilizaci hodnoty tokenů vázaných na aktiva blíže specifikovat. Zároveň by stablecoiny mohly být rozdělovány do více rozdílně regulovaných kategorií nejen v závislosti na druhu aktiv, na která navazují svou hodnotu, ale také podle práv, která přiznávají svým držitelům, skladby a struktury rezervních aktiv, rizikového profilu stablecoinů či dalších vhodných hledisek. Například, v případě, že by se jednalo o práva na zpětnou výměnu a zároveň by převážnou část podkladových aktiv představovaly fiat měny, byly by stablecoiny vždy považovány za EMT. V opačném případě by se jednalo o ART, případně některou z více podkategorií ART, které by, pokud by byly vytvořeny, v závislosti na právech přiznaných držitelům, rizicích spojených s tokenem a dalších kritériích byly podrobeny odlišným požadavkům na jejich vydavatele, např. na rozsah informací poskytovaných v bílé knize³²⁰.

Domnívám se, že pokud má být dosaženo kýženého cíle, tj. vytvoření skutečně harmonizovaného sektoru kryptoaktiv umožňujícího plně využívat výhod evropského pasu, měla

³¹⁷ MiCA, čl. 3 odst. 1 bod 3 definuje token vázaný na aktiva jako *druh kryptoaktiva, jehož cílem je udržet stabilní hodnotu navázáním na hodnotu několika fiat měn, které jsou zákonným platidlem, jedné nebo několika komodit nebo jednoho či několika kryptoaktiv, případně na hodnotu kombinace těchto aktiv*, zatímco bod 4 definuje elektronický peněžní token jako *druh kryptoaktiva, jehož hlavním účelem je použití jako prostředku směny a jehož cílem je udržet stabilní hodnotu navázáním na hodnotu fiat měny, která je zákonným platidlem*.

³¹⁸ MiCA, bod 41 preambule.

³¹⁹ Op. cit. BÖRSE STUTTGART. *Statement Börse Stuttgart on the MiCAR*. [cit. 2021-6-26] s. 2 - 3.

³²⁰ Návrh na vytvoření několika kategorií ART byl vznesen také při projednávání návrhu MiCA v Radě. CARRIER, Anna. Member States consider amendments to MiCA proposal. In: *Regulationtomorrow*. [online]. Norton Rose Fulbright, LLP, 7. dubna 2021 [cit. 2021-06-09]. Dostupné z: <https://www.regulationtomorrow.com/eu/member-states-consider-amendments-to-mica-proposal/>.

by MiCA vytvořit co možná nejpřesněji formulované, jasné definice, které nepovedou pouze k další právní nejistotě a fragmentaci vnitřního trhu, nýbrž ke shodnému porozumění ve všech členských státech. Jednoznačná a harmonizovaná klasifikace kryptoaktiv napříč vnitřním trhem je zcela zásadním výchozím bodem pro celou řadu aspektů souvisejících s existenčním cyklem kryptoaktiv a práv a povinností osob vykonávajících činnosti s kryptoaktivy související, mj. pro určení, zda se bude vydavatel kryptoaktiva při veřejné nabídce řídit nařízením o prospektu, nebo je povinen vypracovat bílou knihu podle MiCA, případně jakým požadavkům na její obsah musí vyhovět. Právě podmínkám veřejného nabízení kryptoaktiv na vnitřním trhu EU a jejich přijetí k obchodování na obchodní platformu pro kryptoaktiva bude věnována následující podkapitola.

5.2. Nabízení kryptoaktiv veřejnosti a žádost o jejich přijetí k obchodování

Druhá část návrhu nařízení MiCA je tvořena pravidly týkajícími se veřejných nabídek kryptoaktiv, běžně známých pod zkratkou ICOs, a jejich přijímání k obchodování na obchodní platformy. Režim veřejného nabízení kryptoaktiv významně vychází z již existující regulace o finančních službách, zejména nařízení o prospektu, a jiných již platných vnitrostátních regulací, včetně francouzského zákona zvaného *PACTE law*³²¹. Na rozdíl od francouzského režimu, jemuž se vydavatelé kryptoaktiv mohou podrobit zcela dobrovolně, pravidla MiCA se budou obligatorně vztahovat, s výhradou stanovených výjimek³²², na všechny vydavatele kryptoaktiv³²³, čímž dojde ke sjednocení podmínek veřejného nabízení kryptoaktiv a jejich přijímání k obchodování na obchodní platformy na celém území vnitřního trhu. Požadavky kladené na vydavatele kryptoaktiv se v souladu se zásadou rizikově orientovaného přístupu liší v závislosti na kategorii kryptoaktiva, jehož se nabízení či přijetí k obchodování týká. Jelikož za potencionálně nejrizikovější kategorii jsou obecně považovány stablecoiny, byla pravidla jejich veřejné nabídky vyčleněna zvlášť do Hlav III a IV MiCA. Jedním z motivů tohoto přístupu je snaha adekvátně reagovat na v posledních letech neojedinělé podvody spojené s ICOs (známé jako *ICO scams*), jež připravily řadu nejen evropských investorů o značné sumy investovaných prostředků³²⁴.

Mezi základní požadavky, které bude povinen splňovat každý vydavatel kryptoaktiv jiných než ART a EMT, týkající se především zveřejňování informací, patří povinnost

³²¹ LOI n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, datum přijetí 22. května 2019.

³²² MiCA, čl. 4 odst. 2.

³²³ MiCA, čl. 4 odst. 1.

³²⁴ Studie vypracovaná v roce 2018 poradenskou firmou Statis Group ukázala, že více než 80 procent ICO provedených v roce 2017 bylo identifikováno jako podvod. SATIS GROUP. *Cryptoasset Market Coverage Initiation: Network Creation*. [online]. 11. července 2018 [cit. 2021-06-27]. Dostupné z: https://research.bloomberg.com/pub/res/d28giW28tf6G7T_Wr77aU0gDgFQ s. 1. Nicméně, jiná studie provedená v roce 2019 tato čísla výrazně koriguje, a to na maximálně 51 % projektů v případě nejhoršího předpokládaného scénáře. LIEBAU, Dan, SCHUEFFEL, Patrick. *Crypto-Currencies and ICOs: Are They Scams? An Empirical Study*. [online]. 23. ledna 2019 [cit. 2021-6-26]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3320884> s. 10.

- být právnickou osobou, at' se sídlem či pobočkou uvnitř Unie nebo vně³²⁵, čímž by měl být zajištěn náležitý dohled příslušných orgánů nad veřejným nabízením a přijímáním kryptoaktiv k obchodování³²⁶,
- zpracovat, příslušnému orgánu oznámit a zveřejnit tzv. bílou knihu o kryptoaktivech (*white paper*)³²⁷ – informační dokument, jež by se dal přirovnat k *mini prospektu* – ve formátu a s povinnými náležitostmi dle MiCA,
- průběžně dodržovat základní pravidla jednání v obchodním styku, především spravedlivého a profesionálního jednání a zacházení se zákazníky³²⁸.

Pravidla zveřejňování, jednání a odpovědnosti vydavatelů týkajících se bílých knih v zásadě vycházejí z požadavků na prospekt, včetně jejího obsahu a výjimek z povinností jejího zpracování a zveřejnění, zejména co se týče nabídek omezeného rozsahu³²⁹, prostřednictvím kterých by měl být zajištěn přiměřený přístup a vyhnouti se nadměrnému administrativnímu zatěžování malých a středních podniků³³⁰. Od požadavků uvedených v předchozím odstavci jsou osvobozeni rovněž vydavatelé kryptoaktiv, která byla v Unii vydána před vstupem MiCA v platnost³³¹. V této souvislosti však souhlasím s názorem Evropského hospodářského a sociálního výboru (dále jen *EESC*), který namísto trvalého vynětí z požadavků MiCA navrhuje stanovit přechodné období, během něhož by se vydavatelé již vydaných kryptoaktiv museli přizpůsobit požadavkům MiCA, což by, myslím si, lépe přispělo k dodržení zásady spravedlivého zacházení³³².

Bílá kniha musí vždy, stejně jako v případě prospektu, obsahovat shrnutí poskytující investorům stručně a srozumitelně klíčové informace o veřejné nabídce nebo zamýšleném přijetí k obchodování, aby bylo možné ohledně nákupu kryptoaktiv učinit informované rozhodnutí.

³²⁵ MiCA, čl. 4 odst. 1 písm. a).

³²⁶ MiCA, bod 13 preambule.

³²⁷ MiCA, čl. 4 odst. 1 písm. b) - d).

³²⁸ MiCA, čl. 4 odst. 1 písm. e) stanoví, že vydavatelé kryptoaktiv jsou povinni: a) jednat čestně, spravedlivě a profesionálně; b) sdělovat informace držitelům kryptoaktiv pravdivě, jasně a nezavádějícím způsobem; c) předcházet, zjišťovat, řídit a informovat o všech střetech zájmů, k nimž může dojít; d) udržovat všechny své systémy a bezpečnostní přístupové protokoly podle příslušných standardů Unie. Dále musejí vydavatelé kryptoaktiv jednat v nejlepším zájmu držitelů těchto kryptoaktiv a rovněž s nimi zacházet, pokud není v bílé knize, případně v propagačních sděleních uvedeno preferenční zacházení, a v případech, kdy je nabídka z jakéhokoli důvodu zrušena, zajistit, aby byly všechny finanční prostředky vybrané od kupujících nebo potenciálních kupujících co nejdříve řádně vráceny těmto osobám.

³²⁹ MiCA, čl. 4 odst. 2, osvobozuje vydavatele od povinnosti připravit, oznámit a zveřejnit bílou knihu v typově podobných situacích jako nařízení o prospektu, čl. 1 odst. 3 – 6. Vydavatelé jsou osvobozeni v případech, kdy a) jsou kryptoaktiva nabízena bezplatně; b) jsou kryptoaktiva vytvářena automaticky prostřednictvím těžby kryptoměn jako odměna za údržbu DLT nebo validaci transakcí; c) jsou kryptoaktiva jedinečná a nejsou zastupitelná jinými kryptoaktivy; d) se kryptoaktiva nabízejí méně než 150 fyzickým nebo právnickým osobám v jednom členském státě, kde tyto osoby jednají na vlastní účet; e) po dobu dvanácti měsíců celková hodnota protiplnění u veřejné nabídky kryptoaktiv v Unii nepřekročí 1 000 000 EUR nebo ekvivalentní částku v jiné měně nebo v kryptoaktivech; f) je veřejná nabídka kryptoaktiv určena výhradně kvalifikovaným investorům a tato kryptoaktiva mohou být držena pouze těmito kvalifikovanými investory.

³³⁰ MiCA, bod 15 a 16 preambule.

³³¹ MiCA, čl. 123 odst. 1.

³³² Op. cit. EESC. *Opinion of the European Economic and Social Committee*. [cit. 2021-03-06]. s. 12.

Rozsah minimálních informací zveřejňovaných v bílé knize se opět odlišuje v závislosti na kategorii kryptoaktiva³³³. Minimální náležitosti musí splňovat také propagační sdělení týkající se emise kryptoaktiv³³⁴, přičemž jde zejména o to, aby bylo jasně rozpoznatelné³³⁵.

Bílá kniha musí být vydavatelem se všemi jejími náležitostmi, včetně vysvětlení, proč dané kryptoaktivum nepředstavuje žádné z působnosti MiCA vyloučených aktiv³³⁶, zaslána minimálně dvacet dní před uveřejněním příslušnému orgánu domovského členského státu vydavatele³³⁷.

Na rozdíl od prospektu³³⁸, národní orgány dohledu nejsou oprávněny podrobovat bílou knihu a související propagační sdělení předběžnému schválení³³⁹, avšak jsou pověřeny v určitých případech, kdy bílá kniha nevyhovuje příslušným požadavkům, nabídku pozastavit, zakázat, případně zasáhnout pro účely nápravy jinak³⁴⁰. Absence *ex ante* povolování je v MiCA odůvodněna snahou zamezit nepřiměřené administrativní zátěži³⁴¹. Nicméně, jak bude předestřeno dále, toto řešení nepovažuji za příliš vhodné.

Aby byl zajištěn jeden z hlavních cílů evropské regulace včetně MiCA - ochrana spotřebitelů - poskytuje MiCA spotřebitelům při porušení povinností vydavatelem řadu práv, mezi něž patří např. právo požadovat v případech, kdy jsou informace uvedené v bílé knize nesprávné, neúplné nebo zavádějící, po vydavateli nebo jeho vedoucím orgánu odškodnění za způsobenou újmu³⁴². Spotřebitelům svědčí rovněž právo odstoupení od smlouvy o koupi kryptoaktiva do čtrnácti kalendářních dnů od jejího uzavření, ovšem pouze pokud nebyla kryptoaktiva přijata k obchodování³⁴³, či povinnost vydavatelů při zrušení veřejné nabídky zajistit navrácení všech prostředků zpět investorům³⁴⁴.

Jedním z mála ustanovení, které se vztahuje specificky na užitné tokeny, je ustanovení upravující veřejné nabízení užitných tokenů na službu, která zatím není v provozu, kdy je doba veřejného nabízení omezena na dvanáct měsíců³⁴⁵. Zvláštní pravidla se pak týkají také časově omezených veřejných nabídek kryptoaktiv³⁴⁶.

³³³ MiCA, Příloha I: Bílá kniha o kryptoaktivech vydavatele kryptoaktiv – minimální obsah, Příloha II: Dodatečné informace k bílé knize o kryptoaktivech vydavatele tokenů vázaných na aktiva a Příloha III: Bílá kniha vydavatele elektronických peněžních tokenů – minimální obsah.

³³⁴ MiCA, čl. 6, čl. 25 a čl. 48.

³³⁵ MiCA, čl. 6 odst. 1, čl. 25 odst. 1 a čl. 48 odst. 1.

³³⁶ MiCA, čl. 7 odst. 3.

³³⁷ MiCA, čl. 3 odst. 1 bod 22.

³³⁸ Nařízení o prospektu, čl. 20 odst. 1.

³³⁹ MiCA, čl. 7 odst. 1.

³⁴⁰ MiCA, čl. 7 ve spojení s čl. 82 odst. 1.

³⁴¹ MiCA, Recitál 19.

³⁴² MiCA, čl. 14 odst. 1, čl. 22 odst. 1 a čl. 47 odst. 1.

³⁴³ MiCA, čl. 12

³⁴⁴ MiCA, čl. 13 odst. 3.

³⁴⁵ MiCA, čl. 4 odst. 3.

³⁴⁶ MiCA, čl. 9 odst. 2.

Výměnou za splnění povinnosti řádně uveřejnit bílou knihu, včetně případných propagačních sdělení, získají na základě evropského pasu vydavatelé oprávnění, obdobně jako v případě jiných finančních služeb, veřejně nabízet svá kryptoaktiva a/nebo žádat o jejich přijetí k obchodování v celé Unii³⁴⁷, což otevírá možnosti jednotného evropského trhu kryptoaktiv.

Je potřeba zmínit, že mezi důležité povinnosti všech vydavatelů kryptoaktiv patří povinnost zavést vhodná opatření k zamezení zneužívání trhu³⁴⁸. Právě neexistence jednotných pravidel vedoucích k podstatným rizikům pro integritu trhu s kryptoaktivy, včetně jeho manipulace, byla jedním z podnětů k přijetí MiCA³⁴⁹. Pravidla pro předcházení zneužívání trhu se ovšem neaplikují jen na vydavatele, ale na všechny osoby zapojené do činností spojených s kryptoaktivy obchodovanými na obchodních platformách, příp. pro která byla žádost o přijetí k obchodování podána³⁵⁰. MiCA stanovuje jednak povinnost vydavatele informovat veřejnost o vnitřních informacích³⁵¹, tak také zakazuje některá jednání ohrožující důvěru uživatelů v trhy s kryptoaktivy a integritu těchto trhů, dobře známá z již existující legislativy, mezi něž patří obchodování zasvěcených osob³⁵², nedovolené zpřístupnění vnitřních informací³⁵³ a manipulace s trhem³⁵⁴. Například z kryptoburz známé praktiky, kdy se držitelé velkého množství určitého kryptoaktiva označování jako *velryby (crypto whales)*³⁵⁵ snaží objemnými transakcemi rozhýbat trh, vyvolat panické prodeje ze strany retailových investorů a získat tak příležitost k nákupu relativně levných kryptoaktiv, budou nadále zakázány³⁵⁶.

5.2.1. Kritická analýza

Postup nabízení kryptoaktiv veřejnosti a usilování o jejich přijetí k obchodování na obchodní platformu, jak již bylo zmíněno, velmi významně staví na základech nařízení o prospektu. Podobnost s procesem veřejného nabízení cenných papírů, včetně zavedení režimu evropského pasu, je jistě velice správným krokem směrem ke skutečně jednotnému vnitřnímu trhu. Za pozitivní považují také důraz, který je kladen na náležitou ochranu investorů. Navržené

³⁴⁷ MiCA, čl. 10 odst. 1.

³⁴⁸ MiCA, Hlava VI.

³⁴⁹ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 17 - 18.

³⁵⁰ MiCA, čl. 76.

³⁵¹ MiCA, čl. 77.

³⁵² MiCA, čl. 78.

³⁵³ MiCA, čl. 79.

³⁵⁴ MiCA, čl. 80.

³⁵⁵ DAKOS, Michael. Bitcoin Whales and Crypto Market Manipulation. In: *Medium*. [online]. 20. března 2020 [cit. 2021-6-30]. Dostupné z: <https://medium.com/@cryptomarketrisk/bitcoin-whales-and-crypto-market-manipulation-e2efd0dcafd>.

³⁵⁶ Služba Whale Alert, jež se zabývá sledováním transakcí na různých DLT s cílem zvýšit transparentnost na trhu kryptoaktiv, poskytuje také službu oznamování objemných transakcí skrze Twitter a Telegram. Pro rozhodnutí, zda se jedná o *velrybí transakci*, používá dolarovou hodnotu transakce, přičemž za *velrybí transakci* je považována např. každá bitcoinová transakce v hodnotě alespoň 20 milion dolarů za předpokladu, že se jí účastní strany, z nichž je alespoň jedna identifikovatelná. Whale Limits. In: *Whale-alert.io*. [online]. Whale Alert, 2020 [cit. 2021-6-30]. Dostupné z: <https://whale-alert.io/whales>.

povinnosti na zveřejňování mohou významně přispět ke snížení počtu podvodných projektů a zároveň přilákat nové zdroje finančních prostředků. Nicméně, ačkoliv MiCA z nařízení o prospektu ve velké míře čerpá, v některých aspektech se od něj dle mého názoru nepochopitelně odchyluje. Mezi tyto aspekty patří absence *ex ante* povolovacího procesu pro vydavatele kryptoaktiv a odklon od výše prahových hodnot rozhodujících pro čerpání výjimek z povinnosti vypracovat a uveřejnit bílou knihu. Co ovšem považuji za největší nedostatek Hlavy II MiCA, je její vybudování výlučně na konceptu centralizovaného veřejného nabízení kryptoaktiv bez dostatečného zohlednění alternativ decentralizovaných, tvořících dnes již nepostradatelnou součást světa kryptoaktiv.

5.2.1.1. Absence *ex ante* schválení

Prvním avizovaným rozdílem mezi nařízením o prospektu a MiCA je skutečnost, že bílá kniha o kryptoaktivech nepodléhá předchozímu schválení příslušného orgánu. Jak jsem nastínila v předchozí části, nepovažuji takové řešení za vhodné. Navržený přístup MiCA vytváří nejistotu nejen pro vydavatele, kteří takto výrazně více riskují, že v důsledku jimi nesprávně učiněné kategorizace kryptoaktiva, třebaže jen z důvodu odlišné interpretace regulace MiCA v jednotlivých členských státech, nebo kvůli nedostatkům v obsahu bílé knihy bude do procesu jejich veřejné nabídky zasáhnuto *ex post*, čehož by schvalováním bílé knihy příslušnými orgány *ex ante* mohli být účinně vyvarováni, ale také pro potencionální investory. Při pohledu na počty podvodných a neúspěšných ICOs z posledních let je pak přístup MiCA překvapující o to více³⁵⁷. Ačkoliv se tímto krokem MiCA snaží ulehčit příslušným orgánům³⁵⁸, může tak dle mého názoru výrazně přitížit všem ostatním zúčastněným subjektům. Jak bylo uvedeno ve zprávě Komise o posouzení dopadů vypracované k MiCA, očekávané odhady na vypracování a uveřejnění bílé knihy se mohou pohybovat mezi 35 000 – 75 000 EUR a jednorázové náklady na zajištění souladu s právní úpravou jsou u prozatím neregulovaných subjektů předpokládány ve výši od 2.8 do 16.5 milionů EUR³⁵⁹. V případě, že by po započetí procesu veřejného nabízení kryptoaktiv byla nabídka pozastavena, nebo zakázána, byli by vydavatelé vystaveni riziku nemalých finančních ztrát a důvěra investorů v trh kryptoaktiv by mohla být významně poškozena, což bezesporu není v souladu s proklamovaným cílem právní jistoty.

³⁵⁷ Op. cit. SATIS GROUP. Cryptoasset Market Coverage Initiation: Network Creation. [cit. 2021-03-07]. s. 24.

³⁵⁸ MiCA, bod 19 preambule.

³⁵⁹ Op. cit. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-03-05]. s. 87.

5.2.1.2. Výjimky z povinností týkajících se bílé knihy

MiCA je s režimem nařízení o prospektu nekonzistentní také co se týče prahových hodnot rozhodných pro vynětí veřejných nabídek z povinností uveřejnit prospekt, resp. bílou knihu. Zatímco nařízení o prospektu osvobozuje emise převoditelných cenných papírů od povinnosti uveřejnit prospekt, nepřevyšuje-li objem emise výši až 8 milionů EUR za 12 měsíců³⁶⁰, MiCA tento limit pro kryptoaktiva a užité tokeny snižuje na hranici 1 milion EUR³⁶¹. Specifický režim se uplatní u stablecoinů, pro něž byl limit určen, shodně jako v případě elektronických peněz³⁶², na částce 5 milionů EUR³⁶³.

Přikláním se k názorům³⁶⁴, že výše uvedená řešení nejsou pro dosažení cílů MiCA, tedy vytvořit jednoznačný regulatorní rámec kryptoaktiv, jež by byl vstřícný k inovacím a zároveň poskytoval dostatečnou úroveň ochrany, tím správným. Dle mého přesvědčení by bylo vhodnější limity pro osvobození vydavatelů od povinností týkajících se bílé knihy sjednotit jak napříč MiCA, tak s nařízením o prospektu, a to na hodnotu až 8 milionů EUR, a současně zavést povinnost *ex ante* schválení bílé knihy pro všechna kryptoaktiva. Kombinace navrženého by sjednocením podmínek lépe vedla k vytvoření skutečně harmonizovaného vnitřního trhu, dosažení právní jistoty a současně by zvýšením limitu nedocházelo ke zbytečné administrativní zátěži jak příslušných orgánů, tak nových inovativních podniků.

5.2.1.3. Vydavatel kryptoaktiv

Dle mého přesvědčení nejvýznamnější nedostatek MiCA nicméně spočívá v koncepci veřejné nabídky neboli vydávání kryptoaktiv³⁶⁵. Vydavatelem kryptoaktiv se pro účely MiCA rozumí *právnícká osoba, která veřejnosti nabízí jakýkoli druh kryptoaktiv nebo usiluje o přijetí těchto kryptoaktiv na obchodní platformu pro kryptoaktiva*³⁶⁶. Z uvedené definice jasně vyplývá, že MiCA je vystavěna okolo předpokladu nabízení kryptoaktiv veřejnosti, stejně jako poskytování služeb s nimi souvisejících, pouze jedním typem subjektů, a to právníckými osobami. Problém s touto centralizovanou koncepcí vydávání ovšem vyvstává v souvislosti s kryptoaktivy, jejichž vydávání není nutně spjata s konkrétní entitou nebo právní jurisdikcí.

³⁶⁰ Nařízení o prospektu, čl. 3 odst. 2 písm. b).

³⁶¹ MiCA, čl. 4 odst. 2 písm. e).

³⁶² EMD2, čl. 9 odst. 1 písm. a).

³⁶³ MiCA, čl. 15 odst. 3 písm. a) a čl. 43 odst. 2 a).

³⁶⁴ Např. DIGITAL ASSET ASSOCIATION AUSTRIA. *Feedback on the Proposal a regulation on markets in crypto-assets and on the Proposal for a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology*. [online]. Vídeň, 11. ledna 2021 [cit. 2021-03-31]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1439672>. s. 8, nebo op. cit. BLOCKCHAIN FOR EUROPE. *Making MiCA a Success for Europe*. [cit. 2021-6-26]. s. 2.

³⁶⁵ Termíny *vydávání* a *veřejná nabídka* jsou v českém znění MiCA užívány zaměnitelně.

³⁶⁶ MiCA, čl. 3 odst. 1 bod 6.

Je to právě snaha o odstranění či alespoň omezení vlivu centrálních třetích stran, jenž je konceptem kryptoaktivům vlastním již od samého počátku jejich existence³⁶⁷. Není proto překvapením, že kryptoaktiva vydávaná nikoli konkrétní osobou, nýbrž v decentralizovaných, veřejně přístupných sítích uživatelů tvoří významnou část trhu kryptoaktiv. Určit, zda se jedná o decentralizovanou síť, případně do jaké míry, nicméně, bývá v praxi velmi problematickou záležitostí, a to nejen kvůli všeobecnému chabému porozumění konceptu decentralizace, ale také z důvodu její neustále se měnící povahy³⁶⁸. Jak shrnuje Walch: *nikdo si není jistý, co se pod spojením decentralizovaná síť skutečně skrývá, ale nikdo nepochybuje, že jde o komplexní, špatně pochopený a obtížně kvantifikovatelný koncept*³⁶⁹.

Komplexnost konceptu decentralizace vyplývá ze složitosti samotných permissionless DLT sítí tvořených mnoha různými aktéry, jako jsou vývojáři, těžaři či uzly, vytvářejícími jejich jednotlivé vrstvy, přičemž výsledná úroveň decentralizace sítě jako celku je závislá na míře decentralizace každé z jejich vrstev³⁷⁰. Výzkumníci z Centra pro alternativní finance v Cambridge v této souvislosti podotýkají, že na decentralizaci není vhodné pohlížet jako na binární vlastnost, ale spíše jako na proměnnou reflektující rozdělení moci, vztahy, závislosti a interakce mezi jednotlivými vrstvami a identifikovat faktory, které k decentralizaci přispívají či ji naopak snižují³⁷¹. Přívlastek *decentralizovaný* je tudíž běžně užíván jak k popisu fyzické peer-to-peer sítě uzlů tvořících permissionless DLT, tak ve spojení s rozložením moci v síti, v níž neexistuje centrální autorita odpovědná za její stav³⁷². Decentralizaci tak lze chápat zčásti jako popis struktury řízení sítě a zčásti jako popis číselného, geografického a vlastnického rozložení uzlů v rámci sítě³⁷³. Nicméně, definici decentralizace lze nalézt jen obtížně³⁷⁴.

5.2.1.3.1. Kritéria decentralizace a americký přístup

Poměrně jednoduše se podstatu a současně komplexnost decentralizace DLT podařilo vyjádřit Karen Yeung, podle níž decentralizovaná, distribuovaná povaha veřejných DLT znamená, že *neexistuje jediný, centrálně řízený a jednotný subjekt, který by konvenční právní systémy mohly snadno označit za potenciálního nositele zákonných práv a/nebo povinností, což vyvolává řadu nejen regulatorních otázek*³⁷⁵. Nejblíže tomuto popisu jsou veřejné, permissionless DLT sítě jako

³⁶⁷ Op. cit. NAKAMOTO, Satoshi. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash system. [cit. 2021-06-30]. s. 1.

³⁶⁸ Op. cit. BRUMMER, Chris. s. 67.

³⁶⁹ Op. cit. BRUMMER, Chris. s. 58.

³⁷⁰ Op. cit. BRUMMER, Chris. s. 47.

³⁷¹ Op. cit. RAUCHS, Michel et al. *Distributed Ledger Technology Systems: A Conceptual Framework*. [cit. 2021-7-6].

³⁷² Op. cit. BRUMMER, Chris. s. 42.

³⁷³ Op. cit. BRUMMER, Chris. s. 58.

³⁷⁴ Op. cit. BRUMMER, Chris. s. 42.

³⁷⁵ YEUNG, Karen. *Regulation by Blockchain: The Emerging Battle for Supremacy Between the Code of Law and Code as Law*. [online]. Modern Law Review, Forthcoming, 2. července 2018 [cit. 2021-03-07]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3206546>. s. 7 - 8.

např. síť Bitcoin, ve kterých může participovat kdokoli, kdo disponuje potřebným hardwarovým a softwarovým vybavením, a míra jejich decentralizace je tak nejširší³⁷⁶.

Poněkud podrobnější pokyny ohledně decentralizované povahy DLT poskytla v minulosti americká Komise pro cenné papíry a burzy (dále jen SEC), pro kterou je úroveň decentralizace relevantní při rozhodování, jestli se v případě kryptoaktiva fungujícího v příslušné síti jedná o cenný papír spadající do její působnosti. Dosud nejvýznamnější prohlášení v této záležitosti pronesl William Hinman, ředitel divize financování korporací SEC, který se dne 14. června 2018 vyslovil, že kryptoaktiva pocházející ze sítě přinejmenším tak decentralizované jako byly Bitcoin a Ethereum dne 14. června 2018, nejsou považovány za cenné papíry³⁷⁷.

V USA pojem cenného papíru úzce souvisí s Howeyho testem odkazujícím na případ Nejvyššího soudu z roku 1946³⁷⁸, který poskytuje vodítka pro určení, zda se v případě určitého nástroje jedná o *investiční smlouvu*³⁷⁹, jež je jedním z několika typů cenných papírů³⁸⁰.

SEC i federální soudy často používají právě analýzu investiční smlouvy pro zjištění, zda nové nástroje jako např. kryptoaktiva podléhají zákonným požadavkům na registraci a zveřejňování informací spojeným s cennými papíry³⁸¹. Významná aplikace Howeyho testu v souvislosti s kryptoaktivy přišla v roce 2017, kdy SEC rozhodla, že prodej tokenů DAO výměnou za ether byl v rozporu se zákonem, jelikož tokeny nabízené a prodávané virtuální organizací známou jako *DAO* byly cenné papíry a jejich vydávání proto mělo proběhnout dle požadavků příslušných federálních zákonů³⁸².

Jednou z klíčových složek pro kvalifikaci kryptoaktiva jako investiční smlouvy je určení, zda existuje určitá osoba či skupina osob vyvíjející podstatné podnikatelské úsilí, jež je rozhodné pro úspěch předmětného aktiva a z něhož tudíž investoři odvozují očekávání svých zisků. Existuje-li takový subjekt a čím větší je jeho vliv, tím pravděpodobnější je, že se jedná o investiční smlouvu, a tudíž cenný papír regulovaný SEC. Naopak v situacích, kdy by kupující již rozumně neočekávali, že rozhodnou úlohu pro ziskovost jejich investice bude plnit pouze malá (centralizovaná) skupina

³⁷⁶ ZETZSCHE, Dirk A.; BUCKLEY, Ross P.; ARNER, Douglas W. *The Distributed Liability of Distributed Ledgers: Legal Risks of Blockchain*. [online]. European Banking Institute, 15. srpen 2017 [cit. 2021-03-07]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3018214 s. 11 - 12.

³⁷⁷ HINMAN, William. Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic). In: *SEC.gov*. [online]. San Francisco, CA, 14. června 2018 [cit. 2021-6-17]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418/>.

³⁷⁸ Rozhodnutí Nejvyššího soudu Spojených států amerických ze dne 27. května 1946 ve věci SEC vs. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

³⁷⁹ O investiční smlouvu se jedná, jde-li o *investici peněz do společného podniku s rozumným očekáváním, že zisky budou odvozeny od podnikatelského nebo manažerského úsilí jiných*.

³⁸⁰ V legislativě USA je pojem *cenný papír* definován v několika právních předpisech.

³⁸¹ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets*. [online]. [cit. 2021-6-17]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.

³⁸² U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*. [online]. 25. července 2017 [cit. 2021-6-17]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.

osob, nýbrž široká komunita uživatelů, se o investiční smlouvu jednat nebude, jelikož síť, v níž příslušné kryptoaktivum funguje, je považována za dostatečně decentralizovanou³⁸³. V těchto případech pak ustupuje do pozadí informační asymetrie typická pro centralizované vydávání cenných papírů a regulace prostřednictvím předpisů o cenných papírech, jejímž cílem je poskytnout investorům dostatečné informace pro učinění informovaného investičního rozhodnutí, tak nadále není potřebná³⁸⁴. Na povinném zveřejňování informací, jež je jedním z nejběžnějších nástrojů finanční regulace, je z velké části založena také MiCA.

Decentralizace sice není jedinou složkou Howeyho testu, ale Hinmanův projev z června 2018 decentralizaci vylíčil jako dynamický proces, jež umožňuje pohlížet na kryptoaktiva původně nabízená jako cenné papíry při dosažení určité její úrovně ve značně odlišném světle³⁸⁵. Ačkoliv neexistuje žádná konkrétní hranice rozhodná pro stanovení dostatečné decentralizace sítě, jelikož ta bude vždy záviset na konkrétních okolnostech sítě, byly v Hinmannově řeči nastíněna určitá kritéria, která je třeba při určování decentralizace zvažovat. Podstatu těchto kritérií lze ve stručnosti shrnout pod následující tři otázky:

- zda má síť, v níž kryptoaktivum funguje, určitou základní úroveň funkčnosti,
- zda její správu vykonává širší okruh osob než jediný centrálně organizovaný tým, a
- zda jsou alespoň někteří investoři spíše uživateli sítě než pouhými spekulanty³⁸⁶.

Jak lze dovodit ze stavu sítě Bitcoin a Ethereum ke dni 14. června 2018, ke kterému byly SEC považovány za dostatečně decentralizované, není třeba, aby síť byly zcela decentralizované ve všech ohledech, pro dosažení určitých cílů může být určitá míra centralizace některých aspektů přínosná³⁸⁷, ale aby byly decentralizované do té míry, že by aplikace zákonné úpravy pro cenné papíry nebyla nadále smysluplná³⁸⁸.

V současnosti je v USA projednáván návrh tzv. bezpečného přístavu pro tokeny (v originále *Token Safe Harbor Proposal*, dále jen *Safe Harbor 2.0*)³⁸⁹, který by poskytoval týmům vývojářů tříletou lhůtu pro rozvoj decentralizovaných nebo funkčních sítí³⁹⁰, jež budou za splnění

³⁸³ Op. cit. HINMAN, William. Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic). [cit. 2021-6-17].

³⁸⁴ Ibid.

³⁸⁵ Ibid.

³⁸⁶ BLOCKCHAIN ASSOCIATION. Understanding the SEC's Guidance on Digital Tokens: The Hinman Token Standard. In: *Blockchainassoc.medium.com*. [online]. 10. ledna 2019 [cit. 2021-6-18]. Dostupné z: <https://blockchainassoc.medium.com/understanding-the-secs-guidance-on-digital-tokens-the-hinman-token-standard-dd51c6105e2a>.

³⁸⁷ Op. cit. RAUCHS, Michel et al. *Distributed Ledger Technology Systems: A Conceptual Framework*. [cit. 2021-7-6]. s. 45.

³⁸⁸ Op. cit. HINMAN, William. Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic). [cit. 2021-6-17].

³⁸⁹ PEIRCE, Hester. Safe Harbor 2.0. Potential Proposed Securities Act Rule 195. Time-limited exemption for Tokens. In: *GitHub.com*. [online]. GitHub, Inc., 13. dubna 2021 [cit. 2021-6-18]. Dostupné z: <https://github.com/CommissionerPeirce/SafeHarbor2.0>.

³⁹⁰ Decentralizovaná je síť, která není ekonomicky nebo provozně řízena a lze důvodně předpokládat, že nebude ekonomicky nebo provozně řízena či jednostranně měněna jedinou osobou, subjektem nebo skupinou osob či subjektů pod společnou kontrolou, s výjimkou sítí, v nichž počáteční vývojářský tým vlastní více než 20 % tokenů nebo více než 20 % prostředků pro dosažení konsensu v síti, které tuto podmínku splnit nemohou. Funkční je taková síť, jejíž funkčnost je prokázána tím, že držitelé tokenů

určitých požadavků vyňaty z registračních požadavků federálních zákonů o cenných papírech³⁹¹. V případě, že síť po období tří let prokáží dostatečnou míru decentralizace či funkčnosti, nebudou ani nadále transakce s kryptoaktivy v nich fungujících podléhat regulaci cenných papírů. Decentralizace sítě bude posuzována z celé řady hledisek, přičemž klíčová bude zejména míra zapojení počátečního týmu vývojářů na jedné straně a jiných osob nezávislých na vývojářském týmu na straně druhé do záležitostí rozvoje a správy sítě, vliv průběžných aktivit počátečního týmu vývojářů na hodnotu kryptoaktiva, (ne)existence informační asymetrie, rozložení hlasovacích práv či množství účastníků sítě³⁹². Podstatou decentralizované sítě by pak mělo být, aby nebyla závislá na jediné osobě nebo skupině, která by vykonávala zásadní vliv³⁹³.

5.2.1.3.2. MiCA

Podobně jako v USA, výjimku z plnění určitých regulatorních požadavků poskytuje některým kryptoaktivům, včetně bitcoinu a etheru, také MiCA. Za účelem zamezení narušení již fungujícího trhu kryptoaktiv MiCA prostřednictvím přechodných ustanovení osvobozuje všechna kryptoaktiva jiná než stablecoiny, která byla vydána před jejím vstupem v platnost, od požadavků na vydávání³⁹⁴.

Bitcoin a ether by bylo možné od některých požadavků ohledně vydávání, konkrétně těch týkajících se bílé knihy, osvobodit také prostřednictvím jedné z výjimek uvedených v ustanovení čl. 4 odst. 2 MiCA, která se vztahuje na kryptoaktiva *vytvářena automaticky prostřednictvím těžby kryptoměn jako odměna za údržbu DLT nebo validaci transakcí*. V tomto případě ovšem zůstal zachován požadavek, aby vydavatelem kryptoaktiv byla právnická osoba³⁹⁵.

MiCA tedy určitým způsobem zohledňuje, že kryptoaktiva bývají vytvářena *automaticky*, tedy jinak než z vůle centrální autority, ale současně stanovuje požadavek, aby byla veřejnosti nabízena pouze prostřednictvím právnických osob. Takové řešení ovšem neodpovídá praktické stránce věci. Vzhledem k široké přístupnosti veřejných permissionless DLT vytvářením kryptoaktiv v těchto sítích prakticky dochází také k jejich nabízení veřejnosti, a to bez aktivního zapojení jakékoliv právnické osoby, na kterou by bylo možné povinnosti uložené nařízením úspěšně aplikovat.

je používají pro přenos a ukládání hodnoty v síti, užívání aplikace fungující v síti nebo jiným způsobem, který je v souladu s funkčností sítě. Viz op. cit. PEIRCE, Hester. Safe Harbor 2.0: Potential Proposed Securities Act Rule 195. Time-limited exemption for Tokens. [cit. 2021-6-18].

³⁹¹ Ibid.

³⁹² Ibid.

³⁹³ Ibid.

³⁹⁴ MiCA, bod 77 preambule a čl. 123 odst. 1.

³⁹⁵ MiCA, čl. 4 odst. 2 vydavatele osvobozuje pouze od požadavků ustanovení čl. 4 odst. 1 písm. b) – d) týkajících se bílé knihy, nikoliv požadavku písm. a) ohledně existence právnické osoby.

Nabízí se tedy otázka, jak do navrhovaného centralizovaného přístupu zapadají decentralizovaná aktiva a s nimi související, velmi rychle se rozvíjející odvětví decentralizovaných financí (De-Fi)³⁹⁶? Zde stojí za zmínku, že MiCA vyžaduje formu právnické osoby nejen v případě vydavatelů, ale také v případě poskytovatelů služeb souvisejících s kryptoaktivy³⁹⁷, což existenci De-Fi projektů dále komplikuje.

V souvislosti s decentralizovanými kryptoaktivy je třeba zohlednit, že míra decentralizace se liší nejen projekt od projektu, ale vyvíjí se také v průběhu jejich existenčního cyklu, přičemž určení úrovně decentralizace je při zvažování vhodného regulatorního přístupu důležitým hlediskem³⁹⁸. Obecně skutečnost, že je fungování systému do určité míry decentralizované, neznamená, že neexistují osoby, které by bylo možné podrobit určitým centralizovaně koncipovaným regulatorním požadavkům a odpovědnosti ve vztahu k jejich úlohám v příslušném systému. Nicméně, rozsah odpovědnosti by vždy měl být náležitě přizpůsoben roli v rámci konkrétního ekosystému, což beze sporu vyžaduje pečlivou analýzu každého jednotlivého případu³⁹⁹. V případech skutečně decentralizovaných systémů je nicméně, jak podotýká americký regulátor, identifikace konkrétního subjektu, potažmo právnické osoby, nejen velmi složitá, ale především nadále není příliš smysluplná⁴⁰⁰.

Má-li MiCA vytvořit opravdu efektivní a relevantní regulaci kryptoaktiv, je nezbytné skutečnost, že kryptoaktiva mohou být vydávána nejen právnickými osobami, ale také decentralizovanými sítěmi nespjatými s konkrétní právnickou osobou, výslovně adresovat. Jedním z faktorů umožňujících decentralizované vydávání kryptoaktiv je rozsáhlé využívání smart contractů sloužících k automatizaci řady procesů, na jejichž bázi fungují také tzv. decentralizované

³⁹⁶ Otázka souladu decentralizovaných kryptoaktiv s navrhovaným regulačním režimem MiCA se velmi frekventovaně objevovala ve stanoviscích zaslaných Komisi v rámci připomínkového řízení k návrhu MiCA. Např. op. cit. BITKOM BUNDESVERBAND INFORMATIONSWIRTSCHAFT, TELEKOMMUNIKATION UND NEUE MEDIEN E.V. *Bitkom Position Paper on the European Commission's proposals on Markets in Crypto-Assets (MiCA) and a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology*. [cit. 2021-04-02]. s. 5 – 6, op. cit. DIGITAL ASSET ASSOCIATION AUSTRIA. *Feedback on the Proposal a regulation on markets in crypto-assets and on the Proposal for a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology*. [cit. 2021-03-31]. s. 3 – 4, s. 8, 14 – 15, INATBA. *Blockchain Ecosystem's Response to MiCA Regulation Proposal*. [online]. Brusel, březen, 2021 [cit. 2021-6-18]. Dostupné z: <https://inatba.org/news/mica-task-force-report/> s. 32 – 33, ADAN AND EU CRYPTO INITIATIVE. *MiCA: Summary of Shortcomings & Improvement Proposals*. [online]. Francie, 11. ledna 2021 [cit. 2021-04-02]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1438181> s. 5 – 9, GIM LEGAL STA S.R.L. *Feedback on Financial services – EU regulatory framework for crypto-assets*. [online]. Řím, 11. ledna 2021 [cit. 2021-4-3]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1438192>. s. 23 – 25, SOFIA CRYPTO MEETUP. *A Consultancy Response to the EU Cryptoasset Regulation*. [online]. Bulharsko, Leden, 2021 [cit. 2021-6-20]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-pro-cryptoassets/F1431991_cs. s. 4 – 9.

³⁹⁷ MiCA, čl. 55 odst. 1.

³⁹⁸ WORLD ECONOMIC FORUM. *Decentralized Finance: (DeFi) Policy-Maker Toolkit*. [online]. Švýcarsko, 8. června 2021 [cit. 2021-6-17]. Dostupné z: <https://www.weforum.org/whitepapers/decentralized-finance-defi-policy-maker-toolkit> s. 23.

³⁹⁹ Op. cit. WORLD ECONOMIC FORUM. *Decentralized Finance: (DeFi) Policy-Maker Toolkit*. [cit. 2021-6-17] s. 22.

⁴⁰⁰ Op. cit. HINMAN, William. *Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)*. [cit. 2021-6-17].

autonomní organizace (DAOs) spravující některé DLT sítě⁴⁰¹. Inovativních modelů, pomocí nichž může docházet k vytváření a vydávání kryptoaktiv bez zapojení právnických osob, navíc stále přibývá (např. skrze De-Fi služby jako tzv. *interest tokeny*⁴⁰² či *pool tokeny*⁴⁰³) a vzhledem ke stále rostoucí popularitě kryptoaktiv lze v následujících letech očekávat pokračování tohoto trendu.

Z tohoto důvodu se domnívám, že by bylo vhodné požadavek ustanovení čl. 4 odst. 1 písm.

a) MiCA, tj. aby vydavatelem byla pouze právní osoba, upravit. Pro plně decentralizovaná kryptaaktiva by mohlo být podobně jako v USA užitečné stanovit za splnění předem stanovených požadavků na ochranu trhu a spotřebitelů výjimku z působnosti regulace MiCA⁴⁰⁴. Kryptaaktiva decentralizovaná jen v určité míře by pak v rámci organizační struktury musela mít jasně určené osoby odpovědné za plnění příslušných regulatorních požadavků, nicméně založení právní osoby by nemuselo být podmínkou⁴⁰⁵. Nezbytným předpokladem funkčnosti takového přístupu je vytvoření kritérií, podle nichž se úroveň decentralizace případ od případu posoudí a určí. Inspirací by mohla být kritéria využívaná na území USA, a to jak ta nastíněná v případě projevu Williama Hinmana, tak ta navržená v Safe Harbor 2.0. Pomoci by mohl rovněž nejnovější dokument Světového ekonomického fóra (dále jen *WEF*) věnovaný regulaci De-Fi služeb, který přináší celou sadu nástrojů, jež by mohly být regulátorům při posuzování De-Fi projektů a možností jejich regulace nápomocny⁴⁰⁶.

Otázka decentralizovaných sítí navíc není, jak již bylo zmíněno, relevantní jen v souvislosti s vydáváním kryptoaktiv, ale také poskytováním služeb s nimi souvisejících. Služby De-Fi operující prostřednictvím automatických mechanismů jako smart contracty již ze své podstaty postrádají existenci centralizovaných subjektů, na které MiCA cílí při stanovování práv a povinností. Stejně jako v případě vydavatelů kryptoaktiv, také poskytovatelé služeb souvisejících s kryptaaktivy mohou být pouze právní osoby, a to navíc pouze ty se sídlem v Unii mající

⁴⁰¹ DAOs jsou virtuální společnosti ztělesněné v počítačovém kódu, které jsou řízené algoritmy a smart contracty vykonávanými na DLT spíše než lidskými rozhodnutí. Op. cit. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*. [cit. 2021-6-17]. s. 1.

⁴⁰² JAGATI, Shiraz. DeFi lending and borrowing, explained. In: *Cointelegraph*. [online]. Cointelegraph, 18. ledna 2021 [cit. 2021-6-18]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/explained/defi-lending-and-borrowing-explained>.

⁴⁰³ KUZNETSOV, Nikolai. DeFi liquidity pools, explained. In: *Cointelegraph*. [online]. Cointelegraph, 28. ledna 2021 [cit. 2021-6-18]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/explained/defi-liquidity-pools-explained>.

⁴⁰⁴ Návrh na vynětí decentralizovaných aktiv z působnosti MiCA byl předložen též v Evropském parlamentu. ECON. *Pozměňovací návrhy 149 – 502. Návrh zprávy. Trhy s kryptaaktivy a změna směrnice (EU) 2019/1937*. [online]. Brusel: Evropský parlament, 3. června 2021 [cit. 2021-6-18]. 2020/0265(COD). Dostupné z: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/commissions/econ/projet_avis/2021/693740/amendements/ECON_AM\(2021\)693740_CS.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/commissions/econ/projet_avis/2021/693740/amendements/ECON_AM(2021)693740_CS.pdf). s. 19.

⁴⁰⁵ Přikláním se v tomto ohledu k návrhu europoslance Markuse Ferbera, který navrhl, aby vydavatelem kryptoaktiv mohly být za splnění požadavků týkajících se bílé knihy uvedených v MiCA nejen právní osoby, ale také DAOs. Op. cit. ECON. *Pozměňovací návrhy 149 – 502. Návrh zprávy. Trhy s kryptaaktivy a změna směrnice (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-6-18] s. 55 a 69.

⁴⁰⁶ Op. cit. WORLD ECONOMIC FORUM. *Decentralized Finance: (DeFi) Policy-Maker Toolkit*. [cit. 2021-6-17] Přílohy č. 1 – 4.

příslušné povolení podle MiCA⁴⁰⁷. Například projekty jako Uniswap či Sushiswap, zaměřené na poskytování služby decentralizované směny kryptoaktiv na bázi tzv. liquidity poolů, zcela jistě naplní definici *služby související s kryptoaktivy*, nicméně za nimi nestojí žádná právnická osoba, která by byla odpovědná za jejich vývoj a fungování a dodržování četných závazků uložených MiCA⁴⁰⁸. Ačkoliv MiCA služby De-Fi výslovně nezakazuje či nevylučuje ze své působnosti, problémem je, že neposkytuje žádná vodítka, jak by mohly služby DeFi zajistit soulad svého fungování s jejími ustanoveními. Naopak, stanovuje pravidla, která jsou pro De-Fi služby mnohdy nesplnitelné. Tento stav, jenž do značné míry souvisí se skutečností, že MiCA byla připravována v době, kdy se nepředpokládal nebývalý rozvoj, jakého sektor De-Fi v posledním roce dosáhnul⁴⁰⁹, nejenže nepřispívá k právní jistotě a ochraně trhu, ale naopak to nejistotu a rizika pro účastníky trhu kryptoaktiv jen zvyšuje⁴¹⁰.

Jak správně upozorňuje Stylianou, existuje několik scénářů, kam takový přístup evropských a jiných regulátorů může vést⁴¹¹, od toho nejpesimističtějšího, který by De-Fi služby časem zcela marginalizoval ve prospěch regulovaných centralizovaných služeb, přes neustálou *hru kočky s myší* mezi regulátory a De-Fi, až po ten nejpravděpodobnější a mnou preferovaný, kdy regulatorní orgány vědomy si potenciálu De-Fi začnou přijímat předpisy, jež se nebudou De-Fi pouze vyhýbat, nýbrž je budou výslovně adresovat⁴¹².

Vydat se cestou poslední možnosti by bylo žádoucí také v případě regulace MiCA. Ačkoliv posuzování decentralizovaných projektů a stanovení kritérií decentralizace bude velmi komplexní záležitostí vyžadující značné materiální a personální zdroje, je třeba se této otázce postavit čelem. Jakmile budou zavedena kritéria určování decentralizace, přispěje to k právní jistotě nejen co se týče decentralizovaného vydávání kryptoaktiv, ale také poskytování služeb s nimi souvisejících. Jak uvádí materiál WEF, zákonodárné a regulatorní orgány by mohly jistotu do oblasti regulace decentralizovaných aktiv vnášet postupně pomocí objasňování jednodušších případů až se skrze získané znalosti a zkušenosti dostanou k vyjasnění případů nejsložitějších⁴¹³. Zastávám názor, že zamýšlí-li EU vytvořit skutečně prosperující a konkurenceschopný evropský trh kryptoaktiv a neznepokojovat evropským poskytovatelům služeb souvisejících s kryptoaktivy jejich působení na mezinárodní úrovni, neměla by projekty jako Aave, Chainlink, Synthetix a další *odsoudit*

⁴⁰⁷ MiCA, čl. 53 odst. 1 alinea 1.

⁴⁰⁸ Op. cit. INATBA. *Blockchain Ecosystem's Response to MiCA Regulation Proposal*. [cit. 2021-6-18]. s. 33.

⁴⁰⁹ DALE, Brady. DeFi Is Now a \$100B Sector. In: *Coindesk*. [online]. Coindesk, 29. dubna 2021 [cit. 2021-7-1]. Dostupné z: <https://www.coindesk.com/defi-100-billion-dolla>.

⁴¹⁰ Op. cit. INATBA. *Blockchain Ecosystem's Response to MiCA Regulation Proposal*. [cit. 2021-6-18]. s. 33.

⁴¹¹ STYLIANOU, Konstantinos. DeFi's death by a thousand cuts. In: *Cointelegraph*. [online]. Cointelegraph, 17. ledna 2021 [cit. 2021-6-18]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/news/defi-s-death-by-a-thousand-cuts>.

⁴¹² Ibid.

⁴¹³ Op. cit. WORLD ECONOMIC FORUM. *Decentralized Finance: (DeFi) Policy-Maker Toolkit*. [cit. 2021-6-17] s. 23.

k dlouhodobé existenci v regulační šedé zóně, natož tak je zakázat, nýbrž navrhnout řešení, jak existující a/nebo navrhovanou legislativu na odvětví decentralizovaných kryptoaktiv včetně stablecoinů, jimiž se budu zabývat v následující části, aplikovat a umožnit tak jejich existenci v souladu s právem.

5.3. Stablecoiny

Jak bylo předestřeno v předchozích kapitolách, z důvodu potencionálně vyšší rizikovosti stablecoinů vytváří MiCA pro tuto kategorii kryptoaktiv specifickou regulaci. Nad rámec základních pravidel veřejného nabízení a přijetí kryptoaktiv k obchodování představených v předchozí části práce, vydavatelé stablecoinů podléhají také dodatečným požadavkům nejen co se týče povinnosti získat předchozí povolení, ale také jejich průběžné činnosti. Nejnáročnějšímu povolovacímu režimu pak podléhají vydavatelé stablecoinů kvalifikovaných jako významné.

5.3.1. Ex ante povolení

Základní změnou oproti užitným tokenům a kryptoaktivům obecně je, že vydavatelé stablecoinů musejí k jejich veřejnému nabízení a přijetí k obchodování získat předchozí povolení. V případě ART se jedná o specifické oprávnění, které může být uděleno pouze právníckým osobám usazeným v EU⁴¹⁴. Výjimku z povinnosti získat předchozí povolení mají úvěrové instituce⁴¹⁵, emise malého rozsahu a nabídky určené výhradně kvalifikovaným investorům⁴¹⁶. Nejpřísnějšímu režimu podléhá vydávání EMT, jejichž vydavateli mohou být, opět až na výjimky⁴¹⁷, pouze úvěrové instituce nebo instituce elektronických peněz⁴¹⁸. Tato pravidla odpovídají skutečnosti, že EMT jsou MiCA považovány za elektronické peníze ve smyslu směrnice EMD2⁴¹⁹, a jejich vydavatelé proto musejí kromě požadavků MiCA splňovat také všechny požadavky stanovené pro instituce elektronických peněz v EMD2⁴²⁰. Povinnost vypracovat a oznámit příslušnému orgánu bílou knihu, včetně případných propagačních sdělení, se však použije bez výjimky na všechny vydavatele stablecoinů⁴²¹.

Žádost o povolení k vydávání tokenů vázaných na aktiva by měly vnitrostátní orgány konzultovat s EBA, ESMA, ECB, případně jinou centrální bankou členského státu⁴²², které k žádosti vydávají nezávazné stanovisko. S tím, aby stanoviska všech uvedených orgánů byla

⁴¹⁴ MiCA, čl. 4 odst. 2 písm. b).

⁴¹⁵ MiCA, čl. 15 odst. 4.

⁴¹⁶ MiCA, čl. 15 odst. 3.

⁴¹⁷ MiCA, čl. 43 odst. 2.

⁴¹⁸ MiCA, čl. 43 odst. 1 písm. a)

⁴¹⁹ Op. cit. čl. 43 odst. 1 MiCA.

⁴²⁰ MiCA, čl. 43 odst. 1 písm. b)

⁴²¹ MiCA, čl. 15 odst. 3 alinea 2. a čl. 43 odst. 2 alinea 3.

⁴²² MiCA, čl. 18 odst. 3.

bez výjimky nezávazná, nesouhlasí s odkazem na bezpečnost eurozóny ECB a ECON. Ti navrhují, aby stanoviska ECB a centrálních bank členských států k prosazování měnové politiky a zajištění bezpečného provádění platebního styku byla závazná, čímž by centrální banky získaly výlučné právo zabránit udělení konkrétního povolení⁴²³. V této souvislosti ECON dále navrhl, aby o povolování EMT z důvodu jejich potencionálně rizikových velkých tržních objemů rozhodovala vždy ECB⁴²⁴.

Povolení nebude žadateli uděleno zejména v případech hrozby porušování MiCA nebo pokud by jeho obchodní model představoval významné riziko pro finanční stabilitu, transmissi monetární politiky či monetární suverenitu⁴²⁵, přičemž v určitých případech jsou příslušné orgány oprávněny již udělené povolení vydavateli odejmout⁴²⁶.

5.3.2. Další specifické požadavky

Dodatečné provozní požadavky kladené na vydavatele stablecoinů se týkají zejména minimálního obsahu bílé knihy, povinně uveřejňovaných informací, kapitálových požadavků, systému řízení a správy, střetu zájmů, rezervy aktiv, plánu na řádné ukončení činnosti⁴²⁷ či pravidel nabývání vydavatelů stablecoinů, jež jsou všechny známé z jiných právních předpisů evropského finančního práva. Jádrem specifické regulace stablecoinů lze nicméně spatřovat ve zpřísněných požadavcích na vlastní kapitál, správu rezervy aktiv a rozsahu práv poskytovaných držitelům kryptoaktiv.

5.3.2.1. Práva udělována držitelům stablecoinů

Co se týče práv poskytovaných držitelům stablecoinů, všem držitelům EMT musí být, na rozdíl od ART, z důvodu jejich klasifikace jakožto elektronických peněz poskytnuta pohledávka za vydavatelem⁴²⁸. Rovněž, obdobně jako u elektronických peněz⁴²⁹, je vydavatel EMT na žádost jejich držitele povinen hodnotu tokenu odpovídající přijatým peněžním prostředkům⁴³⁰ kdykoliv a v nominální hodnotě vůči fiat měně, na kterou jsou navázány, vyměnit za podmínek uvedených v bílé knize zpět⁴³¹.

⁴²³ Op. cit. ECON. *Návrh zprávy o návrhu nařízení Evropského parlamentu a Rady o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-6-26]. s. 6 a op. cit. ECB. *Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 19. února 2021 k návrhu nařízení o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-6-26]. s. 3 – 4.

⁴²⁴ Op. cit. ECON. *Návrh zprávy o návrhu nařízení Evropského parlamentu a Rady o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-6-26]. s. 11.

⁴²⁵ MiCA, čl. 19 odst. 2.

⁴²⁶ MiCA, čl. 20.

⁴²⁷ MiCA, čl. 42.

⁴²⁸ MiCA, čl. 44 odst. 2.

⁴²⁹ EMD2, čl. 11 odst. 2.

⁴³⁰ MiCA, čl. 44 odst. 3.

⁴³¹ MiCA, čl. 44 odst. 4 a 5.

Nevyhoví-li vydavatel legitimní žádosti držitelů EMT o jejich zpětnou výměnu ve lhůtě 30 dnů, bude odpovědnost za splnění této povinnosti přenesena na vybrané smluvní strany, a to na subjekty zajišťující ochranu vydavatelem přijatých finančních prostředků a osoby odpovědné za distribuci EMT⁴³². Toto ustanovení však vidím jako velmi nepřiměřené. Sdílím přesvědčení, že právo na zpětnou výměnu by nemělo být automaticky rozšiřováno na třetí strany, zejména pokud jim příčiny nesplnění požadavků na zpětnou výměnu nelze přičíst, ale mělo by být uvedeno do kontextu smluvní povahy mezi stranami⁴³³. Uvedené pravidlo je problematické rovněž v tom ohledu, že dotčená strana nemusí nutně podléhat stejným kapitálovým požadavkům jako vydavatel EMT a nemusela by tak ani být schopná požadavkům držitelů EMT vyhovět.

Oproti tomu vydavatelé ART musejí držitelům přiznávat přímé právo na zpětnou výměnu pouze v případech, pokud se tržní hodnota tokenů významně liší od hodnoty referenčních nebo rezervních aktiv⁴³⁴. Aby bylo zajištěno vyhovění případným žádostem o zpětnou výměnu, je stanovena povinnost vydavatelů mít rychle přístupná rezervní aktiva⁴³⁵. Celkový rozsah práv udělených držitelům ART pak závisí především na smluvním ujednání⁴³⁶, nicméně, pokud vydavatel nenabízí přímé nároky nebo práva na zpětnou výměnu všem držitelům ART, je povinen být ohledně této skutečnosti transparentní. Držitelé, kterým nebyla tato práva přiznána, by měli být v těchto případech chráněni povinně zavedenými mechanismy zajišťujícími likviditu ART⁴³⁷.

S cílem zajistit, že stablecoiny budou užívány převážně jako platební prostředek, nikoliv jako uchovatel hodnoty⁴³⁸, MiCA vydavatelům stablecoinů a poskytovatelům služeb s nimi souvisejících znemožňuje poskytovat jejich držitelům jakýkoli úrok nebo jiný prospěch spojený s dobou držení⁴³⁹. Účelem tohoto zákazu je zabránit obcházení přísných požadavků předpisů o finančních službách, které se uplatní na investiční tokeny, jež se běžně vyznačují právě právem na poskytování úroků. Nicméně, ačkoliv je takový přístup shodný s přístupem k elektronickým penězům⁴⁴⁰, je jeho zakotvení při nejmenším diskutabilní, a to hned ze dvou odlišných perspektiv.

Na jednu stranu lze zákaz úročení spatřovat jako příliš restriktivní přístup, který může vydavatelům stablecoinů značně znesnadnit působení na evropském trhu. Jak uvádí Alexis Derviz z České národní banky: *Prakticky každý ... stablecoin se prezentuje především jako platební prostředek, ačkoli úloha uchovávání hodnoty – plynoucí z jeho povahy, jež je aktivně vyhledávaná*

⁴³² MiCA, čl. 44 odst. 7.

⁴³³ Op. cit. PARIS EUROPLACE. *Fintech Commission General Position Paper*. [cit. 2021-03-09]. s. 30.

⁴³⁴ MiCA, čl. 35 odst. 4 alinea 2.

⁴³⁵ MiCA, čl. 33 odst. 1 písm. d).

⁴³⁶ MiCA, čl. 35 odst. 1.

⁴³⁷ MiCA, čl. 35 odst. 4.

⁴³⁸ MiCA, bod 41 preambule a čl. 3 odst. 1 bod 4.

⁴³⁹ MiCA, čl. 36 a čl. 45.

⁴⁴⁰ EMD2, čl. 12.

uživatelé, je jimi jen tiše předpokládána. Funkce prostředku směny a uchovatele hodnoty jsou spolu tedy velmi úzce spjaty a jejich význam se může v průběhu existenčního cyklu aktiva postupně měnit⁴⁴¹. Poskytování úroků je tudíž nejen ve světě kryptoaktiv zcela běžnou záležitostí, jež slouží jako legitimní nástroj k získávání nových uživatelů. V této souvislosti tak vyvstává otázka, zda by vydavatelům stablecoinů v Unii nemělo být umožněno otevřeně soutěžit se subjekty z jiných jurisdikcí či s jinými finančními institucemi, které jsou oprávněny úroky poskytovat. Pokud by tomu tak nebylo, uživatelé by mohli být potencionálně motivováni k přesunu ke stablecoinům povoleným v jiných jurisdikcích, v nichž takové omezení neexistuje, případně ke stablecoinům neregulovaným, což by vzhledem k možnému omezení konkurence a potencionálním rizikům nedostatečné ochrany mimo území Unie nebylo jak v souladu s cílem podpory inovací, tak ochrany spotřebitelů⁴⁴².

Na stranu druhou, v prostředí nulových či záporných úrokových sazeb by zákaz poskytovat úroky naopak mohl stablecoinům poskytovat určitou výhodu. Ty by se takto mohly stát z pohledu držitele poměrně atraktivním uchovatelem hodnoty a konkurovat tak tradičním bankovním vkladům, čímž by se nejen zvýšily náklady na financování bankovního sektoru, ale rovněž by mohlo dojít k transmisi měnové politiky⁴⁴³. Zcela nepřekvapivě, obavy z tohoto scénáře a jeho implikací pro finanční stabilitu a měnovou politiku vyjádřila ECB, která uvedený přístup navrhuje dále zvážit⁴⁴⁴.

5.3.2.2. Kapitálové požadavky a rezerva aktiv

MiCA se již existujícími předpisy inspirovala také při stanovení požadavků na kapitál vydavatelů stablecoinů, tentokrát EMD2⁴⁴⁵. Základní požadavek na kapitál byl pro oba druhy stablecoinů stanoven ve výši 2 % z průměrné výše rezervních aktiv, resp. průměru EMT v oběhu, minimálně však 350 000 EUR⁴⁴⁶. Kapitál musí být složen z nejkvalitnějších aktiv odpovídajících položkám a nástrojům zahrnutým do kmenového kapitálu tier 1 podle CRR. Po zhodnocení rizik souvisejících s vydavatelem a vydávanými stablecoiny nicméně může příslušný orgán po

⁴⁴¹ FSB. *Regulation, Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements: Final Report and High-Level Recommendations*. [online]. FSB, 13. října 2020 [cit. 2021-06-02]. Dostupné z: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P131020-3.pdf> s. 7.

⁴⁴² BLOCKCHAIN AND VIRTUAL CURRENCIES REGULATORY WORKING GROUP. *"Blockchain and Virtual Currencies Regulatory Working Group" Position Paper on the European Commission's Proposal for a Regulation on a Pilot Regime for market infrastructures based on distributed ledger technology ("DLT Pilot Regime")*. [online]. Block Chain Working Group, 25. prosince 2020 [cit. 2021-04-02]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1373497>. s. 7 - 8, op. cit. PARIS EUROPLACE. *Fintech Commission General Position Paper*. [cit. 2021-04-01]. s. 15 nebo op. cit. ADAN AND EU CRYPTO INITIATIVE. *MiCA: Summary of Shortcomings & Improvement Proposals*. [cit. 2021-06-02]. s. 7

⁴⁴³ Op. cit. ECB. *Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 19. února 2021 k návrhu nařízení o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-06-02]. s. 2 - 3.

⁴⁴⁴ Ibid.

⁴⁴⁵ EMD2, čl. 5.

⁴⁴⁶ MiCA, čl. 31 odst. 1

vydavatelé požadovat, aby měl kapitál až o 20 % vyšší nebo nižší, než je částka odpovídající 2 % z průměrné výše rezervních aktiv⁴⁴⁷. Přesná kritéria pro vyžadování vyššího kapitálu nebo povolení nižšího kapitálu budou stanovena v regulačních technických normách přijatých Komisí⁴⁴⁸.

Vlastní kapitál musí být oddělen od rezervních aktiv vydavatele ART, resp. finančních prostředků přijatých vydavatelem při směně za EMT⁴⁴⁹. Rezervě aktiv sloužící ke stabilizaci hodnoty ART, kterou musí po celou dobu existence tokenů udržovat a obezřetně spravovat každý vydavatel ART pro každou kategorii jím vydávaných tokenů⁴⁵⁰, je v MiCA z pochopitelných důvodů ochrany celého finančního trhu věnována zvláštní pozornost. Důležitost vhodného nastavení pravidel tvorby a údržby rezervních aktiv pro ochranu držitelů stablecoinů ukázal nedávný incident týkající se stablecoinu Iron Finance, který v důsledku nedostatečné kolateralizace stablecoinu přivodil investorům ztráty v hodnotě více než 2 bilionů dolarů⁴⁵¹.

MiCA proto vydavatelům ART ukládá povinnost pro stabilizační mechanismus, pomocí něž je hodnota tokenů vázaných na aktiva vyrovnávána, stanovit jasné a podrobné zásady, obsahující mimo jiné přesné složení referenčních a rezervních aktiv, hodnocení rizik, postup zpětné výměny ART za rezervní aktiva a postup vytváření a znehodnocování tokenů⁴⁵². Vytváření a znehodnocování ART musí vždy odpovídat zvýšení nebo snížení rezervy aktiv a vydavatelé jsou povinni zajistit, aby tento proces negativně neovlivňoval trh rezervních aktiv⁴⁵³. Za účelem ochrany rezervních aktiv před případnými nároky věřitelů musejí být rezervní aktiva, obdobně jako je tomu u správců investičních fondů, za předem stanovených podmínek dána do oddělené úschovy autorizovanému správci⁴⁵⁴, kterým mohou být v případě kryptoaktiv pouze poskytovatelé služeb souvisejících s kryptoaktivy a ohledně jiných typů rezervních aktiv pouze úvěrové instituce⁴⁵⁵. Správci jsou odpovědní za případnou ztrátu aktiv ve své úschově, s výjimkou situací zásahu *vis maior*⁴⁵⁶.

Velká pozornost je věnována transparentnosti a informační povinnosti ohledně rezervy aktiv, která podléhá každých šest měsíců nezávislému auditu⁴⁵⁷. Každý měsíc pak vydavatel bude

⁴⁴⁷ MiCA, čl. 31 odst. 3 a čl. 43 odst. 1 písm. b) ve spojení s EMD, čl. 5 odst. 5.

⁴⁴⁸ MiCA, čl. 31 odst. 4.

⁴⁴⁹ MiCA, čl. 33 odst. 1 písm. a) a čl. 7 EMD2.

⁴⁵⁰ MiCA, čl. 32 odst. 1, 3 a 4.

⁴⁵¹ TIWARI, Anirudh. Iron Finance bank run stings investors — A lesson for all stablecoins? In: *Cointelegraph*. [online]. Cointelegraph, 28. června 2021 [cit. 2021-6-30]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/news/iron-finance-bank-run-stings-investors-a-lesson-for-all-stablecoins>.

⁴⁵² MiCA, čl. 32 odst. 4.

⁴⁵³ MiCA, čl. 32 odst. 3.

⁴⁵⁴ MiCA, čl. 33 odst. 4 ve srovnání s AIFMD, čl. 21 odst. 8 a) a UCITS č. 22 odst. 1 a čl. 32 odst. 1.

⁴⁵⁵ MiCA, čl. 33 odst. 2.

⁴⁵⁶ MiCA, čl. 33 odst. 8.

⁴⁵⁷ MiCA, čl. 32 odst. 5 ve spojení s čl. 26 odst. 2.

povinen zveřejňovat informace o hodnotě a složení rezervních aktiv a o množství ART v oběhu⁴⁵⁸. Neprodleně bude třeba zveřejňovat také informace o každé události, která má nebo by pravděpodobně mohla mít významný vliv na hodnotu ART nebo na rezervní aktiva⁴⁵⁹. Ačkoliv vydavatelé EMT netvoří rezervy aktiv jako vydavatelé ART, obdržené finanční prostředky podléhají obdobným požadavkům na ochranu jako rezerva aktiv⁴⁶⁰.

5.3.3. Globální stablecoiny

Nejpřísnějšímu režimu ze všech kategorií kryptoaktiv podléhají z důvodu své vysoké potenciaální systémové rizikovosti stablecoiny, které naplní alespoň tři z tzv. kritérií významnosti⁴⁶¹, blíže vymezené teprve Komisí, popřípadě které budou klasifikovány jako významné na žádost vydavatele⁴⁶². Dodatečné požadavky se týkají politiky odměňování, povinnosti diverzifikace úschovy kryptoaktiv, zásady řízení likvidity a především minimální výše kapitálu, zvýšené na 3 % průměrné částky rezervních aktiv. V případě *standardních* a významných EMT je změna rovněž v povinnosti vydavatelů významných EMT zavést vhodný plán ukončení činnosti⁴⁶³ a pravidel úschovy a investování přijatých prostředků⁴⁶⁴.

Pravomoc rozhodovat o klasifikaci stablecoinů jako významných⁴⁶⁵, stejně jako dohled nad těmito stablecoiny⁴⁶⁶, je vzhledem k jejich charakteru z vnitrostátních orgánů provádějících dohled nad ostatními kryptoaktivy svěřena EBA, resp. společně EBA a příslušnému vnitrostátnímu orgánu v případě významných EMT. Značně nejasně vymezený a komplikovaný dvojí režim dohledu nad vydavateli významných EMT, který může být v případě vydavatelů, kteří jsou významnými úvěrovými institucemi, až trojí, se nicméně stal předmětem kritiky ze strany ECB. Ta z důvodu jeho složitosti a možného stírání odpovědnosti navrhuje dohled sjednotit na evropské úrovni⁴⁶⁷, k čemuž bych se z uvedených důvodů přikláněla také.

5.3.4. Kritická analýza

Obdobně jako většina účastníků trhu s kryptoaktivy vítám zájem Komise adresovat a postavit se zvýšeným rizikům, která mohou stablecoiny, především kategorie významných

⁴⁵⁸ MiCA, čl. 26 odst. 1.

⁴⁵⁹ MiCA, čl. 26 odst. 3.

⁴⁶⁰ MiCA, čl. 49.

⁴⁶¹ Významnost lze u stablecoinů dovodit z potenciálně velké zákaznické základny jejich promotérů, akcionářů vydavatele nebo vymezených třetích stran, jejich vysoké hodnoty nebo tržní kapitalizace, velikosti rezervy aktiv, vysokého počtu nebo hodnoty transakcí, významu jejich přeshraničního používání nebo propojenosti s finančním systémem. Viz MiCA, čl. 39 odst. 1 ve spojení s čl. 50 odst. 1.

⁴⁶² MiCA, čl. 40 a čl. 51.

⁴⁶³ MiCA, čl. 52 písm. d).

⁴⁶⁴ MiCA, čl. 52 písm. a)

⁴⁶⁵ MiCA, čl. 39 odst. 1 ve spojení s čl. 50 odst. 1.

⁴⁶⁶ MiCA, čl. 98 a násl. Významné EMT podléhají dvojímu dohledu jak ze strany příslušných orgánů, tak ze strany EBA.

⁴⁶⁷ Op. cit. ECB. *Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 19. února 2021 k návrhu nařízení o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-06-21]. s. 7.

stablecoinů, pro finanční sektor představovat. Vytvoření speciálního režimu pro stablecoiny proto považuji za správné řešení. Rovněž oceňuji iniciativu Komise rozdělovat mezi tzv. globálními stablecoiny a ostatními stablecoiny. Přesto mám pocit, že v případě požadavků na vydavatele stablecoinů byla výrazně upřednostněna snaha o ochranu finanční stability a monetární politiky před zájmem na rozvoji inovací a zajištění korektní hospodářské soutěže.

5.3.4.1. Restriktivní okruh vydavatelů EMT

Zatímco někteří spatřují omezení okruhu potencionálních vydavatelů EMT pouze na povolené úvěrové instituce nebo instituce elektronických peněz jako správné rozhodnutí⁴⁶⁸, přikláním se k těm, kteří mají na tuto záležitost odlišný pohled⁴⁶⁹.

Jako jeden z hlavních cílů MiCA byla určena podpora inovací. Jak je uvedeno v úvodních ustanoveních *aby byl podpořen rozvoj kryptoaktiv a širší používání DLT, je nutné zavést bezpečný a přiměřený rámec, který bude podporovat inovace a korektní hospodářskou soutěž*⁴⁷⁰. Hodnocením dopadu pravidel a regulací uplatňovaných vládami a profesními organizacemi na úroveň hospodářské soutěže se zabývala ve své studii z roku 2019 OECD⁴⁷¹. Ta uvádí, že *zatímco jsou pravidla a předpisy přijímány za účelem dosažení různých sociálních a ekonomických cílů nevýhodou je, že mohou, mimo jiné, zavádět vyšší náklady pro nové účastníky a malé podniky oproti již zavedeným nebo větším společnostem*⁴⁷². V dalších částech materiálu pokračuje, že *některá pravidla a předpisy mohou omezit počet nebo typ dodavatele zboží a služeb na trhu. Je pravděpodobné, že tomu tak bude, pokud návrh: výrazně zvyšuje náklady na vstup nebo výstup dodavatele; nebo, mj., jako podmínku provozu zavádí licenci, povolení nebo autorizační proces*⁴⁷³. *...takové předpisy mohou mít nakonec negativní dopad na úroveň hospodářské soutěže na trhu s potenciálně nepříznivými důsledky pro blahobyt spotřebitelů*⁴⁷⁴.

Rozumím, že MiCA zohledňuje, obdobně jako v případě poskytování investičních služeb⁴⁷⁵, již získané povolení, které svědčí o naplnění řady požadavků, které by jinak byly pro vydávání EMT vyžadovány, a implikuje tak nižší rizikovost již regulovaných subjektů. Určitá úroveň překážek vstupu na trh je bezpochyby potřebná nejen pro ochranu spotřebitelů, ale také

⁴⁶⁸ KUNZE, Christoph. *Comments on the "Proposal for a Regulation on Markets in Crypto-assets" as part of the European commission's Digital Finance Package*. [online]. Berlín: German Banking Industry Committee, 16. října 2020 [cit. 2021-03-09]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1408660> s. 4.

⁴⁶⁹ Např. op. cit. PARIS EUROPLACE. *Fintech Commission General Position Paper*. [cit. 2021-03-09], s. 11 nebo op. cit. ADAN AND EU CRYPTO INITIATIVE. *MiCA: Summary of Shortcomings & Improvement Proposals*. [cit. 2021-03-09], s. 16.

⁴⁷⁰ Důvodová zpráva k MiCA, část 1. Souvislosti návrhu.

⁴⁷¹ OECD. *Competition Assessment Toolkit: Volume 2. Guidance*. [online]. Verze 4.0, 2019 [cit. 2021-03-09]. Dostupné z: <https://www.oecd.org/daf/competition/45544507.pdf> s. 19.

⁴⁷² Op. cit. OECD. *Competition Assessment Toolkit: Volume 2. Guidance*. [cit. 2021-03-09], s. 20.

⁴⁷³ Op. cit. OECD. *Competition Assessment Toolkit: Volume 2. Guidance*. [cit. 2021-03-09], s. 35.

⁴⁷⁴ Op. cit. OECD. *Competition Assessment Toolkit: Volume 2. Guidance*. [cit. 2021-03-09], s. 35.

⁴⁷⁵ MiFID II, bod 38 preambule.

pro vytvoření důvěry v samotný trh a nové subjekty na něm. Nicméně jsem přesvědčena, že pro zachování rovných podmínek účastníků trhu je třeba udělování privilegií již zavedeným institucím pečlivě vyvažovat s možnostmi přístupu na trh poskytnutými novým subjektům, které jsou pro stále ještě poměrně nový, inovativní a rychle se rozvíjející trh kryptoaktiv zcela klíčové.

Přístup striktně se držící stávajících regulatorních konceptů vyvinutých pro elektronické peníze omezující okruh potencionálních vydavatelů EMT pouze na dva typy institucí dává dle mého názoru značnou konkurenční výhodu již *etablovaným hráčům na trhu*, kteří svou kompetenci v tomto odvětví navíc prozatím neprokázali, a nekoresponduje s novými obchodními modely vznikajícími na trhu kryptoaktiv. Jak upozorňují někteří autoři, pokud by se plnění regulatorních požadavků MiCA stalo velmi nákladnou záležitostí, kterou by byly schopné podstoupit pouze podniky disponující značnými zdroji, tedy velké banky a technologické společnosti, přístup nových subjektů na trh by mohl být velmi negativně ovlivněn a stávající oligopoly v oblasti financí a technologií by byly jen dále posíleny⁴⁷⁶.

Je třeba vycházet ze skutečnosti, že kryptoinstituce a činnosti s nimi spojené se vyznačují řadou specifíků a představují množství nových výzev, jež byly také důvodem pro návrh zcela nového specifického regulatorního rámce. Jak upozornili při projednávání v Radě zástupci některých členských států, možná rizika představovaná činnostmi souvisejícími s vydáváním kryptoaktiv, a stejně tak poskytováním služeb souvisejících s kryptoinstitucí, k nimž jsou úvěrové instituce rovněž bez získávání dalšího povolení oprávněny⁴⁷⁷, nejsou dostatečně pokryty rámcem CRD⁴⁷⁸ / CRR⁴⁷⁹ regulujícím činnosti úvěrových institucí, jelikož pravidla pro řízení rizik neobsahují konkrétní ustanovení, která by účinně zajišťovala řádné řízení rizik činností souvisejících s kryptoinstitucí⁴⁸⁰. Ačkoliv těmto specifíkům a výzvám musejí čelit jak tradiční finanční instituce, tak subjekty nově vznikající, jsou to nicméně právě pokrokové podnikatelé působící na trhu kryptoaktiv, kteří se vyznačují znalostmi a zkušenostmi z tohoto prostředí, např. pokud jde o jejich porozumění DLT a kryptoinstitucím, možnostem decentralizovaných řešení či inovativním

⁴⁷⁶ FERREIRA, Agata, Robert KOPITSCH, Philipp SANDER. The digital euro: Something Europe can't afford to get wrong. In: *Cointelegraph*. [online]. Cointelegraph, 4. července 2021 [cit. 2021-7-6]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/news/the-digital-euro-something-europe-can-t-afford-to-get-wrong>.

⁴⁷⁷ MiCA, čl. 2 odst. 5.

⁴⁷⁸ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/336/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o omezitelném dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnice 2006/48/ES a 2006/49/ES. In: *Úř. věst. L 176*, 27. června 2013.

⁴⁷⁹ Nařízení Evropského parlamentu a rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o omezitelných požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. In: *Úř. věst. L 176*, 27. června 2013.

⁴⁸⁰ CARRIER, Anna. Member States consider amendments to MiCA. In: *Regulationtomorrow.eu*. [online]. Norton Rose Fulbright, LLP, 4. března 2021 [cit. 2021-03-09]. Dostupné z: <https://www.regulationtomorrow.com/eu/member-states-consider-amendments-to-mica/>.

způsobům poskytování služeb v oblasti kryptoaktiv, a disponují tak v určitých ohledech výhodami oproti zavedeným finančním entitám⁴⁸¹.

Navržený přístup proto považuji za rozporný nejen se zásadou *stejná činnost, stejná rizika, stejná pravidla*, ale také s cílem podpory inovací a zajištění korektní hospodářské soutěže. Myslím si, že vzhledem k jedinečným charakteristikám prostředí kryptoaktiv by pro dosažení uvedených cílů a zásad bylo vhodnější přijmout přístup, který by dostatečně zmírňoval rizika související s EMT, ale jiným způsobem, než jejich zařazováním pod již existující regulační koncepty. Proto bych považovala za vhodné okruh potencionálních vydavatelů EMT rozšířit, a to za předpokladu, že budou splněny adekvátně nastavené požadavky vyvažující rizika EMT na jedné straně a možnost inovovat na straně druhé. Potencionálně vyšší okruh vydavatelů EMT by mohl vést k rozmanitějšímu vnitřnímu trhu a umožnit tak spotřebitelům a investorům v Unii širší přístup k novým typům platebních nástrojů vytvářejících konkurenci nástrojům stávajícím. Naopak, příliš formalistický a ochránářský přístup by ekonomickou motivaci pro vývoj inovativních řešení mohl snížit a rozvoj nových typů služeb, které by mohly značně přispět k větší finanční inkluzi a posílení efektivity celého finančního sektoru EU, tak výrazně zpomalit.

5.3.4.2. Nedostatek proporcionality

Další nedostatky úpravy stablecoinů spatřuji v souvislosti s neadekvátností výjimek z působnosti MiCA, hranic pro klasifikaci tokenů jako významných⁴⁸² a rovněž v nepřiměřenosti kapitálových požadavků kladených na vydavatele stablecoinů.

Při pohledu na některá ustanovení MiCA je zřejmé, že tato regulace byla připravována desítky měsíců nazpět a že při její přípravě nebyla předvídána rychlost pokroku na trhu kryptoaktiv, která je v tomto odvětví opravdu výjimečná. Jak hranice pro výjimky z působnosti MiCA, tak ta pro klasifikaci globálních stablecoinů nyní zcela nezohledňují současný stav na trhu stablecoinů. Ku příkladu, všechny stablecoiny nacházející se v první tisícovce co do tržní kapitalizace největších kryptoaktiv dnes překračují hranici 5 000 000 EUR, která je určující pro vynětí z působnosti MiCA⁴⁸³. Nízké limity pro vynětí z regulačního režimu MiCA, stejně jako pro zařazení pod režim významných stablecoinů, se pak v kombinaci s některými požadavky na vydavatele stablecoinů jeví jako příliš přísné⁴⁸⁴.

⁴⁸¹ Op. cit. PARIS EUROPLACE. *Fintech Commission General Position Paper*. [cit. 2021-04-01]. s. 4 nebo op. cit. ADAN AND EU CRYPTO INITIATIVE. *MiCA: Summary of Shortcomings & Improvement Proposals*. [cit. 2021-06-02]. s. 15 - 16.

⁴⁸² MiCA, čl. 50 odst. 1 ve spojení s čl. 39 odst. 1 a odst. 6.

⁴⁸³ Cryptocurrency Market Capitalizations. In: *CoinMarketCap*. [online]. CoinMarketCap, 2021 [cit. 2021-06-19]. Dostupné z: <https://coinmarketcap.com/>.

⁴⁸⁴ Op cit. PARIS EUROPLACE. *Fintech Commission General Position Paper*. [cit. 2021-06-11]. s. 15.

To, že považuji hranici výjimek poskytovaných vydavatelům stablecoinů pro jejich veřejné nabízení a přijetí k obchodování stanovenou na částce 5 milionu EUR⁴⁸⁵ za příliš nízkou, jsem zmínila již v předchozí kapitole. Naopak, za příliš vysokou považuji hranici minimálního vlastního kapitálu vydavatelů stablecoinů.

Problém spatřuji především v možnosti zvýšit základní požadavek na kapitál ve výši 2 % z průměrné výše rezervních aktiv příslušným orgánem až o 20 %⁴⁸⁶. Ačkoliv kapitálový požadavek, určený obdobně jako v případě institucí elektronických peněz⁴⁸⁷, odpovídá záměru Komise ochránit investory a spotřebitele a z tohoto pohledu se jeví jako oprávněný, mohl by být, zejména v situacích zvýšení až k hodnotě 20 %, obtížně splnitelný pro start-upové, malé a střední podniky⁴⁸⁸. Zcela odlišného názoru je nicméně ECB. Ta navrhuje, aby byly orgány dohledu oprávněny, bude-li to třeba vzhledem k rizikovému výhledu a výsledkům zátěžových testů, jejichž pravidelné provádění navrhuje pro vydavatele stablecoinů zavést, překročit i hranici 20 % navýšení, a přidat možnost navýšení nad 3 % u vydavatelů významných stablecoinů⁴⁸⁹. Za příliš nízké považuje kapitálové požadavky pro vydavatele a významné vydavatele ART také řada zástupců členských států v Radě, nicméně, určení jejich výše zůstává sporným bodem⁴⁹⁰. Jak tedy dokazují nejen již proběhlá přezkumná jednání v Radě, stanovení adekvátních kapitálových požadavků pro vydavatele stablecoinů bude s velkou pravděpodobností skutečný *oříšek*, vyžadující vyvážení zájmů na ochraně trhu na jedné straně a umožnění jeho rozvoje na straně druhé. Řešením by mohlo být, jak již bylo nastíněno v první podkapitole, vytvořit několik kategorií ART i EMT, u nichž by se přísnost regulace lišila v závislosti na příležitostech a rizicích s nimi spojených⁴⁹¹.

Co se týče významných stablecoinů, jelikož většina v současné době nejužívanějších stablecoinů, především EMT, naplňuje kritéria významnosti⁴⁹², která navíc prozatím nejsou podrobně specifikována⁴⁹³, budou jejich vydavatelé povinni oproti *standardním* stablecoinům splňovat pro možnost vydávat tyto stablecoiny řadu dodatečných povinností⁴⁹⁴, mezi něž patří

⁴⁸⁵ MiCA, čl. 15 odst. 3 ve spojení s čl. 43 odst. 2.

⁴⁸⁶ MiCA, čl. 31 odst. 3.

⁴⁸⁷ EMD2, čl. 5.

⁴⁸⁸ Op. cit. INATBA. *Blockchain Ecosystem's Response to MiCA Regulation Proposal*. [cit. 2021-6-18]. s. 32.

⁴⁸⁹ Op. cit. ECB. *Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 19. února 2021 k návrhu nařízení o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937*. [cit. 2021-6-18]. s. 7 - 8.

⁴⁹⁰ CARRIER, Anna. Member States continue MiCA review. In: *Regulationtomorrow*. [online]. Norton Rose Fulbright, LLP, 21. prosince 2020 [cit. 2021-06-09]. Dostupné z: <https://www.regulationtomorrow.com/eu/member-states-continue-mica-review/>.

⁴⁹¹ Op. cit. CARRIER, Anna. Member States continue MiCA review. [cit. 2021-06-09]. a CARRIER, Anna. Member States consider amendments to MiCA proposal. In: *Regulationtomorrow*. [online]. Norton Rose Fulbright, LLP, 7. dubna, 2021 [cit. 2021-06-09]. Dostupné z: <https://www.regulationtomorrow.com/eu/member-states-consider-amendments-to-mica-proposal/>.

⁴⁹² Op. cit. ADAN AND EU CRYPTO INITIATIVE. *MiCA: Summary of Shortcomings & Improvement Proposals*. [cit. 2021-04-02]. s. 12.

⁴⁹³ MiCA, čl. 39 odst. 6.

⁴⁹⁴ MiCA, čl. 15 odst. 3 ve spojení s čl. 43 odst. 2.

požadavek vlastnit zdroje ve výši 3% průměrné výše rezervních aktiv⁴⁹⁵. V případě nejpopulárnějšího a nejvyužívanějšího stablecoinu Tether by to vzhledem k jeho tržní kapitalizaci přesahující částku 50 miliard EUR znamenalo povinnost vlastnit kapitál ve výši přes 1,5 miliardy EUR⁴⁹⁶. V pořadí druhého tržně nejvýznamnějšího stablecoinu, USD coinu, by se tato částka pohybovala okolo jedné třetiny vlastního kapitálu Tetheru⁴⁹⁷. Pro představu lze uvést, že takové výše zdaleka nedosahuje ani např. kapitál podle počtu klientů největší české banky, České spořitelny⁴⁹⁸.

Již vydavatelé *standardních* stablecoinů jsou podrobeni velmi přísným požadavkům, zejména co se týče povinností týkajících se rezervních aktiv, v důsledku čehož je spotřebitelům, investorům i trhu obecně poskytnuta velmi vysoká úroveň ochrany, nesmírně důležitá jak pro vybudování a zvyšování důvěry v trh kryptoaktiv, tak pro samotné zapojení investorů do tohoto trhu. Nicméně se obávám, že další zpřísnování požadavků by mohlo přinést více škody než užitku.

Kombinace velmi přísných požadavků na jedné straně a nízkých hranic pro vynětí z působnosti MiCA, resp. pro zařazení pod režim významných stablecoinů, na straně druhé může způsobit, že vydavatelé (významných) stablecoinů nebudou schopni nebo ochotni takto vysoké požadavky plnit, což by vedlo k nemožnosti přijetí jimi vydávaných stablecoinů k obchodování na obchodní platformy, případně k rozhodnutí samotných vydavatelů zalistovat své stablecoiny s vidinou vyšších výnosů na platformách regulovaných mimo EU. Stablecoiny, především globální EMT, jsou přitom klíčovou součástí trhu kryptoaktiv. Z dvaceti obchodních párů s nejvyššími objemy obchodování na největší obchodní platformě pro kryptoaktiva Binance zahrnuje převážná většina stablecoin⁴⁹⁹. Vyloučení většiny stablecoinů z obchodování by mělo výrazně negativní dopad na trh kryptoaktiv v EU, jehož atraktivita a konkurenceschopnost by byla významně oslabena⁵⁰⁰.

Konečným důsledkem by pak pravděpodobně byl odliv spotřebitelů k zahraničním obchodním platformám regulovaným mimo EU, které by nabízely také kryptoaktiva v Unii neobchodovaná, což by kromě rozporu s cílem Komise podporovat inovace na vnitřním trhu vedlo také k nenaplnění dalšího z cílů, jímž je ochrana spotřebitele. Význam stablecoinů a kryptoaktiv

⁴⁹⁵ MiCA, čl. 52 písm. c) ve spojení s čl. 41 odst. 4.

⁴⁹⁶ Cryptocurrency Market Capitalizations. In: *CoinMarketCap*. [online]. CoinMarketCap, 2021 [cit. 2021-06-19]. Dostupné z: <https://coinmarketcap.com/currencies/tether/>.

⁴⁹⁷ Cryptocurrency Market Capitalizations. In: *CoinMarketCap*. [online]. CoinMarketCap, 2021 [cit. 2021-06-19]. Dostupné z: <https://coinmarketcap.com/currencies/usd-coin/>.

⁴⁹⁸ ČESKÁ SPOŘITELNA. *Pololetní zpráva 2020*. [online]. Praha, 2020 [cit. 2021-02-27]. Dostupné z: https://www.csas.cz/static_internet/cs/Redakce/Ostatni/Ostatni_IE/Prilohy/pz_2020.pdf s. 17.

⁴⁹⁹ Cryptocurrency Market Capitalizations. In: *CoinMarketCap*. [online]. CoinMarketCap, 2021 [cit. 2021-06-19]. Dostupné z: <https://coinmarketcap.com/exchanges/binance/>.

⁵⁰⁰ Op. cit. BITKOM BUNDESVERBAND INFORMATIONSWIRTSCHAFT, TELEKOMUNIKATION UND NEUE MEDIEN E.V. *Bitkom Position Paper on the European Commission's proposals on Markets in Crypto-Assets (Mi-CA) and a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology*. [cit. 2021-04-02]. s. 5 - 6.

obecně navíc díky stále se zvyšujícímu povědomí veřejnosti o této oblasti neustále roste, a lze tak očekávat, že s rostoucím množstvím uživatelů a prostředků proudících k těmto projektům budou kritéria významnosti čím dál tím více neproporcionální. Pokud má MiCA vytvořit regulační režim s odpovídající úrovní ochrany, ale zároveň skutečně vstřícný k inovacím, jsem přesvědčena, že by měly být požadavky lépe uzpůsobeny tak, aby menším a tudíž nízkorizikovým subjektům pomohly v přístupu na trh a pro větší, již zavedené subjekty nebyly příliš omezující. Teprve jestliže se EU dokáže přenést přes úzký a defenzivní pohled a zaujmout ke stablecoinům otevřenější přístup, který bude odrážet realitu jejich rozmanitých struktur, ekonomických funkcí a technologických konstrukcí, tak se může stát lídrem globální digitální ekonomiky budoucnosti.

5.4. Poskytovatelé služeb souvisejících s kryptoaktivy

V této čtvrté a zároveň poslední rozsáhlejší podkapitole věnované návrhu MiCA se budu zabývat jeho Hlavou V, jež je zaměřena na poskytování služeb souvisejících s kryptoaktivy a tvoří tak nepostradatelnou součást představeného návrhu. Poskytovatelem služeb souvisejících s kryptoaktivy (dále jen *CASPs* z angl. *crypto-asset service providers*) MiCA rozumí *jakoukoliv osobu, jejímž předmětem činnosti či podnikání je odborné poskytování jedné nebo více služeb souvisejících s kryptoaktivy třetím stranám*⁵⁰¹.

CASPs budou povinni splňovat velmi podobné licenční a organizační požadavky jako poskytovatelé tradičních finančních služeb, přičemž jejich rozsah je odstupňován v závislosti na typu poskytované služby a rizicích s ní spojených. Na rozdíl od úpravy tradiční finanční regulace, povolení dle MiCA bude udělováno k poskytování jednotlivých služeb, nikoliv k působení jako regulovaná instituce oprávněná vykonávat určitý okruh činností, a více tak zohlední situaci na trhu, kde dochází ke stále užší specializaci podniků.

Seznam služeb spojených s kryptoaktivy upravený MiCA zahrnuje služby úschovy a správy kryptoaktiv jménem třetích stran, provoz obchodní platformy pro kryptoaktiva, směnu kryptoaktiv za fiat měnu, která je zákonným platidlem, nebo směnu kryptoaktiv za jiná kryptoaktiva, přijímání a předávání příkazů ke kryptoaktivům jménem třetích stran, provádění příkazů ke kryptoaktivům v zastoupení třetích stran, uvádění kryptoaktiv a poskytování poradenství ke kryptoaktivům⁵⁰², a je tudíž širší než výčet poskytovatelů služeb spadajících mezi povinné osoby pro účely AML-CFT regulace podle doporučení FATF⁵⁰³. Na druhou stranu, ačkoliv seznam MiCA následuje Přílohu 1 Oddíl A MiFID II týkající se investičních služeb, služba

⁵⁰¹ Čl. 3 odst. 1 bod 8 MiCA

⁵⁰² MiCA, čl. 3 odst. 1 bod 9.

⁵⁰³ Op. cit. FATF. *International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation*. The FATF Recommendations. [cit. 2021-02-04]. s. 130

správy portfolií kryptoaktiv, jež je významnou součástí aktivit na trhu kryptoaktiv, ve výčtu zcela chybí.

Obdobně jako v případě vydavatelů ART, také CASPs budou moci být pouze právnické osoby se sídlem v členském státě Unie⁵⁰⁴, což bude mít v praxi rozsáhlé dopady na řadu poskytovatelů tzv. peněženek (služba úschovy a správy kryptoaktiv dle MiCA), krypto burz a krypto směnáren působících v EU. Částečné výjimky z plnění povinností CASPs jsou uděleny úvěrovým institucím⁵⁰⁵ a investičním podnikům disponujícím oprávněním získaným podle již účinných unijních právních předpisů v oblasti finančních služeb. Investiční podniky budou mít za splnění určitých podmínek povolení poskytovat služby související s kryptoaktivy rovnocenné investičním službám a činnostem, k jejichž poskytování jsou oprávněny v souladu s MiFID II⁵⁰⁶. Ačkoliv povolením k poskytování určitých investičních služeb dle MiFID II disponují také správci investičních fondů podle AIFMD⁵⁰⁷ a UCITS⁵⁰⁸, byli tito při přípravě výčtu subjektů oprávněných čerpat z výjimek zcela bezdůvodně opomenuti. Lze nicméně očekávat, že tento nedostatek bude pro uvedení do souladu se zásadou *stejná činnost, stejná rizika, stejná pravidla* před přijetím MiCA napraven.

Co se týče výjimek, otázka pak vyvstává také v souvislosti s institucemi elektronických peněz disponujícími oprávněním podle PSD2 a EMD2, které, ač jsou oprávněny být vydavateli EMT bez získání další licence, k poskytování služeb úschovy jimi vydaných EMT by byly povinny získat zvláštní povolení⁵⁰⁹. V tomto ohledu bych se přikláněla k návrhům⁵¹⁰, aby také těmto institucím byla omezená výjimka pro poskytování služby úschovy jimi vydávaných EMT udělena⁵¹¹.

Na základě principu evropského pasu budou moci CASPs své služby poskytovat přeshraničně v celé Unii, aniž by v hostitelských členských státech museli být fyzicky přítomni⁵¹². Stejně jako v případě finančních služeb, podniky ze třetích zemí budou oprávněny poskytovat služby související s kryptoaktivy osobám usazeným v Unii bez získání povolení pouze v případě, bude-li se jednat o poskytnutí služby z výlučného podnětu zákazníka (tzv. *reverse solicitation mechanism*)⁵¹³.

⁵⁰⁴ MiCA, čl. 53 odst. 1

⁵⁰⁵ Op. cit. čl. 8 CRD.

⁵⁰⁶ MiCA, čl. 2 odst. 6.

⁵⁰⁷ AIFMD, čl. 6 odst. 4.

⁵⁰⁸ UCITS, čl. 6 odst. 3.

⁵⁰⁹ MiCA, čl. 43 odst. 1 ve srovnání s čl. 63.

⁵¹⁰ Op. cit. CARRIER, Anna. Member States consider amendments to MiCA. [cit. 2021-03-09].

⁵¹¹ Ibid.

⁵¹² MiCA, čl. 53 odst. 3.

⁵¹³ Srovnání MiCA, bod 51 preambule a MiFID, čl. 42.

Povolení k poskytování služeb souvisejících s kryptoaktivy bude udělováno na základě žádosti příslušným vnitrostátním orgánem určeným dle sídla poskytovatele vždy ke konkrétní službě nebo službám souvisejících s kryptoaktivy a ze stanovených důvodů jej bude možné odejmout⁵¹⁴. Povolovací proces bude zahrnovat podrobnou kontrolu podnikání subjektu, a to i ve vztahu k jeho vedoucím osobám, zejména jejich vhodnosti a způsobilosti, jeho vlastníkům, systémům řízení a kontrolním mechanismům.

Přestože konkrétní požadavky na CASPs se liší v závislosti na typu poskytované služby, základní požadavky známé již z jiných evropských finančních předpisů, které se týkají především jednání ve vztahu k (potencionálním) zákazníkům⁵¹⁵, obezřetnostní⁵¹⁶, organizační⁵¹⁷ a informační požadavky⁵¹⁸, požadavky na úschovu aktiv⁵¹⁹, postup vyřizování stížností⁵²⁰, střet zájmů⁵²¹ a pravidel zajišťování činností externími subjekty⁵²², musejí splňovat všichni CASPs.

Specificky pro své potřeby MiCA upravuje kapitálové požadavky obsažené v příloze IV MiCA kladené na jednotlivé typy CASPs, kteří jsou podle požadované výše kapitálu rozděleni do tří kategorií. Do kategorie třetí, vyžadující nejvyšší částku vlastního kapitálu, jsou zahrnuty služby provozování obchodní platformy a směna kryptoaktiv za fiat měnu nebo jiná kryptoaktiva. Tento přístup, uplatňovaný s cílem vymezit systémový význam subjektů, lze nalézt také v celé řadě dalších oblastí⁵²³.

Jinak ovšem přístup MiCA postrádá určitou míru progresivnosti a flexibility, která by zohledňovala provozní a finanční rizika, kterým jsou CASPs vystaveni při své činnosti a jež je potřebná pro široké zapojení start-upových a jiných začínajících podniků do rozvoje trhu s kryptoaktivy. Souhlasím s názory, že požadavky MiCA by mohly obsahovat více proporcionality především co se týče obezřetnostních požadavků, jež by lépe reflektovaly kategorie kryptoaktiv, ohledně nichž jsou služby poskytovány, typ zákazníků (profesionální vs. neprofesionální⁵²⁴) nebo rozsah poskytovaných služeb⁵²⁵. Značným přispěním k větší přiměřenosti režimu MiCA by bylo stanovení dalších výjimek, které by zamezily regulaci nevýznamných činností souvisejících

⁵¹⁴ MiCA, čl. 56 odst. 1 a 2.

⁵¹⁵ MiCA, čl. 59

⁵¹⁶ MiCA, čl. 60

⁵¹⁷ MiCA, čl. 61.

⁵¹⁸ MiCA, čl. 62.

⁵¹⁹ MiCA, čl. 66.

⁵²⁰ MiCA, čl. 64.

⁵²¹ MiCA, čl. 65.

⁵²² MiCA, čl. 66

⁵²³ Např. AIFMD, čl. 9.

⁵²⁴ MiFID II. čl. 4 odst. 1 bod 10 a 11.

⁵²⁵ Op. cit. PARIS EUROPLACE. *Fintech Commission General Position Paper*. [cit. 2021-03-09]. s. 18.

s kryptoaktivy, podobně jako je tomu např. u vynětí omezených sítí obsažené v PSD2⁵²⁶ a EMD2^{527 528}.

Za zmínku pak stojí také extrémně přísná pravidla odpovědnosti, jež MiCA upravuje pro CASPs poskytující službu úschovy a správy kryptoaktiv jménem třetích stran⁵²⁹. Tito CASPs odpovídají svým zákazníkům za ztrátu kryptoaktiv, kterou utrpí v důsledku poruchy nebo útoku hackerů, a to až do výše tržní hodnoty ztracených kryptoaktiv. Takto specificky upravená odpovědnost je reakcí na incidenty související s objemnými ztrátami investovaných prostředků v důsledku nefunkčnosti systému či hackerských útoků, se kterými se lze v průmyslu kryptoaktiv neojediněle setkat⁵³⁰. Jak ale bylo uvedeno v předchozí části práce, dokonce ani správci prostředků vydavatelů EMT a rezervních aktiv ART či např. depozitáři investičních fondů neodpovídají za ztrátu svěřených prostředků, prokáží-li, že ke ztrátě došlo vlivem vyšší moci⁵³¹. Takto přísné pravidlo odpovědnosti může způsobit, že se služba úschovy kryptoaktiv stane rizikovým a pro většinu správců kryptoaktiv v Unii neatraktivním podnikáním. Proto bych považovala za vhodnější, aby odpovědnost správců kryptoaktiv za ztráty prostředků byla omezena v souladu se zavedenými zásadami zásahu vis maior.

Naopak určité úlevy MiCA poskytuje CASPs, jenž budou ke dni vstupu v platnost MiCA oprávněni k poskytování služeb souvisejících s kryptoaktivy podle vnitrostátních právních předpisů, a kteří díky tomu budou moci využít zjednodušeného postupu získávání povolení dle MiCA⁵³². Dohled nad CASPs budou vykonávat příslušné vnitrostátní orgány, s výjimkou CASPs poskytujících služby ve vztahu k ART a EMT, kdy bude zapojeno také dohledové kolegium předsedané ESMA. Všichni CASPs s uděleným povolením budou vedeni ve veřejně přístupném rejstříku vedeném ESMA⁵³³.

5.4.1. Kritická analýza

V současné době subjekty vykonávající činnosti, které by je dle MiCA kvalifikovaly jako CASPs, působí převážně v neregulovaném prostředí, což s sebou přináší řadu nepříznivých důsledků, včetně právní nejistoty, snížené úrovně ochrany investorů a zvyšující se fragmentace vnitřního trhu způsobené přijímáním národních úprav. Jako největší pozitivum navržené regulace lze tedy bezesporu vyzdvihnout vytvoření jednotného harmonizovaného regulačního režimu

⁵²⁶ PSD 2 čl. 3 písm. k).

⁵²⁷ EMD2, čl. 1 odst. 4.

⁵²⁸ Op. cit. PARIS EUROPLACE. *Fintech Commission General Position Paper*. [cit. 2021-03-09]. s. 19.

⁵²⁹ MiCA, čl. 67 odst. 8.

⁵³⁰ GHOSH, Monika. 6 Remarkable Cryptocurrency Hacks And Digital Heists. In: *Jumpstart*. [online]. Jumpstart, 13. srpna 2020 [cit. 2021-6-30]. Dostupné z: <https://www.jumpstartmag.com/remarkable-cryptocurrency-hack/>.

⁵³¹ MiCA, čl. 33 odst. 8.

⁵³² MiCA, čl. 123 odst. 3.

⁵³³ MiCA, čl. 57.

pro poskytování služeb souvisejících s kryptoaktivy v Unii, který povede k rovnějším podmínkám soutěže, větší právní jistotě všech účastníků vnitřního trhu, usnadnění výkonu dohledových a regulatorních pravomocí vnitrostátních i unijních orgánů, vyšší úrovni ochrany investorů a ve svém souhrnu tak k větší tržní integritě a finanční stabilitě regionu.

Zavedení jednotného režimu pro CASPs na unijní úrovni tak lze hodnotit především velmi pozitivně. Nicméně, abych ani tuto část neochudila o kritickou analýzu, pokusila jsem se také z Hlavy V MiCA vybrat ustanovení, která vidím do budoucna jako potencionálně problematická a jež by si dle mého názoru zasloužovala v probíhajícím legislativním procesu určitou úpravu. Na některá z nich jsem upozornila a nastínila, v čem vidím jejich nedostatky, již na předchozích stranách věnovaných CASPs. Proto se, také vzhledem k nyní už podstatně přesáhnutému minimálnímu rozsahu diplomové práce, v následující analýze zaměřím pouze na jedinou problematiku, která je dle mého názoru v MiCA upravena zcela nedostatečně.

5.4.1.1. Regulatorní režim pro podniky ze třetích zemí

Poslední významnější nedostatek, který ve verzi MiCA navržené Komisí spatřuji, se týká absence režimu poskytování služeb souvisejících s kryptoaktivy podniky ze třetích zemí. Jedním z hlavních kýžených cílů MiCA je vytvořit atraktivní, harmonizovaný a bezpečný vnitřní trh kryptoaktiv, který bude schopný obstát v mezinárodní konkurenci především amerického a asijského trhu, kde se nachází velká část významných podniků z odvětví kryptoaktiv⁵³⁴. Nicméně, zatímco pro poskytování služeb souvisejících s kryptoaktivy podniky sídlícími v Unii MiCA stanoví podrobná pravidla, co se týče podniků ze třetích zemí už tak detailní není. Režim poskytování služeb podniky ze třetích zemí je adresován pouze v bodě 51 úvodních ustanovení MiCA, který se týká poskytování služeb z výlučného podnětu zákazníka, již zmíněný *reverse solicitation mechanism*. Uvedené pravidlo je inspirováno ustanoveními MiFID II, které v souvislosti s investičními službami a činnostmi umožňují totéž⁵³⁵. Nicméně, na rozdíl od MiCA, MiFID II vytváří pro činnost podniků ze třetích zemí kompletní regulatorní rámeček⁵³⁶.

Bod 51 recitálu MiCA stanoví, že poskytují-li podniky ze třetích zemí služby související s kryptoaktivy osobám usazeným v Unii na vlastní podnět těchto osob, nebude tato činnost považována za poskytování služeb na území Unie. Jinými slovy, tento bod umožňuje podnikům ze třetích zemí poskytovat služby související s kryptoaktivy osobám usazeným na území Unie bez potřeby získání povolení jako CASP, je-li tak činěno z vlastního podnětu osob usazených v EU. MiCA tak na jednu stranu zakotvuje základní pravidlo, aby služby související s kryptoaktivy

⁵³⁴ Op. cit. PARIS EUROPLACE. *Fintech Commission General Position Paper*. [cit. 2021-04-01]. s. 5.

⁵³⁵ MiFID, čl. 42.

⁵³⁶ MiFID, čl. 39 a násl.

byly poskytovány pouze právníckými osobami se sídlem v členském státě Unie s povolením jako CASPs, na druhou umožňuje i odlišné situace, aniž by však pro tyto případy stanovila bližší podmínky.

Ačkoliv záměr MiCA neomezovat přístup Evropanů ke službám souvisejícím s kryptoaktivy poskytovaným podniky ze třetích zemí je jistě pozitivní, vzhledem k možnostem nynějšího globalizovaného světa se přístup omezující se pouze na požadavek *vlastní iniciativy osoby usazené v Unii* jeví jako nedostatečný a právně nejistý⁵³⁷. Jelikož je v dnešní době většina služeb souvisejících s kryptoaktivy přístupná na internetu prostřednictvím pár kliknutí myši, aniž by bylo třeba podnikat velké marketingové akce, důsledky uvedeného přístupu by mohly mít dalekosáhlé důsledky⁵³⁸. Jedním z nich by mohlo být narušení spravedlivé hospodářské soutěže na vnitřním trhu, kde by CASPs ze třetích zemí bylo umožněno poskytovat služby občanům EU bez splnění jakýchkoliv požadavků, s výjimkou situací jejich přímého nabízení se, čímž by mohli soutěžit s CASPs regulovanými v EU za velmi příhodných, nerovnocenných podmínek a byli by tak značně zvýhodněni⁵³⁹. Obavy vyvstávají také co se týče ochrany spotřebitelů, a to v případě, pokud by se měly žádané služby týkat kryptoaktiv, které nebudou v Evropě povolené, jako by tomu mohlo být v případě kryptoaktiv s nastavenou anonymizační funkcí, jejichž obchodování v Unii MiCA usiluje zakázat⁵⁴⁰. Kromě toho se některé firmy, které jsou v současné době v Evropě usazeny, mohou v důsledku takového zacházení rozhodnout odejít z EU, což by mělo pro unijní trh kryptoaktiv a digitální budoucnost Evropy další neblahé důsledky⁵⁴¹.

Jsem proto přesvědčena, že aby byl evropský trh kryptoaktiv skutečně konkurenceschopný a přitažlivý pro subjekty z celého světa, je třeba vyjasnit podmínky, za jakých bude subjektům ze třetích zemí povoleno poskytovat evropským klientům služby související s kryptoaktivy. Za tímto účelem by, myslím si, bylo užitečné doplnit bod 51 úvodních ustanovení o závazná ustanovení obdobně jako je tomu v MiFID II. Díky jasným závazným ustanovením by byl režim jasnější a právně jistější jak pro evropské, tak mimoevropské subjekty, a zároveň by tak mohlo být zabráněno pokusům některých aktérů evropské předpisy obcházet.

⁵³⁷ Op. cit. BLOCKCHAIN AND VIRTUAL CURRENCIES REGULATORY WORKING GROUP. *The “Blockchain and Virtual Currencies Regulatory Working Group” Position Paper on the European Commission’s Proposal for a Regulation on a Pilot Regime for market infrastructures based on distributed ledger technology (“DLT Pilot Regime”)*. [cit. 2021-04-02]. s. 5.

⁵³⁸ Ibid.

⁵³⁹ Ibid.

⁵⁴⁰ MiCA, čl. 68 odst. 1 alinea 4.

⁵⁴¹ Op. cit. BLOCKCHAIN AND VIRTUAL CURRENCIES REGULATORY WORKING GROUP. *The “Blockchain and Virtual Currencies Regulatory Working Group” Position Paper on the European Commission’s Proposal for a Regulation on a Pilot Regime for market infrastructures based on distributed ledger technology (“DLT Pilot Regime”)*. [cit. 2021-04-02]. s. 5.

5.5. Spolupráce, výkon dohledu a přechodná a závěrečná ustanovení

Na závěr se již jen krátce vyjádřím k ustanovením, která do obsahu předchozích podkapitol nezapadala, ale jsou pro fungování MiCA nepostradatelná. Vzhledem k přeshraniční povaze DLT a na nich fungujících kryptoaktiv bude pro zajištění plynulého a efektivního fungování vnitřního trhu s kryptoaktivy a jeho účinného dohledu a regulace zcela klíčová přeshraniční spolupráce. Z tohoto důvodu stanoví MiCA rozsáhlé povinnosti příslušných vnitrostátních i unijních orgánů odpovědných za plnění funkcí a úkolů dle MiCA vzájemně spolupracovat a vyměňovat si informace⁵⁴², včetně spolupráce s orgány dohledu či dozoru oprávněnými podle jiných právních předpisů⁵⁴³, a v případě potřeby také s orgány z třetích zemí⁵⁴⁴. Členské státy mají pravomoc určit i více než jeden příslušný orgán, avšak v tomto případě musí jeden z nich sloužit jako jednotné kontaktní místo pro přeshraniční spolupráci⁵⁴⁵. Všechny příslušné orgány budou uvedeny ve veřejně dostupném seznamu vedeném ESMA⁵⁴⁶.

Přístup ke spolupráci mezi příslušnými orgány i vyšetřovací a sankční pravomoci svěřené vnitrostátním a/nebo unijním orgánům je vybudován, obdobně jako jiné části MiCA, na zásadách, pravidlech, opatřeních a sankcích upravených v již existujících právních předpisech EU v oblasti finančních služeb⁵⁴⁷. Zvláštní úprava se pak týká vydavatelů globálních ART a EMT, nad kterými jsou speciální dohledové pravomoci z důvodu jejich potencionálně vyšší rizikovosti svěřeny orgánu EBA⁵⁴⁸. Výkon dohledu nad globálními stablecoiny by měl EBA usnadnit poradní orgán, tzv. kolegium, které bude EBA zřizovat pro každého vydavatele významného stablecoinu a jemuž bude EBA předsedat⁵⁴⁹. Členy kolegia budou orgány dohlížející na jednotlivé subjekty regulované MiCA, tedy např. ESMA, ECB, příslušné orgány domovského státu vydavatele nebo dohledu nad vybranými CASPs, přičemž počet členů bude záviset na druhu stablecoinu a okruhu osob zapojených do činností spojených s příslušným stablecoinem⁵⁵⁰. Kolegium orgánů dohledu by mělo usnadňovat spolupráci a výměnu informací mezi svými členy a mělo by vydávat nezávazná stanoviska k dohledovým opatřením nebo změnám povolení týkajícím se vydavatelů významných stablecoinů nebo příslušných subjektů poskytujících služby v souvislosti s významnými stablecoiny⁵⁵¹.

⁵⁴² MiCA, čl. 83 a 84.

⁵⁴³ MiCA, čl. 85.

⁵⁴⁴ MiCA, čl. 90.

⁵⁴⁵ MiCA, čl. 81 odst. 1 a 2.

⁵⁴⁶ MiCA, čl. 81 odst. 3.

⁵⁴⁷ Mezi pravomoci příslušných orgánů patří podle čl. 92 MiCA pravomoc požadovat, zpřístupňovat a zveřejňovat informace, pozastavit nebo zakázat vydávání a obchodování kryptoaktiv nebo poskytování služby s nimi související, požadovat dočasné zrušení úkonů nebo právo provádět kontroly a šetření na místě, včetně oprávnění ukládat správní opatření a sankce.

⁵⁴⁸ MiCA, čl. 98 a násl.

⁵⁴⁹ MiCA, čl. 99 a násl.

⁵⁵⁰ MiCA, čl. 99 odst. 2 a čl. 101 odst. 2.

⁵⁵¹ MiCA, čl. 99 odst. 4 ve spojení s čl. 100 a čl. 101 odst. 4 ve spojení s čl. 102.

Okruh pravomocí EBA ve vztahu k vydavatelům globálních stablecoinů pak bude velmi podobný pravomocem příslušných vnitrostátních orgánů vykonávajících dohled, na něž bude EBA oprávněna některé své úkoly v oblasti dohledu delegovat⁵⁵². Náklady EBA a příslušných orgánů související s výkonem dohledu nad vydavateli globálních stablecoinů budou financovány prostřednictvím poplatků vybíraných od vydavatelů těchto stablecoinů, přičemž jejich výše by měla být přiměřená velikosti jejich rezervních aktiv, resp. objemu vydaných EMT⁵⁵³. Typ poplatků, jejich výši, včetně metodiky výpočtu maximální částky, způsob hrazení a jiné podrobnosti budou upřesněny v technických normách přijatých Komisí⁵⁵⁴.

Rizikovitost, jež Komise ve stablecoinech spatřuje, se promítá i v závěrečných ustanoveních MiCA. Zatímco pravidla týkající se EMT a ART by měla začít platit ke dni vstupu MiCA v platnost⁵⁵⁵, ostatní ustanovení budou aplikovatelná s osmnáctiměsíčním zpožděním⁵⁵⁶. Vydavatelé stablecoinů tak nebudou oprávněni přechodného období využít a budou povinni uvést své fungování do souladu s pravidly MiCA okamžitě. Naopak, jak již bylo zmíněno v předchozích částech, určitých výjimek budou moci využít účastníci trhu kryptoaktiv vyvíjející činnost již před vstupem MiCA v platnost, kteří budou z povinností MiCA buď zcela vyňati⁵⁵⁷, nebo jim budou poskytnuty jiné výhody⁵⁵⁸.

5.6. Shrnutí

Ačkoliv je MiCA teprve návrhem v současné době se nacházejícím v pokročilé fázi řádného legislativního procesu, jeho dopad na ekosystém kryptoaktiv a DLT obecně lze pocítovat již nyní. Současná situace na trhu kryptoaktiv, kde většina činností a subjektů je vyvíjejících nepodléhá téměř žádné regulaci, a to ani na evropské, ani na vnitrostátní úrovni, s sebou přináší řadu nepříznivých důsledků, mezi něž patří právní nejistota a nízká úroveň ochrany investorů. Výraznou změnu tohoto nepříznivého stavu by mohly představovat nejnovější návrhy Komise v oblasti kryptoaktiv, jejichž integrální součástí je návrh nařízení MiCA.

MiCA může přinést pro odvětví kryptoaktiv v EU významné výhody, a to nejen pro podnikatele působící na vnitřním trhu, ale také pro dohledové a regulatorní orgány a v neposlední řadě též spotřebitele a investory. Subjekty regulované dle MiCA budou mít na základě jednotného evropského pasu a s ním spojené úspore nákladů a snížení vstupních bariér snazší cestu k výkonu své činnosti a rozrůstání se na celém území vnitřního trhu, druhém největším trhu spotřebitelů

⁵⁵² MiCA, čl. 120.

⁵⁵³ MiCA, čl. 119 odst. 1 a 2.

⁵⁵⁴ MiCA, čl. 119 odst. 3.

⁵⁵⁵ MiCA, čl. 126 odst. 3.

⁵⁵⁶ MiCA, čl. 126 odst. 2.

⁵⁵⁷ MiCA, čl. 123 odst. 1.

⁵⁵⁸ MiCA, čl. 123 odst. 2 a 3.

na světě. Harmonizace trhu umožní osobám zde působícím vytvářet a/nebo využívat inovativních digitálních technologií a služeb, alternativních platebních prostředků či nových zdrojů financování. Jednotlivé dohledové a regulatorní orgány budou mít díky jednotným pravidlům platným na celém území vnitřního trhu a ucelenému právnímu režimu ulehčen výkon jejich funkcí a uplatňování pravomocí nad subjekty působícími v EU.

MiCA má tudíž potenciál nejen umožnit jednodušší přeshraniční výkon činností subjektů podléhajících režimu MiCA a značně tak zvýšit jejich konkurenční výhodu oproti podnikům působícím v rámci jiných, svébytných právních režimů, ale také zmírnit počet případů zneužívání trhu odehrávajícího se na obchodních platformách pro kryptoaktiva, sjednotit úroveň ochrany investorů, zvýšit důvěru spotřebitelů v trh kryptoaktiv a současně též zajistit, aby inovativní průmysl kryptoaktiv neohrozil finanční stabilitu stávajícího finančního systému. Jak ale podotýkají Yadaav s Brummerem, v případech, kdy se regulátoři pokoušejí stanovit jasná pravidla, zachovat integritu trhu a současně také podporovat inovace, mohou v nejlepším případě dosáhnout dvou z těchto tří cílů⁵⁵⁹. Stejně tak je tomu v případě MiCA, která kromě uvedeného cíle také na zachování finanční stability a adekvátní úrovně ochrany spotřebitelů.

Celkově MiCA hodnotím jako velmi povedený návrh, jenž všech svých proklamovaných cílů, ačkoliv ne dokonale, dosahuje a poměrně zdařile je balancuje. Nicméně, cíl podpory inovací byl dle mého názoru při přípravě MiCA nejvíce upozaděn. I přes veškeré zmíněné výhody tedy návrh MiCA v současné podobě obsahuje několik aspektů, které by, myslím si, bylo pro co možná nejefektivnější dosažení rovnováhy mezi všemi jeho kýženými cíli a budoucí skutečně harmonizované a efektivní fungování evropského trhu kryptoaktiv v rámci probíhajícího legislativního procesu adresovat. Ty, z mého pohledu nejpodstatnější nedostatky, jimiž jsou zejména ne zcela vhodně formulované definice MiCA a s tím související nejednoznačné vymezení oblasti její působnosti, nedostatek pozornosti věnované rychle se rozvíjejícímu sektoru decentralizovaných kryptoaktiv a příliš přísná pravidla regulace stablecoinů, jsem přiblížila v předchozí části této práce, v níž jsem se rovněž snažila navrhnout možná řešení, jak se s uvedenými problémy vypořádat. Do jaké míry budou představené i další nedostatky MiCA, na něž se již v této práci nedostalo, unijními orgány adresovány se však dozvíme teprve v následujících měsících, v rámci nichž bude MiCA nadále podrobena pokračujícím konzultacím v Evropském parlamentu a Radě, na jejichž konsensu bude záviset, za jak dlouho se budeme moci s MiCA setkat v praxi. Vzhledem k velmi rychle se zvětšující velikosti trhu kryptoaktiv a rychlosti

⁵⁵⁹ YADAV, Yesha, Chris BRUMMER. Fintech and the Innovation Trilemma. In: *107 Georgetown Law Journal*. [online]. 2019, s. 235 – 307 [cit. 2021-7-1]. ISSN 0016-8092. Dostupné z: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/faculty-publications/1084/>. s. 242.

pokroku v tomto sektoru, jež již nyní způsobuje, že určitá ustanovení MiCA neodpovídají aktuální tržní situaci, nicméně doufám, že přijetí potřebné legislativy nebude trvat příliš dlouho.

Závěr

Přestože jsou kryptoaktiva součástí našich životů již více než desetiletí, určení jejich právního statutu a následná regulace není v řadě případů zdaleka jednoduchou záležitostí. Přístupy jednotlivých zemí k regulaci kryptoaktiv se velmi liší, což je ovlivněno především politickou situací a otevřeností země k adopci inovativních technologií. Zatímco některé státy směřují k plošným zákazům či striktním regulacím, jiné volí otevřenější přístup. Je-li však něco, co můžeme o světě kryptoaktiv a jejich regulaci říct s obecnou platností, je to fakt, že nic v tomto sektoru, včetně samotné definice kryptoaktiv, není stálé. Jedinou konstantou je rychlý vývoj kryptoaktiv a v mnoha případech nedostatek robustního právního rámce, který by je reguloval.

Právě analýza právního rámce vztahujícího se na kryptoaktiva, a to konkrétně na území EU, byla cílem této práce, jenž byl dvojitý. V rámci prvního cíle jsem se nejprve zaměřila na vysvětlení pojmu kryptoaktivum a s ním související DLT a následně na analýzu současné právní úpravy EU týkající se kryptoaktiv, včetně uvedení, v čem spočívají její největší nedostatky. Poté bylo účelem této práce představit a provést rozbor nejnovějšího unijního návrhu regulace kryptoaktiv, jímž je návrh MiCA. Pro dosažení uvedených komplexních cílů byla práce rozdělena do pěti tematických kapitol, které byly dále rozčleněny na podkapitoly.

V první technické kapitole věnované technologii distribuované účetní knihy jsem nejprve nastínila, ve kterých odvětvích se potenciál této technologie uvažuje, přičemž bylo zjištěno, že významné výhody může aplikace DLT přinést zejména ve finančním sektoru. Poté jsem ve stručnosti vysvětlila, v čem spočívá inovativní povaha technologie distribuované účetní knihy, jež se vyznačuje absencí přítomnosti důvěryhodné centrální autority, a na jakých atributech je fungování DLT založeno, včetně uvedení do problematiky kryptografických metod a konsensuálních algoritmů, které jsou nezbytné pro správnou funkčnost DLT a řešení problému tzv. dvojí útraty. V této části bylo dále představeno základní dělení DLT podle okruhu účastníků disponujících přístupovými a ověřovacími právy a řeč přišla také na tzv. chytré kontrakty a na nich založené decentralizované aplikace, jež daly vzniknout jednomu ze současně nejvíce diskutovaných *kryptoodvětví*, a to decentralizovaným financím (De-Fi).

Druhou kapitolu jsem v úvodu zaměřila na historický vývoj ideje kryptoaktiv, a to především na uvedení nejvýznamnějších propagátorů této myšlenky, mezi něž patřili vedle počítačových vědců také významní ekonomové. Dále jsem se věnovala hlavně terminologii užívané v oblasti kryptoaktiv a přístupům vybraných unijních orgánů k jednotlivým termínům a jejich obsahu, jelikož zařazení do odpovídajících právních kategorií je zcela klíčové pro aplikaci vhodného regulatorního režimu. Nicméně, jak bylo zjištěno, doposud neexistuje jednotná

terminologie, jež by byla užívána všemi unijními, či snad celosvětovými orgány a institucemi. Unijní orgány se od užívání termínu virtuální měna, který byl na unijní úrovni poprvé definován v roce 2012 ECB, postupně přesunuly k pojmům kryptoaktiva a virtuální aktiva, jež jsou také dle mého názoru vhodnějšími označeními, a to proto, že mnoho z dnešních kryptoaktiv má s měnami v tradičním slova smyslu jen pramálo společného. Výjimkou jsou v této souvislosti digitální měny, jejichž příkladem jsou nyní hojně diskutované digitální měny centrálních bank (CBDC), které lze za určitých podmínek označovat za měny v tradičním slova smyslu. Dále byla pozornost věnována obsahu termínu kryptoaktivum, přičemž důležitým je v tomto ohledu především již poměrně ustálené členění kryptoaktiv na tři, resp. čtyři kategorie podle jejich charakteristických rysů a způsobů užití, jež je podstatné zejména z důvodu odlišného okruhu právních pravidel, které se na jednotlivé druhy kryptoaktiv uplatní. Na úplný závěr této kapitoly jsem jen velmi stručně prezentovala pojem virtuální aktivum, který je používán hlavně v oblasti AML-CFT, a shrnula důvody, proč jsem se v této práci rozhodla pro užívání označení kryptoaktivum.

Představit právní úpravu vztahující se v současné době na kryptoaktiva na unijní úrovni bylo smyslem kapitoly třetí. Jelikož legislativa EU zatím neobsahuje ucelenou právní úpravu kryptoaktiv, je v současné době možnost jejich regulace prostřednictvím unijního práva značně omezená, což vede ke skutečnosti, že se velká část kryptoaktiv nachází zcela mimo dosah regulace. Nicméně, jak jsem zjistila, některá kryptoaktiva, především ta z kategorií investičních a platebních tokenů, naplňují znaky finančních nástrojů či elektronických peněz, a vztahuje se na ně proto celá řada unijních předpisů z oblasti finančních služeb. Zatímco klasifikace kryptoaktiv jako elektronických peněz nečiní v praxi větší problémy, o to komplikovanější je situace v případě finančních nástrojů, kterým byl z tohoto důvodu v rámci této kapitoly věnován největší prostor. Problémy zde činí zejména široký a nejednoznačný obsah pojmu finanční nástroj, jenž byl do národních právních řádů implementován s určitými nuancemi, což má za následek nejednotnost regulatorního přístupu na území Unie. Z široké skupiny nástrojů zahrnutých pod pojem finanční nástroje je v souvislosti s klasifikací kryptoaktiv relevantní především kategorie převoditelných cenných papírů, v menší míře pak podílových jednotek subjektů kolektivního investování či některého z mnoha typů derivátů. Jak ale bylo předestřeno, současná finanční regulace vykazuje při aplikaci na kryptoaktiva značné mezery, a to primárně proto, že byla vytvářena bez ohledu na kryptoaktiva a DLT. Nicméně, nakonec jsem došla k závěru, že hlavní nedostatek nynější regulace tkví v neexistenci jakékoliv právní úpravy týkající se té části kryptoaktiv, která nenaplnuje znaky finančních nástrojů či elektronických peněz. Právě s neregulovanými kryptoaktivy jsou spojena největší rizika nejen pro investory, kteří často nemají přístup k adekvátnímu množství informací důležitých pro učinění vhodného investičního rozhodnutí, ale

také pro integritu vnitřního trhu a eventuálně i finanční stabilitu a měnovou politiku v případě některých tzv. globálních stablecoinů.

V poslední části této kapitoly jsem se věnovala legislativě v oblasti boje proti praní špinavých peněz a financování terorismu, která je v souvislosti s kryptoaktivy vzhledem k jejich (pseudo)anonymní povaze hojně skloňována. Klíčovým předpisem je zde 5. AML směrnice, jež mezi osoby povinné dostát unijním AML-CFT požadavkům zahrнула některé poskytovatele služeb souvisejících s kryptoaktivy, resp. virtuálními měnami. Vzhledem k její neaktuálnosti a dalším nedostatkům je však tato oblast předmětem návrhů na rozsáhlé změny, jež byly Evropskou komisí prezentovány v červenci letošního roku v rámci tzv. Balíčku opatření pro boj proti praní špinavých peněz a financování terorismu. Výsledkem této kapitoly tak bylo zjištění, že současná unijní regulace kryptoaktiv je zcela nedostatečná a přijetí nového regulatorního rámce pro kryptoaktiva je zcela nevyhnutelnou záležitostí.

Druhá polovina práce, tedy kapitoly čtyři a pět, byly věnovány nejnovější legislativní iniciativě EU týkající se kryptoaktiv. Ve čtvrté kapitole jsem stručně představila tzv. Balíček digitálních financí, který představuje soubor právně závazných i nezávazných dokumentů zaměřených primárně na digitální transformaci EU, a jehož nepostradatelnou součástí tvoří mj. dva legislativní návrhy unijního regulatorního rámce pro kryptoaktiva, tj. návrhy MiCA a PRR. Přiblížit jaké jsou souvislosti mezi jednotlivými návrhy, čeho se jimi snaží Unie dosáhnout a také čím se liší, ale zároveň jak se doplňují návrh PRR a MiCA bylo rovněž předmětem této nejkratší kapitoly.

Tématem závěrečné, ale zcela klíčové kapitoly páté byl rozbor návrhu MiCA zaměřeného na vytvoření regulatorního rámce pro kryptoaktiva, která v současnosti nespádají do oblasti působnosti unijní finanční regulace. Z důvodu rozsáhlosti materie, již se MiCA zabývá, byla poslední část práce rozdělena do pěti podkapitol odpovídajících struktuře návrhu MiCA, přičemž každá, kromě podkapitoly páté, byla zakončena kritickou analýzou v ní obsažené právní úpravy.

V první podkapitole jsem se zabývala oblastí působnosti a definicemi představenými MiCA, kde jsem došla k závěru, že aby MiCA dosáhla jednoho ze svých hlavních cílů, kterým je poskytnutí právní jistoty, bylo by vhodné některé z užitých definic dále upravit, a to především v tom ohledu, aby bylo jasněji vymezeno, jaká kryptoaktiva spadají pod režim MiCA a jaká mimo něj. Problém zde činí zejména kombinace vymezení oblasti působnosti MiCA z velké části prostřednictvím negativního výčtu aktiv a skutečnost, že se MiCA snaží pokrýt co možná nejširší okruh kryptoaktiv a za tímto účelem obsahuje v některých případech velmi obsáhlé definice, což ve spojení s nejednoznačným vymezením pojmu finanční nástroj ponechává velký prostor pro interpretaci rozsahu působnosti MiCA na příslušných orgánech. Jedním z řešení by dle mého

názoru v tomto ohledu mohlo být vytvoření definice tokenu klasifikovaného jako finanční nástroj a bližší specifikace kryptoaktiv regulovaných MiCA, což by jistě napomohlo dosažení jednoho z hlavních cílů MiCA, jímž je právní jistota.

Druhá část páté kapitoly byla věnována problematice veřejného nabízení kryptoaktiv a jejich přijímání k obchodování na obchodní platformy, jež byla velmi významně inspirována pravidly veřejného nabízení cenných papírů upravených nařízením o prospektu. Přestože úprava MiCA založená primárně na povinném zveřejňování určitých informací prostřednictvím tzv. bílé knihy poskytuje solidní základy harmonizovaného veřejného nabízení kryptoaktiv v EU, bylo doporučeno, aby i tato část doznala určitých změn. Jako velký nedostatek MiCA byla prezentována skutečnost, že se MiCA zcela nedostatečně vypořádává s problematikou decentralizovaných aktiv, přičemž jsem navrhla, aby v tomto ohledu byla upravena definice vydavatele obsažená v MiCA a byla vytvořena kritéria pro posuzování decentralizace jednotlivých projektů. Jako zdroj inspirace byla prezentována hlediska užívaná či navrhovaná americkým regulátorem či ta obsažená v materiálu Světového ekonomického fóra zasvěcenému regulaci De-Fi. V souvislosti s veřejným nabízením jsem dále doporučila zavést *ex ante* schvalování bílých knih vydavatelů kryptoaktiv v kombinaci se zvýšením prahové hodnoty rozhodné pro vynětí veřejných nabídek z plnění povinností souvisejících s bílou knihou, což by dle mého názoru lépe zajistilo vytvoření jednotného vnitřního trhu, vysokou úroveň právní jistoty a rovněž by nedocházelo k zbytečné administrativní zátěži příslušných orgánů ani podniků ze světa kryptoaktiv.

Předmětem třetí podkapitoly byla specifická kategorie kryptoaktiv, jimiž jsou stablecoiny, včetně těch z nich klasifikovaných jako globální. Stablecoiny jsou v MiCA z důvodu jejich potencionální vyšší rizikivosti podrobeny oproti jiným kryptoaktivům značně přísnějším pravidlům, mezi něž patří povinnost vydavatele získat předchozí povolení k činnosti nebo potřeba naplnění širšího okruhu nároků kladených na jejich provoz, zejména pak co se týče požadavků na vlastní kapitál a správu rezervy aktiv. Ačkoliv určité zpřísnění požadavků kladených na vydavatele stablecoinů kvituji, mám za to, že tvůrci MiCA podlehlí strachu z možných důsledků široké adopce globálních stablecoinů pro stávající finanční systém a pravidla pro vydávání tohoto typu kryptoaktiv byla nastavena způsobem, který životaschopné působení v Unii mnoha z nich neumožní. *De lege ferenda* proto navrhuji zaujmout ke stablecoinům liberálnější postoj a zahrnout do ustanovení MiCA více proporcionality, a to především rozšířením okruhu vydavatelů EMT, zvýšením hranic pro vynětí stablecoinů z působnosti MiCA a zařazení pod režim významných stablecoinů a v neposlední řadě také úpravou možnosti příslušných orgánů zvýšit požadavky na kapitál vydavatele až o 20 %.

Dále jsem se v závěrečné kapitole podrobněji věnovala úpravě poskytování služeb souvisejících s kryptoaktivy, kterou hodnotím převážně pozitivně zejména z důvodu vytvoření jednotného regulatorního režimu pro poskytování služeb souvisejících s kryptoaktivy v EU. Režim poskytovatelů služeb souvisejících s kryptoaktivy (CASPs), jenž je významně inspirován právní úpravou poskytovatelů tradičních finančních služeb, výrazně usnadní přeshraniční působení těchto subjektů, jelikož jim za předpokladu získání povolení příslušného orgánu umožní na základě evropského pasu poskytovat jejich služby na území celého vnitřního trhu. Nicméně, mám-li i zde upozornit na nedostatky navržené úpravy, myslím si, že i v této části MiCA postrádá určitou míru flexibility, jež by při stanovování požadavků lépe zohledňovala rizika, kterým jsou CASPs při své činnosti vystaveni, a rovněž bych doporučila vytvořit detailnější úpravu problematiky poskytování služeb souvisejících s kryptoaktivy podniky ze třetích zemí. Působení podniků ze třetích států je v současné verzi MiCA věnována pozornost pouze v jednom bodě úvodních ustanovení, jenž se týká poskytování služeb z výlučného podnětu zákazníka, což je dle mého přesvědčení zcela nedostačující, a proto navrhuji, aby byl vytvořen kompletní regulatorní rámec pro činnost mimo-unijních podniků podobně jako je tomu v MiFID II.

V neposlední řadě jsem v páté kapitole představila některá další ustanovení MiCA podstatná z pohledu výkonu dohledu, spolupráce jednotlivých orgánů a vstupu MiCA v platnost, přičemž úplný závěr kapitoly tvoří shrnutí, v němž představený návrh hodnotím i přes veškeré v této práci analyzované nedostatky převážně kladně.

Výsledek této práce tak lze shrnout pod následující zjištění, jež odpovídají na výzkumné otázky vymezené v jejím úvodu. Na otázku: *jaký je současný stav regulace kryptoaktiv na unijní úrovni a proč potřebuje reformovat* je třeba odpovědět, že aktuálně platná právní úprava vykazuje značné nedostatky, a to jak ve vztahu ke kryptoaktivům spadajícím do oblasti její působnosti, tak především co se týče těch, na která pravidla unijních předpisů nedopadají. S nedostatky regulace pak souvisí řada rizik jak pro evropské spotřebitele, investory a podnikatele, tak pro dohledové orgány, přičemž za ty nejvýznamnější lze označit právní nejistotu, fragmentaci trhu, nedostatečnou úroveň ochrany a rostoucí rizika pro tržní integritu a finanční stabilitu. Právě z důvodu omezeného rozsahu unijní regulace, ale také s ohledem na některé nedostatky jejího stávajícího znění, je bezesporu třeba právní úpravu kryptoaktiv na úrovni EU reformovat. S mnoha z uvedených problémů se, přestože ne dokonale, vypořádává navržená budoucí regulace kryptoaktiv, MiCA, jež vytváří komplexní právní úpravu pro ta kryptoaktiva, na něž se současné právní předpisy nevztáhnou. Změny v regulaci kryptoaktiv klasifikovaných jako finanční nástroje by pak měl přinést druhý z Komisí představených návrhů budoucí unijní regulace kryptoaktiv, PRR, jehož analýzu však nebylo možné zahrnout do již tak výrazně překročeného stanoveného minimálního

rozsahu této práce. Ačkoliv MiCA ve verzi dostupné při dokončení této práce obsahuje řadu nedokonalostí, z nichž ty z mého pohledu nejpodstatnější jsem podrobně analyzovala na předchozích stranách, domnívám se, že i přesto představuje *lék* na velkou část *neduhů* současné regulace kryptoaktiv. Na druhou ze stanovených výzkumných otázek proto odpovídám, že návrh MiCA poskytuje do určité míry řešení mnoha nedostatků aktuálně platné právní úpravy a je tedy spíše vhodným nežli nevhodným představitelem budoucí regulace kryptoaktiv na území EU, nicméně, jsem jistě pro to, aby některé jeho aspekty byly před finálním přijetím ještě upraveny.

Budoucnost regulace kryptoaktiv, a to nejen na území EU, bude v následujících letech bezesporu velmi diskutovaným tématem, s nímž se bude nakonec třeba vypořádat v každé jurisdikci. Je proto dobře, že Evropská unie přichází se svými návrhy v době, kdy pouze několik zemí bylo dosud schopno zformulovat adekvátní regulatorní reakci a přijmout právní úpravu věnující se problematice kryptoaktiv a s nimi souvisejících technologií. Nezbývá než doufat, že pokračující debata v rámci legislativního procesu povede k vytvoření a přijetí takové regulace, která bude co nejlépe dosahovat vytyčených cílů, přinese prospěch co možná nejširšímu okruhu občanů a podnikatelů v Evropě a bude inspirací pro tvorbu právních pravidel v jiných koutech světa.

Seznam použitých zdrojů

1. Seznam použité literatury

BAKEŠ, Milan. Finanční právo. 6. upr. vydání. Praha: C.H. Beck, 2012. Beckovy právnické učebnice. s. 519. ISBN 978-80-7400-440-7.

BRUMMER, Chris. Cryptoassets: Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives. New York: Oxford University Press, 2019, s. 455. ISBN 9780190077327.

BURDA, Karel. Kryptografie okolo nás. 1. vydání. Praha: CZ.NIC, z. s. p. o., 2019. s. 132. ISBN 978-80-88168-49-2.

FOX, David a Sarah GREEN. Cryptocurrencies in public and private law. United States of America: Oxford University Press, 2019, s. 358. ISBN 978-0-19-882638-5.

HAYNES, Andrew a Peter YEOH. Cryptocurrencies and cryptoassets: regulatory and legal issues. 1st Edition. Informa Law from Routledge, 2020. s. 298. ISBN 978-0-367-47635-5.

JÍLEK, Josef. Peníze a měnová politika. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2004, s. 742. ISBN 80-247-0769-1.

HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. s. 1029. ISBN 978-80-7400-433-9.

2. Seznam použitých internetových zdrojů

ADAN AND EU CRYPTO INITIATIVE. MiCA: Summary of Shortcomings & Improvement Proposals. [online]. Francie, 11. ledna 2021 [cit. 2021-04-02]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1438181>.

ANNUNZIATA, Filippo. Keynote Intervention – Filippo Annunziata – Main Issues of Markets in Crypto-Assets. In: YouTube [online]. Moderuje Ana Nunes TEIXEIRA. Centro de Investigação de Direito Privado, 2021 [cit. 2021-04-25]. Dostupné z: https://www.youtube.com/watch?v=9d_LUi-dDtw&t=4s.

ANNUNZIATA, Filippo. Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings. [online]. Bocconi University, 11. února 2019 [cit. 2021-03-25]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3332485> nebo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3332485>.

ANTONOPOULOS, Andreas. Bitcoin security model: trust by computation: A shift from trusting people to trusting math. [online]. 20. února 2014 [cit. 2021-7-1]. Dostupné z: <http://radar.oreilly.com/2014/02/bitcoin-security-model-trust-by-computation.html>.

ANWAR, Hasib. Decentralized Finance (DeFi) Definition: Top 10 DeFi Use Cases: Must Read. 101 Blockchains. In: 101 Blockchains. [online]. 101 Blockchains, 25. května 2021 [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://101blockchains.com/defi-use-cases/>.

ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE (AFME). Position Paper: European Commission Legislative Proposals on Crypto-Assets. [online]. Belgie, 11. ledna 2021 [cit. 2021-04-02]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1437912>.

AUER, Raphael, CORNELLI, Giulio a FROST, Jon. Rise of the central bank digital currencies: drivers, approaches and technologies. BIS Working Papers No 880. [online]. BIS, Srpen 2020 [cit. 2021-03-20]. ISSN 1682-7678. Dostupné z: <https://www.bis.org/publ/work880.pdf>.

AUER, Raphael, HAENE, Philipp a HOLDEN, Henry. Multi-CBDC arrangements and the future of crossborder payments. BIS Papers No 115. [online]. BIS, Březen 2021 [cit. 2021-03-21]. Dostupné z: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap115.pdf>.

BAMBROUGH, Billy. New Bank Of England Governor Sent Bitcoin Buyers A Stark Warning. In: Forbes [online]. Forbes, 15. března 2020 [cit. 2021-06-21]. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/billybambrough/2020/03/15/new-bank-of-england-governor-sent-bitcoin-buyers-a-stark-warning/?sh=b684b8f26ffc>.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. Prudential treatment of cryptoasset exposures. [online]. BIS, Červen 2021 [cit. 2021-7-2]. ISBN 978-92-9259-480-0. Dostupné z: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d519.htm>.

BITKOM BUNDESVERBAND INFORMATIONSWIRTSCHAFT, TELEKOMMUNIKATION UND NEUE MEDIEN E.V. Bitkom Position Paper on the European Commission's proposals on Markets in Crypto-Assets (Mi-CA) and a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology. [online]. Německo, 16. října 2020 [cit. 2021-04-02]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1437358>.

BLANDIN Appoline, CLOOTS, Ann Sofie, HUSSAIN Hatim, RAUCHS, Michel, SALEUDDIN, Rached, ALLEN, Jason G., ZHANG, Bryan Zheng & CLOUD, Katherine. Global Cryptoassets

Regulatory Landscape Study. Paper No. 23/2019. [online]. Cambridge: University of Cambridge, Cambridge Centre for Alternative Finance, Zář 2019 [cit. 2021-02-04] Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3379219.

BLOCKCHAIN AND VIRTUAL CURRENCIES REGULATORY WORKING GROUP. “Blockchain and Virtual Currencies Regulatory Working Group” Position Paper on the European Commission’s Proposal for a Regulation on a Pilot Regime for market infrastructures based on distributed ledger technology (“DLT Pilot Regime”). [online]. Block Chain Working Group, 25. prosince 2020 [cit. 2021-04-02]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1373497>.

BLOCKCHAIN ASSOCIATION. Understanding the SEC’s Guidance on Digital Tokens: The Hinman Token Standard. In: [blockchainassoc.medium.com](https://blockchainassoc.medium.com/understanding-the-secs-guidance-on-digital-tokens-the-hinman-token-standard-dd51c6105e2a). [online]. 10. ledna 2019 [cit. 2021-6-18]. Dostupné z: <https://blockchainassoc.medium.com/understanding-the-secs-guidance-on-digital-tokens-the-hinman-token-standard-dd51c6105e2a>.

BLOCKCHAIN FOR EUROPE. Making MiCA a Success for Europe. [online]. Brusel, 11. března 2021 [cit. 2021-6-26]. Dostupné z: <https://www.blockchain4europe.eu/wp-content/uploads/2021/03/BC4EU-Making-MiCA-a-Success-for-Europe.pdf>.

BÖRSE STUTTGART. Statement Börse Stuttgart on the MiCAR. [online]. Štuttgart, 11. ledna 2021 [cit. 2021-6-26]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financni-sluzby-regulacni-ramec-EU-pro-kryptoaktiva/F1437907_cshttps://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financni-sluzby-regulacni-ramec-EU-pro-kryptoaktiva/F1437907_cs.

CARRIER, Anna. Member States consider amendments to MiCA proposal. In: [Regulationtomorrow](https://www.regulationtomorrow.com/eu/member-states-consider-amendments-to-mica-proposal/). [online]. Norton Rose Fulbright, LLP, 7. dubna 2021 [cit. 2021-06-09]. Dostupné z: <https://www.regulationtomorrow.com/eu/member-states-consider-amendments-to-mica-proposal/>.

CARRIER, Anna. Member States consider amendments to MiCA proposal. In: [Regulationtomorrow](https://www.regulationtomorrow.com/eu/member-states-consider-amendments-to-mica-proposal/). [online]. Norton Rose Fulbright, LLP, 7. dubna, 2021 [cit. 2021-06-09]. Dostupné z: <https://www.regulationtomorrow.com/eu/member-states-consider-amendments-to-mica-proposal/>.

CARRIER, Anna. Member States consider amendments to MiCA. In: Regulationtomorrow.eu. [online]. Norton Rose Fulbright, LLP, 4. března 2021 [cit. 2021-03-09]. Dostupné z: <https://www.regulationtomorrow.com/eu/member-states-consider-amendments-to-mica/>.

CARRIER, Anna. Member States continue MiCA review. In: Regulationtomorrow. [online]. Norton Rose Fulbright, LLP, 21. prosince 2020 [cit. 2021-06-09]. Dostupné z: <https://www.regulationtomorrow.com/eu/member-states-continue-mica-review/>.

Cryptocurrency Market Capitalizations. In: CoinMarketCap. [online]. CoinMarketCap, 2021 [cit. 2021-06-19]. Dostupné z: <https://coinmarketcap.com/currencies/tether/>.

Cryptocurrency Market Capitalizations. In: CoinMarketCap. [online]. CoinMarketCap, 2021 [cit. 2021-06-19]. Dostupné z: <https://coinmarketcap.com/currencies/usd-coin/>.

Cryptocurrency Market Capitalizations. In: CoinMarketCap. [online]. CoinMarketCap, 2021 [cit. 2021-06-19]. Dostupné z: <https://coinmarketcap.com/>.

Cryptocurrency Market Capitalizations. In: CoinMarketCap. [online]. CoinMarketCap, 2021 [cit. 2021-06-19]. Dostupné z: <https://coinmarketcap.com/exchanges/binance/>.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. K obchodování s tzv. převodními tokeny. [online]. Praha: Česká národní banka, 19. listopadu 2018 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/k_obchodovani_s_prevodnimi_tokeny.pdf.

ČESKÁ SPOŘITELNA. Pololetní zpráva 2020. [online]. Praha, 24. 9. 2020 [cit. 2021-02-27]. Dostupné z: https://www.csas.cz/static_internet/cs/Redakce/Ostatni/Ostatni_IE/Prilohy/pz_2020.pdf.

DAI [online]. [cit. 2021-02-04]. Dostupné zde: <https://makerdao.com/en/>.

DAI, Wei. B-Money. In: Weidai.com. [online]. 1998 [cit. 2021-01-30]. Dostupné z: <http://www.weidai.com/bmoney.txt>.

DAKOS, Michael. Bitcoin Whales and Crypto Market Manipulation. In: Medium. [online]. 20. března 2020 [cit. 2021-6-30]. Dostupné z: <https://medium.com/@cryptomarketrisk/bitcoin-whales-and-crypto-market-manipulation-e2efd0dcafd>.

DALE, Brady. DeFi Is Now a \$100B Sector. In: Coindesk. [online]. Coindesk, 29. dubna 2021 [cit. 2021-7-1]. Dostupné z: <https://www.coindesk.com/defi-100-billion-dolla>.

Decentralized applications (dApps). In: Ethereum. [online]. [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://ethereum.org/en/dapps/>.

DeFi Pulse Index. In: DeFi Pulse. [online]. 2. července 2021. [cit. 2021-7-2]. Dostupné z: <https://defipulse.com/>.

DERVIZ, Alexis. Stablecoins - brána mezi světem kryptoaktiv a konvenčních aktiv? In: Globální ekonomický výhled - březen 2020 [online]. Praha: Česká národní banka, Březen 2020 [cit. 2021-02-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/gev/gev_2020/gev_2020_03.pdf.

DIGIBYTE. European countries join Blockchain Partnership. In: europa.eu. [online]. Evropská unie, 10. dubna 2018 [cit. 2021-03-19]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/european-countries-join-blockchain-partnership>.

DIGITAL ASSET ASSOCIATION AUSTRIA. Feedback on the Proposal a regulation on markets in crypto-assets and on the Proposal for a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology. [online]. Vídeň, 11. ledna 2021 [cit. 2021-03-31]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1439672>.

EBA. EBA Opinion on 'virtual currencies' [online]. EBA, 4. července 2014 [cit. 2021-02-02]. Dostupné z: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/657547/81409b94-4222-45d7-ba3b-7deb5863ab57/EBA-Op-2014-08%20Opinion%20on%20Virtual%20Currencies.pdf>.

EBA. Opinion of the European Banking Authority on the EU Commission's proposal to bring Virtual Currencies into the scope of Directive (EU) 2015/849 (4AMLD). [online]. EBA, 11. srpna 2016 [cit. 2021-02-02]. Dostupné z: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1547217/32b1f7f2-90ec-44a8-9aab-021b35d1f1f7/EBA%2520Opinion%2520on%2520the%2520Commission%25E2%2580%2599s%2520proposal%2520to%2520bring%2520virtual%2520currency%2520entities%2520into%2520the%2520scope%2520of%25204AMLD.pdf?retry=1>.

EBA. Report with advice for the European Commission on crypto-assets. [online]. EBA, 9. ledna 2019 [cit. 2021-7-15]. Dostupné z:

<https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2545547/67493daa-85a8-4429-aa91-e9a5ed880684/EBA%20Report%20on%20crypto%20assets.pdf>.

EBA. Warning to consumers on virtual currencies [online]. EBA, 12. prosince 2013 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z:

<https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/598344/b99b0dd0-f253-47ee-82a5-c547e408948c/EBA%20Warning%20on%20Virtual%20Currencies.pdf?retry=1>.

ECB. Report on a digital euro. [online]. Frankfurt nad Mohanem: ECB, Říjen 2020 [cit. 2021-01-31]. Dostupné z:

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report_on_a_digital_euro~4d7268b458.en.pdf.

ECB. Press release: Eurosystem launches digital euro project. In: Ecb.europa.eu. [online]. ECB, 14. července 2021 [cit. 2021-7-15]. Dostupné z:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210714~d99198ea23.en.html>.

ECB. Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 19. února 2021 k návrhu nařízení o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937. In: Úřední věstník Evropské unie, C 152. 2021 [cit. 2021-03-05]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021AB0004&from=CS>.

ECB. The use of DLT in post-trade processes [online]. Frankfurt nad Mohanem, Duben 2021 [cit. 2021-7-3]. ISBN 978-92-899-4732-9. Dostupné z:

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.20210412_useofdltpostradeprocesses~958e3af1c8.en.pdf.

ECB. Virtual currency schemes – a further analysis. [online]. Frankfurt nad Mohanem: ECB, Únor 2015 [cit. 2021-02-02]. ISBN 978-92-899-1560-1. Dostupné z:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>.

ECB. Virtual Currency Schemes. [online]. Frankfurt nad Mohanem: ECB, Říjen 2012 [cit. 2021-02-01]. ISBN 978-92-899-0862-7. Dostupné z:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

ECON. Návrh zprávy o návrhu nařízení Evropského parlamentu a Rady o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937. [online]. Brusel, 25. února 2021. [cit. 2021-6-26]. 2020/0265(COD) Dostupné z: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-663215_CS.html.

ECON. Pozměňovací návrhy 149 – 502. Návrh zprávy. Trhy s kryptoaktivy a změna směrnice (EU) 2019/1937. [online]. Brusel: Evropský parlament, 3. června 2021 [cit. 2021-6-18] 2020/0265(COD). Dostupné z:

[https://www.europarl.europa.eu/RegData/commissions/econ/projet_avis/2021/693740/amendements/ECON_AM\(2021\)693740_CS.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/commissions/econ/projet_avis/2021/693740/amendements/ECON_AM(2021)693740_CS.pdf).

EESC. Opinion of the European Economic and Social Committee. [online]. Brusel: EESC, 24. února. 2021 [cit. 2021-03-06]. Dostupné z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_6627_2021_INIT&from=EN.

ELBERT, Tomáš, JEDLINSKÝ, Jakub, STASZKIEWICZ, Maria, LÁNSKÝ, Jan. Potenciál decentralizovaných technologií pro rozvoj české ekonomiky. [online]. Česká fintech asociace, z.s., Blockchain Republic Institute, z.ú. Praha: Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2020 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: https://www.mpo.cz/assets/cz/podnikani/digitalni-spolecnost/2020/1/Potencial_decentralizovanych_techologii_pro_rozvoj_ceske_ekonomiky.pdf.

Elon Musk's Tesla buys \$1.5bn of Bitcoin causing currency to spike. In: BBC [online]. BBC, 8. února 2021 [cit. 2021-03-21]. Dostupné z: <https://www.bbc.com/news/business-55939972>.

ESMA, EBA and EIOPA. ESMA, EBA and EIOPA warn consumers on the risks of Virtual Currencies. [online]. ESMA, EBA and EIOPA, 12. února 2018 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-1284_joint_esas_warning_on_virtual_currenciesl.pdf.

ESMA. Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets. [online]. ESMA, 9. ledna 2019 [cit. 2021-02-04]. ESMA50-157-1391. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf.

ESMA. Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs. [online]. Paříž: ESMA, Leden 2019 [cit. 2021-03-08]. ESMA50-157-1384. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf.

ESMA. ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements. [online]. ESMA, 13. listopadu 2017 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828_ico_statement_firms.pdf.

ESMA. ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs). [online]. ESMA, 13. listopadu 2017 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf.

ESMA. Report on Trends, Risks and Vulnerabilities. No 1, 2021. [online]. Paříž: ESMA, 17. března 2021 [cit. 2021-03-17]. ISBN 978-92-95202-41-2. ESMA50-165-1524. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1524_trv_1_2021.pdf.

ESMA. Report: Licensing of FinTech business models. [online]. Paříž: ESMA, 12. července 2019 [cit. 2021-03-25]. ESMA50-164-2430. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf. s. 16.

ESMA. Report: The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets. [online]. Paříž: ESMA, 7. února 2017 [cit. 2021-02-05]. ISBN 978-92-899-3015-4. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/dlt_report_-_esma50-1121423017-285.pdf.

Ethereum.org. [online]. [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://ethereum.org/en/>.

EVROPSKÁ KOMISE. Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Cryptoassets and amending Directive (EU) 2019/1937. [online]. Brusel: Evropská Komise, 24. září 2020 [cit. 2021-03-05]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=SWD:2020:380:FIN>.

EVROPSKÁ KOMISE. Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o digitální provozní odolnosti finančního sektoru a o změně nařízení (ES) č. 1060/2009, (EU) č. 648/2012, (EU) č. 600/2014 a (EU) č. 909/2014. [online]. Brusel: Evropská komise, 24. září 2020. [cit. 2021-03-19]. COM(2020) 595 final. 2020/0266(COD). Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0595&from=EN>.

EVROPSKÁ KOMISE. Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o pilotním režimu pro tržní infrastruktury vedené na technologii sdíleného registru. [online]. Brusel: Evropská komise, 24. září 2020 [cit. 2021-03-05]. COM(2020) 594 final. 2020/0267(COD). Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0594&from=EN>.

EVROPSKÁ KOMISE. Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o trzích s kryptoaktivy a o změně směrnice (EU) 2019/1937. [online]. Brusel: Evropská Komise, 24. září 2020 [cit. 2021-

03-05]. COM(2020) 593 final. 2020/0265(COD). Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0593&from=EN>.

EVROPSKÁ KOMISE. Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo finančního terorismu. [online]. Brusel: Evropská Komise, 20. července 2021 [cit. 2021-08-05]. COM(2021) 420 final. 2021/0239(COD). Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021PC0420&from=EN>.

EVROPSKÁ KOMISE. Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady, kterou se mění směrnice 2006/43/ES, 2009/65/ES, 2009/138/ES, 2011/61/EU, 2013/36/EU, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 a (EU) 2016/2341. [online]. Brusel: Evropská komise, 24. září 2020. [cit. 2021-03-19]. COM(2020) 596 final. 2020/0268(COD). Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0596&from=EN>.

EVROPSKÁ KOMISE. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing the Authority for Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism and amending Regulations (EU) No 1093/2010, (EU) 1094/2010, (EU) 1095/2010 [online]. Brusel: Evropská Komise, 20. července 2021 [cit. 2021-08-05]. COM(2021) 421 final. 2021/0240(COD). Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0421>.

EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů o strategii EU v oblasti digitálních financí. [online]. Brusel: Evropská komise, 24. září 2020 [cit. 2021-02-17]. COM(2020) 591 final. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0591&from=EN>.

EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Strategie pro jednotný digitální trh v Evropě. [online]. Brusel: Evropská komise, 6. května 2015 [cit. 2021-02-17]. COM (2015) 192 final. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0192>.

EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů o strategii EU pro malé platby. [online]. Brusel: Evropská komise, 24. září 2020 [cit. 2021-02-17]. COM(2020) 592 final. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0592&from=EN>

EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Evropská strategie pro data. [online]. Brusel: Evropská komise, 19. února 2020 [cit. 2021-02-17]. COM/2020/66 final. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?lang1=CS&lang2=choose&lang3=choose&uri=CELEX:52020DC0066>.

EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů: Formování digitální budoucnosti Evropy. [online]. Brusel: Evropská komise, 19. února 2020 [cit. 2021-02-17]. COM (2020) 67 final. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=COM%3A2020%3A67%3AFIN>.

EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů: Chvilé pro Evropu: náprava škod a příprava na příští generaci. [online]. Brusel: Evropská komise, 27. května 2020 [cit. 2021-02-17]. COM (2020) 456 final. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=COM:2020:456:FIN>.

EVROPSKÁ KOMISE. Balíček předpisů v oblasti digitálních financí: Komise vytyčila nový, ambiciózní přístup k podpoře odpovědných inovací ve prospěch občanů a podniků. In: Ec.europa.eu [online]. Brusel: Evropská komise, 24. září 2020 [cit. 2021-6-25]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_1684.

EVROPSKÁ KOMISE. Anti-money-laundering and countering the financing of terrorism legislative package. In: Ec.europa.eu.. [online]. Evropská unie, 20. července 2021 [cit. 2021-7-2]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/publications/210720-anti-money-laundering-countering-financing-terrorism_en.

EVROPSKÁ KOMISE. FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector. [online]. Brusel: Evropská komise, 8. března 2018 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0109>.

FATF. FATF Report to G20 Leaders' Summit. [online]. Japonsko, Francie, Červen 2019 [cit. 2021-03-28]. Dostupné z: www.fatf-gafi.org/publications/fatfgeneral/documents/report-g20-leaders-jun-2019.html.

FATF. Guidance for a risk-based approach. Virtual assets and virtual assets service providers. [online]. Paříž, Červen 2019 [cit. 2021-02-25]. Dostupné z: <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/RBA-VA-VASPs.pdf>.

FATF. International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation. The FATF Recommendations. [online]. Paříž: FATF, Únor 2012, aktualizováno v červnu 2021 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF%20Recommendations%202012.pdf>

FATF. Public consultation on FATF draft guidance on a risk-based approach to virtual assets and virtual asset service providers. In: Fatf-gafi.org. [online]. Fatf-gafi, Březen 2021 [cit. 2021-04-02]. Dostupné z: <https://www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/documents/public-consultation-guidance-vasp.html>.

FERREIRA, Agata, Robert KOPITSCH, Philipp SANDER. The digital euro: Something Europe can't afford to get wrong. In: Cointelegraph. [online]. Cointelegraph, 4. července 2021 [cit. 2021-7-6]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/news/the-digital-euro-something-europe-can-t-afford-to-get-wrong>.

Filecoin [online]. [cit. 2021-03-05]. jsou Dostupné z: <https://filecoin.io/>.

FINMA. Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs). [online]. Bern: FINMA, 16. února 2018 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung>.

FRIEDMAN, Milton. Milton Friedman Full Interview on Anti-Trust and Tech. In: YouTube [online]. Moderuje BERTHOUD, John. National Taxpayers Union, 1999 [cit. 2021-06-25]. Dostupné z: <https://www.youtube.com/watch?v=mlwxdyLnMXM>.

FSB. Crypto-asset markets: Potential channels for future financial stability implications. [online]. FSB, 10. října 2018 [cit. 2021-02-04]. Dostupné z: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P101018.pdf>.

FSB. Regulation, Supervision and Oversight of “Global Stablecoin” Arrangements. Final Report and High-Level Recommendations [online]. FSB, 13. října 2020 [cit. 2021-03-02]. Dostupné z: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P131020-3.pdf>.

FSB. Regulation, Supervision and Oversight of “Global Stablecoin” Arrangements: Final Report and High-Level Recommendations. [online]. FSB, 13. října 2020 [cit. 2021-06-02]. Dostupné z: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P131020-3.pdf>.

G7 WORKING GROUP ON STABLECOINS. Investigating the impact of global stablecoins. [online]. BIS, Říjen 2019. [cit. 2021-03-28]. Dostupné z <https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.pdf>

GHOSH, Monika. 6 Remarkable Cryptocurrency Hacks And Digital Heists. In: Jumpstart. [online]. Jumpstart, 13. srpna 2020 [cit. 2021-6-30]. Dostupné z: <https://www.jumpstartmag.com/remarkable-cryptocurrency-hack/>.

GIM LEGAL STA S.R.L. Feedback on Financial services – EU regulatory framework for crypto-assets. [online]. Řím, 11. ledna 2021 [cit. 2021-4-3]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1438192>.

HABER, S., STORNETTA, W.S. How to time-stamp a digital document. In: Journal of Cryptology. [online]. 1991, 3. svazek, 2. vydání, s. 99 – 111. [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: https://www.anf.es/pdf/Haber_Stornetta.pdf.

HACKER, Philipp, THOMALE, Chris. Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law. In: 15 European Company and Financial Law Review. [online]. 22. listopadu 2017 [cit. 2021-03-05]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3075820> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3075820>.

HAYEK, Friedrich. Denationalisation of Money – An analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies. [online]. Londýn: The Institute of Economic Affairs, 1976, s. 144, 1990, 3. vydání. [cit. 2021-02-03]. ISBN 0-255 36239-0. Dostupné z <https://nakamotoinstitute.org/static/docs/denationalisation.pdf>.

HINMAN, William. Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic). In: SEC.gov. [online]. San Francisco, CA, 14. června 2018 [cit. 2021-6-17]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418/>.

HOBZA, Martin. ICO a tokeny optikou práva kapitálového trhu: mohou být tokeny investičními cennými papíry? In: Advokátní deník [online]. Praha: Advokátní deník, 26. března 2019 [cit. 2021-03-05]. Dostupné z: <https://advokatnidenik.cz/2019/03/26/ico-a-tokeny-optikou-prava-kapitaloveho-trhu-mohou-byt-tokeny-investicnimi-cennymi-papiry/>.

HOUBEN, Robby, SNYERS, Alexander. Crypto-assets. Key developments, regulatory concerns and responses. [online]. Lucemburk: Evropský parlament, Duben 2020 [cit. 2021-03-22]. Dostupné z: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU\(2020\)648779_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU(2020)648779_EN.pdf).

HOUBEN, Robby, SNYERS, Alexander. Cryptocurrencies and blockchain: Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion. [online]. Belgie: Evropský parlament, Červenec 2018 [cit. 2021-02-07]. Dostupné z: <https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/150761/TAX3%20Study%20on%20cryptocurrencies%20and%20blockchain.pdf>.

HSBC CENTRE OF SUSTAINABLE FINANCE AND SUSTAINABLE DIGITAL FINANCE ALLIANCE. Blockchain: Gateway for sustainability-linked bonds. [online]. 24. září 2019 [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://greendigitalfinancealliance.org/wp-content/uploads/2019/12/blockchain-gateway-for-sustainability.pdf>.

CHAUM, DAVID. Blind signatures for untraceable payments. In: Chaum [online]. 1982 [cit. 2021-02-03]. Dostupné z: <https://www.chaum.com/publications/Chaum-blind-signatures.pdf>.

INATBA. Blockchain Ecosystem's Response to MiCA Regulation Proposal. [online]. Brusel, březen, 2021 [cit. 2021-6-18]. Dostupné z: <https://inatba.org/news/mica-task-force-report/>.

JAGATI, Shiraz. DeFi lending and borrowing, explained. In: Cointelegraph. [online]. Cointelegraph, 18. ledna 2021 [cit. 2021-6-18]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/explained/defi-lending-and-borrowing-explained>.

KUNZE, Christoph. Comments on the "Proposal for a Regulation on Markets in Crypto-assets" as part of the European commission's Digital Finance Package. [online]. Berlín: German Banking Industry Committee, 16. října 2020 [cit. 2021-03-09]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1408660>.

KUZNETSOV, Nikolai. DeFi liquidity pools, explained. In: Cointelegraph. [online]. Cointelegraph, 28. ledna 2021 [cit. 2021-6-18]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/explained/defi-liquidity-pools-explained>.

LIEBAU, Dan, SCHUEFFEL, Patrick. Crypto-Currencies and ICOs: Are They Scams? An Empirical Study. [online]. 23. ledna 2019 [cit. 2021-6-26]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3320884>.

MAAS, Thijs. Initial Coin Offerings: When Are Tokens Securities in the EU and US? A comparative analysis on the application of US and EU securities laws to initial coin offerings (ICOs). [online]. Tilburg University, 13. února 2019 [cit. 2021-03-03]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3337514.

MOLNÁR, Vojtěch. Digitální měny centrálních bank (CBDC). In: Monitoring centrálních bank - IV / 2020. [online]. Česká národní banka, 2020 [cit. 2021-01-31]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/monitoring_centralnich_bank/2004_mcb.pdf.

NAKAMOTO, Satoshi. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. In: Bitcoin.org. [online]. 2008 [cit. 2021-02-01]. Dostupné z: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

NATARAJAN, Harish, Solvej KRAUSE a Helen GRADSTEIN. Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain: FinTech Note | No. 1. [online]. Washington DC: World Bank Group, 2017 [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/177911513714062215/distributed-ledger-technology-dlt-and-blockchain>.

NELSON, Danny. JPMorgan to Launch 'Cryptocurrency Exposure Basket' of Bitcoin Proxy Stocks. In: Coindesk [online]. Coindesk, 9. března 2021 [cit. 2021-03-21]. Dostupné z: <https://www.coindesk.com/jpmorgan-to-launch-cryptocurrency-exposure-basket-of-bitcoin-proxy-stocks>.

OECD. Competition Assessment Toolkit: Volume 2. Guidance. [online]. 2019 [cit. 2021-03-09]. Dostupné z: <https://www.oecd.org/daf/competition/45544507.pdf>.

OECD. Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing. [online]. OECD, 2019 [cit. 2021-03-28]. Dostupné z: <https://www.oecd.org/finance/ICOs-for-SME-Financing.pdf>.

OECD. The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets. [online]. OECD, 2020 [cit. 2021-03-28]. Dostupné z: <http://www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-for-Financial-Markets.pdf>.

PARENTI, Radostina. Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs for FinTech. Impact on Innovation, financial stability and supervisory convergence. [online]. Lucemburk: Evropský parlament, Září 2020 [cit. 2021-03-19]. ISBN 978-92-846-7139-7. Dostupné z: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652752/IPOL_STU\(2020\)652752_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652752/IPOL_STU(2020)652752_EN.pdf).

PARIS EUROPLACE. Fintech Commission General Position Paper. [online]. Paříž, 11. ledna 2021 [cit. 2021-4-3]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financni-sluzby-regulacni-ramec-EU-pro-kryptoaktiva/F1439669_cs.

Peer-to-peer. In: Wikipedia: the free encyclopedia [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, Inc., 2001, 11. června 2020 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: <https://cs.wikipedia.org/wiki/Peer-to-peer>.

PEIRCE, Hester. Safe Harbor 2.0. Potential Proposed Securities Act Rule 195. Time-limited exemption for Tokens. In: GitHub.com. [online]. GitHub, Inc., 13. dubna 2021 [cit. 2021-6-18]. Dostupné z: <https://github.com/CommissionerPeirce/SafeHarbor2.0>.

PERRAULT, Nicolas III. Hyperinflation in Venezuela. In: Wikipedia: the free encyclopedia [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, Inc., 2001, 5. dubna 2018 [cit. 2021-02-02]. Dostupné z: https://en.wikipedia.org/wiki/Hyperinflation_in_Venezuela#/media/File:Time_BsF_would_take_to_lose_90_percent_of_its_value.png.

QUARMBY, Brian. San Marino approves VeChain eNFT vaccination certificate that's verifiable worldwide. In: Cointelegraph. [online]. Cointelegraph, 2. července 2021 [cit. 2021-7-2]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/news/san-marino-approves-vechain-enft-vaccination-certificate-that-s-verifiable-worldwide>.

RAUCHS, Michel et. al. Distributed Ledger Technology Systems: A Conceptual Framework. [online]. Cambridge: Cambridge Centre for Alternative Finance, University of Cambridge, Srpen 2018. [cit. 2021-02-11]. Dostupné z: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2018-10-26-conceptualising-dlt-systems.pdf>.

RENTERIA, Nelson, WILSON, Tom a STROHECKER, Karin. In a world first, El Salvador makes bitcoin legal tender. In: Reuters [online]. Reuters, 10. června 2021 [cit. 2021-7-1]. Dostupné z: <https://www.reuters.com/world/americas/el-salvador-approves-first-law-bitcoin-legal-tender-2021-06-09/>.

REYNOLDS, Kevin. Bitcoin's Rise Should Make Regulators Ask if the Fed's Policies Have a Hand in It: WaPo. In: Coindesk [online]. Coindesk, 20. února 2021 [cit. 2021-03-21]. Dostupné z: <https://www.coindesk.com/bitcoins-rise-should-make-regulators-ask-if-the-feds-policies-had-a-hand-in-it-wapo>.

RICHARDS, Sam. Introduction to Smart Contracts. In: Ethereum. [online]. Březen 8, 2021 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: <https://ethereum.org/en/developers/docs/smart-contracts/>.

ROWLATT, Justin. How Bitcoin's vast energy use could burst its bubble. In: BBC [online]. BBC, 27. února 2021 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: <https://www.bbc.com/news/science-environment-56215787>.

SATIS GROUP. Cryptoasset Market Coverage Initiation: Network Creation. [online]. 11. července 2018 [cit. 2021-06-27]. Dostupné z: https://research.bloomberg.com/pub/res/d28giW28tf6G7T_Wr77aU0gDgFQ.

SHARMA, Rakesh. Decentralized Finance (DeFi) Definition. In: Investopedia [online]. Investopedia, 24. března 2021 [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/decentralized-finance-defi-5113835>.

SHEVLIN, Ron. How Elon Musk Moves The Price Of Bitcoin With His Twitter Activity. In: Forbes [online]. Forbes, 21. února 2021 [cit. 2021-03-21]. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/ronshevlin/2021/02/21/how-elon-musk-moves-the-price-of-bitcoin-with-his-twitter-activity/?sh=6dabbddb5d27>.

SILLANPÄÄ, Tiffany M. Freedom to (Smart) Contract: The Myth of Code and Blockchain Governance Law [online]. IALS Student Law Review, 2. vydání, 7. svazek, 20. října 2020. [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3715647.

SINCLAIR, Sebastian. Central Bank of Bahamas Launches Landmark 'Sand Dollar' Digital Currency. In: Coindesk [online]. Coindesk, 21. října 2020 [cit. 2021-01-31]. Dostupné z: <https://www.coindesk.com/central-bank-of-bahamas-launches-landmark-sand-dollar-digital-currency>.

SOFIA CRYPTO MEETUP. A Consultancy Response to the EU Cryptoasset Regulation. [online]. Bulharsko, Leden, 2021 [cit. 2021-6-20]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financni-sluzby-regulacni-ramec-EU-pro-kryptoaktiva/F1431991_cs.

STYLIANOU, Konstantinos. DeFi's death by a thousand cuts. In: Cointelegraph. [online]. Cointelegraph, 17. ledna 2021 [cit. 2021-6-18]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/news/defi-s-death-by-a-thousand-cuts>.

SZABO, Nick. Formalizing and Securing Relationships on Public Networks. In: Satoshi Nakamoto Institute [online]. 1997 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: <https://nakamotoinstitute.org/formalizing-securing-relationships/>.

TAPSCOTT, Don a Alex TAPSCOTT. Blockchain Revolution: How the Technology behind Bitcoin is Changing Money, Business and the World [online]. Penguin Random House, 2016 [cit. 2021-7-3]. ISBN 9781101980156. Dostupné z: https://itig-iraq.iq/wp-content/uploads/2019/05/Blockchain_Revolution.pdf.

TEEX. What are Oracles? Smart Contracts, & “The Oracle Problem”. In: Medium. [online]. 20. srpna 2019 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: <https://medium.com/@teexofficial/what-are-oracles-smart-contracts-the-oracle-problem-911f16821b53>.

TIWARI, Anirudh. DeFi oracles, explained. In: Cointelegraph [online]. Cointelegraph, 11. září 2020 [cit. 2021-7-3]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/explained/defi-oracles-explained>.

TIWARI, Anirudh. Iron Finance bank run stings investors — A lesson for all stablecoins? In: Cointelegraph. [online]. Cointelegraph, 28. června 2021 [cit. 2021-6-30]. Dostupné z: <https://cointelegraph.com/news/iron-finance-bank-run-stings-investors-a-lesson-for-all-stablecoins>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO. [online]. 25. července 2017 [cit. 2021-6-17]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets. [online]. [cit. 2021-6-17]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.

VAN NIEKERK, Matthew. How blockchain can help dismantle corruption in government services. In: Weforum. [online]. World Economic Forum, 5. července 2021 [cit. 2021-7-5]. Dostupné z: <https://www.weforum.org/agenda/2021/07/blockchain-for-government-systems-anti-corruption/>.

VON WACHTER, Victor a Philipp SANDNER. Decentralized Finance (DeFi): What Do You Need To Know? In: Medium. [online]. 9. prosince 2019 [cit. 2021-02-26]. Dostupné z: <https://philippsandner.medium.com/decentralized-finance-defi-what-do-you-need-to-know-9cd5e8c2a48>.

WALSH, David. Bitcoin: Which countries could follow El Salvador in making cryptocurrency legal tender? In: Euronews.next. [online]. Euronews, 12. června 2021 [cit. 2021-7-6]. Dostupné z: <https://www.euronews.com/next/2021/06/12/bitcoin-is-el-salvador-the-first-domino-to-fall-as-latin-america-embraces-cryptocurrencies>.

Whale Limits. In: Whale-alert.io. [online]. Whale Alert, 2020 [cit. 2021-6-30]. Dostupné z: <https://whale-alert.io/whales>.

WORLD ECONOMIC FORUM. Decentralized Finance: (DeFi) Policy-Maker Toolkit. [online]. Švýcarsko, 8. června 2021 [cit. 2021-6-17]. Dostupné z: <https://www.weforum.org/whitepapers/decentralized-finance-defi-policy-maker-toolkit>.

YADAV, Yesha, Chris BRUMMER. Fintech and the Innovation Trilemma. In: 107 Georgetown Law Journal. [online]. 2019, s. 235 – 307 [cit. 2021-7-1]. ISSN 0016-8092. Dostupné z: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/faculty-publications/1084/>.

YEUNG, Karen. Regulation by Blockchain: The Emerging Battle for Supremacy Between the Code of Law and Code as Law. [online]. Modern Law Review, Forthcoming, 2. července 2018 [cit. 2021-03-07]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3206546>.

ZÁBRANSKÝ, Adam. Základní právní aspekty smart kontraktů - část 2. In: Epravo. [online]. EPRAVO.CZ, a.s., 29. března 2019 [cit. 2021-03-17]. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/zakladni-pravni-aspekty-smart-kontraktu-cast-2-109050.html>

ZETZSCHE, Dirk A, BUCKLEY Ross P., ARNER Douglas W., Regulating LIBRA: The Transformative Potential of Facebook's Cryptocurrency and Possible Regulatory Responses. [online]. European Banking Institute, Červenec 2019 [cit. 2021-03-28]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3414401>.

ZETZSCHE, Dirk A., ANNUNZIATA, Filippo, ARNER, Douglas W., BUCKLEY, Ross P. The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy. [online]. European Banking Institute., 6. listopadu 2020. [cit. 2021-03-05]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3725395>.

ZETZSCHE, Dirk A., BUCKLEY, Ross P., ARNER, Douglas W., FÖHR, Linus. The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators. [online]. European Banking Institute, 2018 [cit. 2021-02-25]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3072298>.

ZETZSCHE, Dirk A.; BUCKLEY, Ross P.; ARNER, Douglas W. The Distributed Liability of Distributed Ledgers: Legal Risks of Blockchain. [online]. European Banking Institute, 15. srpen 2017 [cit. 2021-03-07]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3018214.

ZHANG, Rui, XUE, Rui, LIU, Ling. Security and Privacy on Blockchain. In: ACM Digital Library. [online]. ACM, Inc., Červenec, 2019. [cit. 2021-03-19]. Dostupné z: <http://doi.acm.org/10.1145/3316481>.

3. Seznam použitých právních předpisů

Konsolidované znění smlouvy o fungování Evropské unie. Úř. věst. C 326, 26. října 2012.

LOI n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, datum přijetí 22. května 2019.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES. Úř. věst. L 168, 30. června 2017.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/2402 ze dne 12. prosince 2017, kterým se stanoví obecný rámec pro sekuritizaci a vytváří se zvláštní rámec pro jednoduchou, transparentní a standardizovanou sekuritizaci a kterým se mění směrnice 2009/65/ES, 2009/138/ES, 2011/61/EU a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 648/2012. Úř. věst. L 347, 28. prosince 2017.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES. Úř. věst. L 173, 12. června 2014.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 236/2012 ze dne 14. března 2012 o prodeji na krátko a některých aspektech swapů úvěrového selhání. Úř. věst. L 86, 24. března 2012.

Nařízení Evropského parlamentu a rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. Úř. věst. L 176, 27. června 2013.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. Úř. věst. L 173, 12. června 2014.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů. Úř. věst. L 201, 27. července 2012.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnic 98/26/ES a 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 236/2012. Úř. věst. L 257, 28. srpna 2014. Úř. věst. L 257, 28. srpna 2014.

Nařízení Komise (ES) č. 1126/2008 ze dne 3. listopadu 2008, kterým se přijímání některé mezinárodní účetní standardy v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002. In: Úř. věst. L 320, 29. listopadu 2008

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/2366 ze dne 25. listopadu 2015 o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice 2002/65/ES, 2009/110/ES a 2013/36/EU a nařízení (EU) č. 1093/2010 a zrušuje směrnice 2007/64/ES. Úř. věst. L 337, 23. prosince 2015.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/849 ze dne 20. května 2015 o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo financování terorismu, o změně nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2005/60/ES a směrnice Komise 2006/70/ES. Úř. věst. L 141, 5. června 2015.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2018/673 ze dne 23. října 2018 o boji vedeném trestněprávní cestou proti praní peněz. Úř. věst. L 284, 12. listopadu 2018.

Směrnice Evropského parlamentu a rady (EU) 2018/843 ze dne 30. května 2018, kterou se mění směrnice (EU) 2015/849 o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo financování terorismu a směrnice 2009/138/ES a 2013/36/EU. Úř. věst. L 156, 19. června 2018.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/47/ES ze dne 6. června 2002 o dohodách o finančním zajištění. Úř. věst. L 168, 27. června 2002.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES. Úř. věst. L 390, 31. prosince 2004.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/110/ES ze dne 16. září 2009 o přístupu k činnosti institucí elektronických peněz, o jejím výkonu a o obezřetnostním dohledu nad touto činností, o změně směrnic 2005/60/ES a 2006/48/ES a o zrušení směrnice 2000/46/ES. Úř. věst. L 267, 10. října 2009.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/44/ES ze dne 6. května 2009, kterou se mění směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry a směrnice 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění, pokud jde o propojené systémy a pohledávky z úvěru. Úř. věst. L 146, 10. června 2009.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP). Úř. věst. L 302, 17. listopadu 2009.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/336/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnic 2006/48/ES a 2006/49/ES. Úř. věst. L 176, 27. června 2013.

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. Úř. věst. L 173, 12. června 2014.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010. Úř. věst. L 174, 1. července 2011.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/49/EU ze dne 16. dubna 2014 o systémech pojištění vkladů. Úř. věst. L 173, 12. června 2014.

Zákon č. 253/2008 Sb., ze dne 5. června 2008, o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu.

4. Seznam použité judikatury

Rozhodnutí Nejvyššího soudu Spojených států amerických ze dne 27. května 1946 ve věci SEC vs. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

5. Seznam ostatních zdrojů

DĚDIČ, Jan; ŠOVAR, Jan, MIKULA, Ondřej. Proč podle českého soukromého práva nelze uvažovat o (ICO) tokenech jako o cenných papírech. Právní rozhledy: časopis pro všechna právní odvětví. Praha: C.H. Beck, 2018, č. 15-16, s. 554.

Budoucnost regulace kryptoaktiv na území Evropské unie

Abstrakt

Tato diplomová práce se věnuje regulaci kryptoaktiv na území EU, konkrétněji pak s ohledem na její budoucí podobu. Cílem práce je nejprve analyzovat současný unijní právní rámec kryptoaktiv, včetně identifikace jeho hlavních nedostatků, a následně provést rozbor a zhodnotit nejnovější návrh budoucí regulace kryptoaktiv, jímž je návrh nařízení MiCA.

Vlastní text práce je rozdělen do pěti kapitol, kterým předchází obecný úvod obsahující celkovou koncepci práce, její cíle a metody, které byly využity k dosažení stanovených cílů. Poslední část této práce tvoří závěr, který shrnuje hlavní poznatky zjištěné při přípravě práce.

Aby bylo možné věnovat se analýze právního rámce kryptoaktiv na unijní úrovni, je nejprve nezbytné se seznámit s technologií, na níž jsou kryptoaktiva založena, tedy technologií distribuované účetní knihy a základy jejího fungování, čímž se zabývala první kapitola této práce.

Smyslem kapitoly druhé bylo představit, jaké jsou charakteristické rysy kryptoaktiv a dalších v této souvislosti běžně používaných termínů, a to zejména s ohledem na přístupy vybraných orgánů EU k jejich užívání a definování. Rovněž jsou zde uvedeny rozdíly mezi jednotlivými pojmy a důvody, proč se přikláním k užívání termínu kryptoaktiva.

Třetí kapitola rozebírá současnou právní úpravu kryptoaktiv na unijní úrovni, především pak předpisy týkající se elektronických peněz a finančních nástrojů, pod jejichž obsah bývají bývají kryptoaktiva nejčastěji zahrnována. V menší míře je pak pozornost věnována legislativě v oblasti AML-CFT a neméně důležitou součástí této kapitoly tvoří shrnutí hlavních nedostatků platné právní úpravy ve vztahu ke kryptoaktivům.

Čtvrtá a pátá kapitola jsou již zaměřeny na budoucí regulatorní rámec kryptoaktiv v EU. Ve čtvrté kapitole byl představen soubor materiálů známých pod označením Balíček digitálních financí, jehož je budoucí regulace kryptoaktiv součástí, zejména pak cíle a souvislosti jednotlivých návrhů.

Závěrečná, ale o to důležitější pátá kapitola byla věnována návrhu MiCA, jenž má za cíl vytvořit regulatorní rámec pro dosud unijním právem neregulovaná kryptoaktiva. Tato kapitola byla vzhledem ke svému rozsahu rozdělena do pěti podkapitol reflektujících strukturu MiCA, z nichž každá kromě podkapitoly páté obsahuje prezentaci regulatorního řešení obsaženého v příslušné části MiCA a jeho následnou kritickou analýzu, včetně návrhů řešení nalezených nedostatků.

Klíčová slova: kryptoaktiva, regulace, Evropská unie

The future of cryptoasset's regulation in the European Union

Abstract

This thesis focuses on the regulation of cryptoassets in the EU, more specifically with regard to its future form. The aim of the thesis is first to analyse the current EU legal framework for cryptoassets, including the identification of its main shortcomings, and then to analyse and evaluate the latest proposal for the future regulation of cryptoassets, which is the MiCA proposal.

The actual text of the thesis is divided into five chapters, preceded by a general introduction containing the overall concept of the thesis, its objectives and the methods used to achieve the stated objectives. The last part of this thesis is the conclusion, which summarises the main findings of the thesis.

In order to analyse the legal framework for cryptoassets at EU level, it is first necessary to become familiar with the technology on which cryptoassets are based, i.e. distributed ledger technology, and the basics of its operation, which was dealt with in the first chapter of this thesis.

The purpose of chapter two was to present the characteristics of cryptoassets and other terms commonly used in this context, in particular with regard to the approaches of selected EU institutions to their use and definition. The differences between the terms and the reasons why I am inclined to use the term cryptoasset are also presented.

The third chapter discusses the current legal regulation of cryptoassets at EU level, in particular the regulations on electronic money and financial instruments, under which cryptoassets are most often included. To a lesser extent, attention is then paid to AML-CFT legislation, and an equally important part of this chapter is a summary of the main shortcomings of the current legislation in relation to cryptoassets.

The fourth and fifth chapters focus on the future regulatory framework for cryptoassets in the EU. Chapter 4 presented the set of materials known as the Digital Finance Package, of which the future regulation of cryptoassets is a part, and in particular the objectives and background of the individual proposals.

The final but all the more important fifth chapter was devoted to the MiCA proposal, which aims to create a regulatory framework for cryptoassets not yet regulated by EU law. Given its scope, this chapter has been divided into five subchapters reflecting the structure of the MiCA, each of which, with the exception of subchapter five, contains a presentation of the regulatory solution contained in the relevant part of the MiCA and a subsequent critical analysis of it, including proposals to address the identified shortcomings.

Keywords: cryptoassets, regulation, European Union