



Kryptoaktíva a ich možná budúca regulácia

Marek Beňo, Vladimír Hladký, Tomáš Ambra¹
Národná banka Slovenska

- 1 Úvahy obsiahnuté v tomto článku reprezentujú osobné názory jeho autorov a nie sú oficiálnymi stanoviskami Národnej banky Slovenska.
- 2 Smernica Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2018/843 z 30. mája 2018, ktorou sa mení smernica (EÚ) 2015/849 o predchádzaní využívaniu finančného systému na účely prania špinavých peňazí alebo financovania terorizmu a smernice 2009/138/ES a 2013/36/EÚ. Táto smernica bude transponovaná do 10. 1. 2020 do zákona č. 297/2008 Z. z. o ochrane pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a o ochrane pred financovaním terorizmu a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.
- 3 Táto aktivita je blízka crowdfundingu, teda forme kolektívneho financovania, napríklad vopred určeného podnikateľského zámeru. Vo vzťahu k security tokens, teda tokenom, ktoré môžu vykazovať niektoré špecifické vlastnosti cenných papierov, sa zvykne používať pojem Security Token Offering (STO).
- 4 Subkategóriou DLT je technológia označovaná ako blockchain. Výraz blockchain by sa dal opísať ako retazec pozostávajúci z jednotlivých blokov, ktorý uchováva všetky individuálne transakcie v skupinách, teda blokoch, ktoré sú na seba navzájom naviazané v chronologickom poradí. Spájajúcim prvkom jednotlivých blokov je kryptografia, ktorá má zabezpečiť bezpečnosť a integritu retazca. Ten vytvára databázu transakcií, ktorá je pre jej používateľov oficiálnym záznamom.
- 5 Smart contracts sa zvyknú označovať aj ako self-executing contracts. Práve druhý názov zdôrazňuje ich príznačnú vlastnosť, ktorou je samovykonateľnosť.

Úvod

V súčasnosti sú mnohé výrazy z oblasti FinTech, ako napríklad *virtuálna mena*, *kryptoaktívum*, *blockchain* alebo *kryptoburza* mimoriadne populárne a často sa o nich diskutuje. Nové témy a v nich obsiahnuté prvky prinášajú so sebou súbor otázok týkajúcich sa nielen správnosti alebo jednotnosti vymedzenia samotných pojmov, ich vzájomných interakcií, ale tiež možností praktického využitia celkov, resp. systémov, ktoré tvoria, v reálnej ekonomike.

Cieľom článku je poskytnúť prehľad o základných pojmoch súvisiacich s témou, stručne objasniť trh kryptoaktív a pomenovať riziká súvisiace s kryptoaktívami. Hlavnou časťou článku je predstavenie základných prístupov v súčasnej regulácii kryptoaktív vo svete a následná úvaha o možnom dizajne regulácie kryptoaktív v podmienkach Slovenskej republiky.

VYMEDZENIE POJMOV

Nielen pri tvorení tohto článku, ale aj s ohľadom na možnú budúcu reguláciu je jednou z kľúčových výziev určenie definícií. V čase spracovania tohto článku neexistuje medzi jednotlivými nadnárodnými inštitúciami, ktoré tvoria piliere stability finančného trhu, zhoda vo vymedzení kryptoaktív alebo virtuálnych mien, a to najmä čo sa týka ich vnútorného obsahu a podrobnejšieho členenia. Táto skutočnosť má vplyv aj na znenie tohto článku, a teda je potrebné vymedziť základné pojmy, s ktorými budeme v nasledujúcom texte operovať.

Virtuálne meny sú podľa definície obsiahnutej v AMLD⁵² digitálnym nositeľom hodnoty, ktorá nie je vydávaná ani zaručená centrálnou bankou ani orgánom verejnej moci, nie je nutne naviazaná na menu etablovanú v súlade so zákonom a ktorá nemá právny status meny ani peňazí, ale je akceptovaná fyzickými alebo právnickými osobami ako výmenný prostriedok, ktorý možno elektronicky prevádzať, uchovávať a elektronicky s ním obchodovať.

Kryptoaktívum je pojem reagujúci na skutočnosť, že použitie slova *mena* môže spôsobiť interpretačné problémy. Aj keď definícia určuje, že *virtuálna mena* slúži ako výmenný prostriedok, zastávame názor, že vhodnejším výrazom na označenie tak široko vymedzeného súboru aktív by bolo slovné spojenie *virtuálne aktívum* alebo *kryptoaktívum*. Príkláňame sa k názoru, že v zmysle regulačných úvah je opodstatnené členiť kryptoaktíva do dvoch hlavných skupín, pričom deliacim kritériom je identifikovanie skutočnosti, či kryptoaktívum má alebo nemá emitenta.

Kryptoaktíva, ktoré nemajú jednoznačne identifikovateľného emitenta, ako sú napríklad Bitcoin, Ether, Litecoin alebo XRP, nebudú hlavným predmetom našich úvah. V tomto článku zameriame pozornosť na skupinu kryptoaktív, ktoré majú emitenta, a budeme ich označovať ako „**tokeny**“. Tokeny je možné členiť podľa ich primárneho účelu použitia na minimálne tri špecifické skupiny, ktorými sú *payment tokens* (použité na účely vykonania platby), *utility tokens* (použitie na účely získania vopred určeného úžitku) alebo *investment (security) tokens* (použitie na účely investície – najviac korelujúce s účelom použitia cenného papiera). V praxi môžu existovať aj hybridné formy tokenov, v tomto článku však budeme používať strešný pojem token. Zameriame sa na identifikovanie spoločných a odlišných prvkov a vlastností, ktorými sa na jednej strane vyznačujú tokeny a na strane druhej cenné papiere.

Tokenizácia je na účely tohto článku proces virtualizácie aktív, teda transformácie veci alebo práva spojeného s vecou na token, t. j. kryptoaktívum. Môže ísť o obdobný proces transformácie, ako je na klasickom finančnom trhu sekuritizácia, ktorou je možné transformovať tradičné aktívum na cenný papier. V súvislosti s vytváraním a prvotným ponúkaním tokenov potenciálnym investorom sa bežne používa výraz **Initial Coin Offering (ICO)**, teda forma primárnej ponuky tokenov širšej alebo užšej verejnosti.³

Distributed Ledger Technology (DLT)⁴ je aplikateľné riešenie, ktoré umožňuje distribuované, resp. decentralizované zaznamenávanie informácií naprieč sieťou tvorenou „uzlami“, ktorými sú samostatné počítačové zostavy. Táto technológia môže byť použitá na zaznamenávanie transakcií medzi jednotlivými lokáciami, resp. uzlami, pričom môže byť verejne prístupná alebo určená len pre vymedzený okruh používateľov.

DLT umožňuje aj vykonávanie transakcií. To sa uskutočňuje prostredníctvom **smart contracts**⁵, teda zmlúv, ktoré sú v prostredí DLT prekonvertované do podoby počítačových kódov, ktorých pravidlá alebo vlastnosti sú prístupné jednotlivým používateľom. Tieto kódy sú vytvárané a kontrolované používateľmi alebo špecializovanými subjektmi, pričom sú uložené do samotného DLT, a príslušným systémom sú aj replikované.

ČO JE ALEBO AKÁ JE HODNOTA KRYPTOAKTÍVA?

Najjednoduchšou odpoveďou (a možno aj najmenej rozporovateľnou) je konštatovanie, že *hod-*



notou kryptoaktíva je informácia v ňom obsiahnutá a jej význam pre zainteresovanú osobu, teda napríklad jeho vydavateľa, vlastníka alebo pre osobu, ktorá má záujem kryptoaktívum vlastníť. Zároveň sa však na hodnotu kryptoaktíva môžeme pozeráť z dvoch ďalších pohľadov: po prvé, ako na hodnotu podkladového aktíva, ktoré je zastúpené v kryptoaktíve a súvisiacej DLT infraštruktúre, alebo po druhé, ako na trhovú hodnotu kryptoaktíva, ktorú generuje vzájomné pôsobenie dopytu a ponuky, pokiaľ je kryptoaktívum prevoditeľné a obchodované. Hodnotu kryptoaktíva môžu ovplyvňovať aj iné faktory, ako napríklad právna vymožitelnosť práv spojených s kryptoaktívami.

PRÁVNA POVAHA KRYPTOAKTÍV A DISPONOVANIA S NIMI

Problematika kryptoaktív, ich evidencie a disponovania s nimi má okrem regulačného aj významný právny rozmer, a to najmä z hľadiska právnej kvalifikácie kryptoaktív, ako aj uplatniteľnosti už existujúcich právnych inštitútov a majetkovo-právnych konceptov na predmetnú oblasť. Problematiká je najmä majetkovoprávna povaha kryptoaktív, ako aj aplikácia konceptov vlastníctva, držby a úschovy na ne, pričom jednotlivé jurisdikcie majú v tejto súvislosti, resp. ku konceptom týkajúcim sa nehmotného majetku, odlišné prístupy.⁶

Ziadať z krajín, ktorá po právnej stránke rozpoznáva kryptoaktíva, nemá špecifický režim upravujúci výlučne virtuálne aktíva, viaceré z nich však majú úpravu „nehmotných predmetov majetkových práv“, najčastejšie zhmotnených práv, na ktoré sa aplikuje režim ako na veci. Právna úprava niektorých krajín teda umožňuje zhmotnenie práv, pričom následne môžu byť predmetom vlastníctva a prevodu, resp. prechodu, tak ako v prípade iných typov osobného vlastníctva. Viaceré krajiny takisto uplatňujú na určité práva režim ako na veci, niektoré z týchto krajín však považujú za veci, ktoré možno vlastníť, iba hmotné predmety.

Právna úprava Slovenskej republiky v tejto súvislosti ustanovuje,⁷ že predmetom občianskoprávných vzťahov sú veci, živé zvieratá, a pokiaľ to ich povaha pripúšťa, práva alebo iné majetkové hodnoty. Predmetná právna úprava neustanovuje definíciu pojmu vec, ale jeho obsah v právnom zmysle vytvorila právna teória a prax, podľa ktorých je vecou každý ovládateľný hmotný predmet alebo ovládateľná prírodná sila za predpokladu, že slúžia ľudským potrebám.⁸ Kryptoaktíva v tomto ohľade nespĺňajú požiadavku charakteristiky ako hmotného predmetu, a teda ich nemožno považovať za vec. Za iné majetkové hodnoty možno považovať napríklad know-how, informácie, databázy a algoritmy.⁹ Aj keď v súčasnosti kryptoaktíva nie sú v legislatíve Slovenskej republiky explicitne upravené, do úvahy prichádza ich kvalifikácia ako práv (nároky s nimi spojené môžu mať napríklad charakter pohľadávky) alebo iných majetkových hodnôt (keďže kryptoaktíva sú nositeľmi informácií a s nimi súvisiace aplikačné riešenia predstavujú databázy a algoritmy).

Disponovanie s kryptoaktívami v praxi prebieha prostredníctvom technológie, ktorá pri jednotlivých „presunoch“ kryptoaktív, t. j. pri zápisoch v zdieľanej virtuálnej účtovnej knihe, využíva šifrovanie a na tento účel aj tzv. „verejný kľúč“ a „súkromný kľúč“. V predmetnom mechanizme verejný kľúč prislúcha k určitému používateľovi a spolu s príslušnou adresou pripomína jeho číslo účtu; súkromný kľúč predstavuje „heslo“ k účtu používateľa a umožňuje mu povoliť, resp. iniciovať transakciu v aplikačnom riešení DLT.

Pri vnímaní tohto postupu z hľadiska spomínaných právnych inštitútov možno teda konštatovať, že preukázanie vlastníctva ku kryptoaktívu a výkon vlastníckych práv viažucich sa na kryptoaktívum závisia od poznania príslušného súkromného kľúča. Zároveň možno dôjsť k záveru, že znalosť súkromného kľúča je v opísanom prostredí ekvivalentom k „držbe“ kryptoaktíva, aj keď toto tvrdenie neplatí univerzálne a jeho uplatnenie na právne účely je diskutabilné. Obdobne pojem „úschova“ v naznačenej súvislosti neznamená priamu držbu aktíva, ale predstavuje najmä bezpečné uchovávanie šifrovacieho kľúča.⁶

TRH KRYPTOAKTÍV

Trh kryptoaktív ako komplexný ekosystém existuje. Jeho účastníkmi, resp. zainteresovanými osobami, sú subjekty, ktoré sú zamerané na vykonávanie rôznorodých, no vzájomne súvisiacich činností. Pritom ide o činnosti, ktoré majú svoju obdobu na tradičnom trhu cenných papierov (napríklad ICO/vydávanie kryptoaktív, obchodovanie na sekundárnom trhu), a také, ktoré sú špecifické pre kryptoaktíva a obdobu na tradičnom trhu cenných papierov nemajú (napríklad mining (ťažba)), resp. také, ktoré majú hybridný charakter. Práve z druhej a tretej skupiny aktivít rezultujú špecifické riziká, ktoré nie je možné pokryť existujúcou reguláciou cenných papierov.

Vo vzťahu k odhadu veľkosti trhu kryptoaktív Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA) vo svojej technickej pomoci⁹ z januára 2019 uvádza, že celosvetovo je na trhu viac ako 2000 kryptoaktív. Podľa dostupných informácií¹⁰ objem finančných prostriedkov, ktoré boli predmetom transakcií súvisiacich s kryptoaktívami, od začiatku roku 2019 postupne rastie a v máji 2019 celosvetovo predstavoval približne 205 mld. eur. Oproti januáru 2018, keď predmetný objem finančných prostriedkov dosahoval hodnotu rekordných 700 mld. eur, ide o výrazný pokles. Obdobný, zatiaľ krátkodobý trend možno identifikovať aj vo vzťahu k ICO, pričom objem finančných prostriedkov, ktoré boli predmetom transakcií súvisiacich s týmto spôsobom financovania, klesol podľa informácií orgánu ESMA z 8,6 mld. eur v prvom kvartáli roku 2018 na 0,8 mld. eur v prvom kvartáli 2019, čo predstavuje viac ako desaťnásobný medziročný pokles. Je otázne, či je táto korekcia predzvesťou zmeny trendu, alebo len malým výdychom pred ďalším raketovým rastom trhu kryptoaktív.

Tokeny môžu predstavovať ďalší vývojový krok v dematerializácii aktív, s ktorými sa spájajú určité

- 6 „Global Cryptoasset regulatory Landscape Study“, Cambridge Centre of Alternative Finance, University of Cambridge, 2019, https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/download-s/2019-04-ccaf-global-cryptoasset-regulatory-landscape-study.pdf.
- 7 Občiansky zákonník v znení neskorších predpisov.
- 8 Komentár IURA k § 118 Občianskeho zákonníka v znení neskorších predpisov.
- 9 Dokument „ESMA Advice - Initial Coin Offerings and Crypto-Assets“ (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf).
- 10 <https://www.coinschedule.com/stats.html>
<https://www.coinmarketcap.com/>





- 11 Odporúčanie č. 15 FATF <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF%20Recommendations%202012.pdf>
- 12 Plné znenie upozornenia v anglickom jazyku je dostupné na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-1284_joint_esas_warning_on_virtual_currencies1.pdf
- 13 Plné znenie upozornenia v anglickom jazyku je dostupné na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf
- 14 Plné znenie upozornenia v anglickom jazyku je dostupné na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828_ico_statement_firms.pdf

práva, a teda trh kryptoaktív by za určitých podmienok mohol byť alternatívou k tradičnému spôsobu financovania prostredníctvom klasického kapitálového trhu. Zjednodušene, ak sú ICO v teoretickej rovine porovnateľné s IPO (Initial Public Offering), t. j. prvotnými verejnými ponukami akcií, tak už v súčasnosti komerčne prevádzkované obchodné platformy, ktoré poskytujú služby spočívajúce vo výmene kryptoaktív za iné kryptoaktíva alebo za peniaze denominované v oficiálne uznaných menách (tzv. fiat peniaze), naplňajú funkciu sekundárneho trhu.

Vo vzťahu k týmto obchodným platformám je však potrebné zdôrazniť, že hoci zvyknú byť v médiách alebo zo strany ich vlastných prevádzkovateľov označované ako *burzy kryptoaktív* alebo *kryptoburzy*, nie sú za súčasných legislatívnych podmienok burzami cenných papierov, čiže robustne regulovanými obchodnými miestami podľa platného regulačného rámca MiFID II, a teda v Slovenskej republike nie sú dohliadané príslušným orgánom zodpovedným za výkon dohľadu nad finančným trhom. Zároveň však prevádzkovateľ obchodnej platformy zameranej na výmenu kryptoaktív môže byť dohliadateľným subjektom v pôsobnosti príslušného orgánu, ak platformou poskytované služby majú presah na regulované finančné služby, ako sú napríklad platobné služby podľa PSD2. Podstata je však zachovaná – jadro činností týchto platforiem nepodlieha platnému regulačnému rámcu.

V súvislosti s transpozíciou AMLD5 do právneho poriadku Slovenskej republiky však vznikne prevádzkovateľom spomínaných obchodných platforiem povinnosť registrovať sa v zozname vedenom príslušným štátnym orgánom. Identickú povinnosť budú mať aj *custodian wallet providers*, t. j. prevádzkovatelia služieb správy (virtuálnych) peňaženiek. Zastávame názor, že uvedená povinnosť je odrazovým mostíkom pre nastavenie takých kontrolných mechanizmov v pôsobnosti štátu, ktoré umožnia identifikovanie a najmä predchádzanie aktivitám súvisiacim s legalizáciou príjmov z trestnej činnosti. Práve súbor týchto aktivít v súčasnosti vnímajú národné a medzinárodné inštitúcie¹¹ ako veľmi problematický.

RIZIKÁ SPOJENÉ S TRHOM KRYPTOAKTÍV

Napriek potenciálu ICO vrátane STO, ako aj predmetných obchodných platforiem, sa s trhom kryptoaktív spájajú viaceré riziká a s nimi súvisiace výzvy pre regulátorov. Európske orgány dohľadu (ďalej len „ESA“) v tejto súvislosti vydali upozornenie¹² určené pre finančných spotrebiteľov, ktoré sa týka rizík spojených s nákupom, resp. držbou virtuálnych mien. Zároveň orgán ESMA zverejnil upozornenie¹³ pre investorov týkajúce sa rizík spojených s ICO a taktiež upozornenie¹⁴ pre osoby zaangažované v tejto činnosti na potrebu dodržiavať príslušné právne predpisy EÚ v prípade, ak by ich aktivity predstavovali regulované činnosti. S kryptoaktívami, resp. s obchodovaním s nimi, sú spojené najmä nasledujúce riziká:

- otázna objektivita cenotvorby a s tým spojená vysoká cenová volatilita, ktorá môže viesť k vytváraniu bubliny a následnej výraznej finančnej straty pre účastníkov obchodov s kryptoaktívami vrátane straty všetkých investovaných finančných prostriedkov,
 - s ohľadom na absenciu špecifickej regulácie, ktorá by explicitne upravovala vzťahy medzi subjektmi, ktoré vlastnia, držia kryptoaktíva, resp. s nimi disponujú a ponúkajú súvisiace služby, a osobami, ktoré o kryptoaktíva majú záujem – vo väčšine prípadov účastníci obchodov s kryptoaktívami nemajú garanciu získania alebo vymožitelnosti dohodnutej odmeny, resp. poskytnutia dohodnutých služieb alebo produktov zo strany osoby, ktorá tieto produkty alebo služby poskytuje,
 - účastníkom obchodov s kryptoaktívami sú často poskytované nedostatočné informácie o obchodovaní s kryptoaktívami, ktoré napríklad neupozorňujú na súvisiace riziká, resp. sú im poskytované informácie, ktoré sú ťažko zrozumiteľné,
 - pre účastníkov obchodov s kryptoaktívami môže byť náročné alebo až nemožné predat', resp. zameniť kúpené kryptoaktíva za iné kryptoaktíva alebo za oficiálne uznané meny,
 - účastníci obchodov s kryptoaktívami sa môžu stať obeťou zavádzajúcich obchodných praktík, podvodu alebo iných nezákonných aktivít,
 - obchody zahŕňajúce kryptoaktíva môžu byť zneužívané na legalizáciu príjmov z trestnej činnosti,
 - hrozí obmedzená alebo úplná nefunkčnosť technológií, ktoré umožňujú vytváranie, evidenciu alebo disponovanie s kryptoaktívami, čo môže spôsobiť účastníkom obchodov s kryptoaktívami finančné straty.
- Správne a komplexné vnímanie rizík spojených s kryptoaktívami je nevyhnutné pre nastavenie efektívnej a proporčnej regulácie, ako sa pokúsime načrtnúť v záverečnej časti tohto článku.

REGULÁCIA KRYPTOAKTÍV

Názory na možnú reguláciu kryptoaktív začali v odbornej sfére na úrovni medzinárodných finančných inštitúcií rezonovať súčasne s ich rozšírením počas minulých rokov. V tejto diskusii je možné identifikovať dva výrazné póly, a to na jednej strane príklon k zákazu kryptoaktív, resp. zákazu niektorých s nimi súvisiacich aktivít, a na druhej strane príklon k ich viac či menej prísnej regulácii. Diskusia na medzinárodnej úrovni sa zintenzívnila najmä v posledných mesiacoch, čoho podnetom boli zverejnené informácie o zámere sociálnej siete Facebook spustiť projekt vlastnej virtuálnej meny Libra. Dovtedy totiž vo všeobecnosti prevládalo presvedčenie, že kryptoaktíva nepredstavujú systémové riziko pre súčasné finančné trhy.

Aj keď na medzinárodnej úrovni zatiaľ nedošlo k dohode na spoločnom prístupe, na národnej úrovni bola vo viacerých krajinách zavedená regulácia. Rôzni národní regulátori volili jeden z nasledujúcich regulačných prístupov:⁶



1. Uplatňovanie existujúcich regulačných rámcov, t. j. ich interpretácia vo vzťahu ku kryptoaktívam a s nimi spojeným aktivitám bez ďalšieho doplnenia týchto rámcov.
2. Úprava existujúcich regulačných rámcov s cieľom pokryť novú podstatu kryptoaktív alebo nové aktivity, ktoré nie je možné pokryť súčasnými rámcami, a tak reagovať na nové riziká, ktoré kryptoaktíva prinášajú.
3. Zavedenie nových osobitných regulácií – vytvorenie nových predpisov osobitne upravujúcich kryptoaktíva a s nimi spojené aktivity.
4. Zavedenie osobitných regulačných režimov – t. j. ustanovenie špeciálneho režimu pre FinTech aktivity a FinTech spoločnosti, ktorých kryptoaktíva a s nimi spojené aktivity sú podmnožinou, a tým vytvorenie špeciálneho režimu mimo štandardnej regulácie finančného trhu.

SÚČASNÝ STAV REGULÁCIE KRYPTOAKTÍV V EÚ

Spoločná regulácia kryptoaktív v EÚ nebola doposiaľ zavedená. Toto tvrdenie platí s výnimkou smernice AMLD5, ktorá predstavuje čiastočné riešenie rizika legalizácie príjmov z trestnej činnosti, a s výnimkou kryptoaktív, ktoré sa podľa národných právnych úprav niektorých členských štátov zahŕňajú pod finančné nástroje. Na túto časť kryptoaktív sa následne musia uplatňovať viaceré regulácie EÚ vzťahujúce sa na finančné nástroje, ako napríklad MiFID II/MiFIR, nariadenie o prospekte, nariadenie o zneužívaní trhu a mnohé ďalšie. Slovenská republika do tejto skupiny členských štátov nepatrí.

V marci 2018 Európska komisia zverejnila svoj *Akčný plán pre finančné technológie*¹⁵ zameraný na možnosti využitia príležitostí, ktoré ponúkajú inovácie v oblasti finančných služieb poskytovaných prostredníctvom technológií. Komisia požiadala v tomto akčnom pláne ESA, aby posúdili vhodnosť súčasného legislatívneho rámca EÚ vo vzťahu ku kryptoaktívam a ICO. Na základe predmetného mandátu orgán ESMA zaslal Komisii technickú pomoc,⁶ v ktorej sa okrem iného zameriava aj na skutočnosť, či tokeny možno považovať za finančné nástroje podľa regulačného rámca MiFID II. V dokumente sa konštatuje, že členské štáty EÚ majú pri posúdení, či kryptoaktíva sú finančnými nástrojmi, povinnosť vychádzať z konkrétnych aspektov transpozície smernice MiFID II do svojho právneho poriadku. Pre úplnosť je potrebné doplniť, že na výzvu Komisie zareagoval aj Európsky orgán pre bankovníctvo (EBA).¹⁶

Zákon o cenných papieroch,¹⁷ do ktorého bola spomínaná smernica v Slovenskej republike transponovaná, neupravuje kryptoaktíva, obchodovanie s nimi a neustanovuje ani ich definíciu. V naznačenom kontexte kryptoaktíva nemožno považovať za finančné nástroje podľa tohto zákona, keďže je potrebné vychádzať z definície cenného papiera v predmetnom zákone. Podľa tejto definície je cenným papierom *peniazmi oceniteľný zápis v zákonom ustanovenej podobe a forme, s ktorým sú spojené práva podľa predmetného*

zákona a práva podľa osobitných zákonov, najmä oprávnenie požadovať určité majetkové plnenie alebo vykonávať určité práva voči zákonom určeným osobám. S ohľadom na skutočnosť, že kryptoaktíva vo svojom všeobecnom a najmä teoretickom vymedzení nespĺňajú vyššie uvedenú definíciu cenného papiera, a to najmä požiadavku zápisu v zákonom ustanovenej podobe a forme (v SR je to zápis v centrálnom depozitári cenných papierov, ktorého činnosť je taktiež predmetom úpravy uvedeného zákona), nemožno ich považovať za cenné papiere. V dôsledku tejto skutočnosti ani aktivity súvisiace s nákupom, predajom, resp. so správou kryptoaktív nemožno považovať za poskytovanie investičných služieb, investičných činností alebo vedľajších služieb podľa zákona o cenných papieroch.

Aj napriek uvedenému tokeny, a najmä tie, ktoré zvyknú byť označované ako *security tokens*, majú z vecného hľadiska viaceré spoločné znaky s cennými papiermi. Ako sme už uviedli, tieto tokeny možno vnímať ako ďalší vývojový krok v dematerializácii aktív, s ktorými sa spájajú *určité práva*, najmä oprávnenie požadovať určité majetkové plnenie alebo vykonávať určité práva voči určeným osobám. Ďalším spoločným znakom je ich skutočná alebo potenciálna *obchodovateľnosť*. Naopak významným znakom, ktorý tokeny od cenných papierov výrazne odlišuje, je spôsob ich evidencie a disponovania s nimi. Kým evidencia cenných papierov je centralizovaná a upravená právnym poriadkom, evidencia tokenov je decentralizovaná použitím aplikačných riešení DLT, a tým má výrazne iný technologický rozmer. Významnou odlišnosťou je aj aspekt vymáhateľnosti plnenia povinností viažucich sa na spomínané aktíva, ktorá je v prípade cenných papierov, vzhľadom na ich úpravu v právnom poriadku, resp. na ich centralizovanú evidenciu, zásadne vyššia ako v prípade kryptoaktív.

MOŽNÁ REGULÁCIA KRYPTOAKTÍV NA SLOVENSKU

Otázka regulácie kryptoaktív je už dlhší čas predmetom úvah v odborných kruhoch, najmä v dôsledku právnej neistoty osôb, ktoré majú zámer podnikat' alebo investovať v tejto oblasti, a rizík identifikovaných zo strany ESA. Okrem toho sa problematika novej regulácie objavuje aj v oficiálnych národných dokumentoch. Vládou schválený Akčný plán digitálnej transformácie Slovenska na roky 2019 – 2022 obsahuje okrem iného úlohu zanalyzovať možnosti využiteľnosti tokenizácie aktív, pričom sa spomína potenciál vytvorenia nového a rastúceho kanálu na prílev finančných prostriedkov do reálnej ekonomiky, ako aj skutočnosť, že tokenizácia je využiteľná aj v iných sektoroch ekonomiky, ako je finančný trh.¹⁸

V nasledujúcom texte sa zameriame na možnosti dizajnu regulácie kryptoaktív na Slovensku, pričom budeme vychádzať zo skúseností iných krajín a z trendov, ktoré sú zreteľné na úrovni EÚ.

Treba uviesť, že ak sme na pokraji procesu prípravy spoločnej EÚ regulácie kryptoaktív, nie je

- 15 Dokument „Akčný plán pre finančné technológie: Za konkurencieschopnejší a inovatívnejší európsky finančný sektor“ (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/DOC/?uri=CELEX:52018DC0109&from=EN>).
- 16 Dokument „EBA Report with Advice to the European Commission on cryptoassets“ (<https://eba.europa.eu/-/eba-reports-on-crypto-assets>).
- 17 Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov.
- 18 Akčný plán digitálnej transformácie Slovenska na roky 2019 – 2022, Akčný plán transformácie Slovenska na úspešnú digitálnu krajinu a rozvoja jednotného digitálneho trhu, <https://rokovania.gov.sk/download.dat?id=A273B855582144D3975A-821B4F4ED0C5-C9B9535A0CC-037C28C98D0539B45125F>, str. 46.

E

A

I

B



zmysluplné vytvárať osobitný regulačný rámec na Slovensku. Na druhej strane je zmysluplné zaoberať sa otázkou regulácie kryptoaktív z dvoch dôvodov – po prvé, Slovenská republika ako člen EÚ by mala aktívne prispieť k tvorbe regulácie na úrovni EÚ a po druhé, je pravdepodobné očakávať, že budúca regulácia EÚ, podobne ako v oblasti cenných papierov, bude ponechávať na členské štáty, aby sa na národnej úrovni vysporiadali s otázkami zasadenia kryptoaktív do civilného práva.

Tie krajiny, ktoré zaviedli národnú reguláciu kryptoaktív, zvolili jeden z vyššie uvedených regulačných prístupov. Ešte predtým sa však museli vysporiadať so základnými problémami, ako je definovanie kryptoaktív, ich terminológia, ich taxonómia a v neposlednom rade úprava ich vlastníctva. Kým definície a taxonómiu je možné očakávať práve na úrovni EÚ, úprava vlastníctva a zasadenie do civilného práva sú oblasti, ktoré bude nevyhnutné vytvoriť na národnej úrovni, a práve tieto by mohli byť predmetom uvedenej úlohy z akčného plánu. Práve riešenie súkromnoprávných aspektov a zabezpečenie vymožitelnosti práv súvisiacich s kryptoaktívami sú základom akejkoľvek ďalšej regulácie.

Ďalším kritickým rozhodnutím v regulácii kryptoaktív je ich taxonómia, resp. diferencovanie. Väčšina krajín sa rozhodla deliť kryptoaktíva na tri kategórie uvedené v úvode tohto článku (payment, utility, investment) a prípadne dodatkovú kategóriu – hybridné. Obdobný prístup je logický a mal by sa presadzovať aj na úrovni EÚ, resp. Slovenska. V tomto ohľade sme zároveň presvedčení, že s investičnými tokenmi by sa malo po regulačnej stránke, minimálne v oblasti ochrany investorov a pravidiel činnosti (*conduct of business*), zaobchádzať rovnako ako s cennými papiermi. To si bude vyžadovať nielen úpravu definície cenného papiera v slovenskom právnom poriadku, ale aj ďalších inštitútov, ako je vydávanie cenných papierov, ich evidencia, prevádzanie alebo úschova. Napriek tomu však ide o konzistentnejší prístup k tvorbe regulácie, keďže vytvorenie samostatného právneho rámca pre investičné tokeny by vytváralo riziko regulačnej arbitráže voči regulácii cenných papierov.

Pokiaľ ide o voľbu regulačného prístupu medzi prístupom založeným na entite a prístupom založeným na aktivite, väčšina krajín, ktoré zaviedli národnú reguláciu kryptoaktív, sa rozhodla pre regulovanie aktivít, pričom takmer všetky sa zamerali na primárnom a sekundárnom trhu. Táto voľba dáva zmysel najmä z pohľadu ochrany investorov, keďže tieto dve oblasti predstavujú kritický stret dopytu a ponuky, na rozdiel od podporných aktivít, ako je úschova (peňaženky) alebo ťažba (mining). Aj v tejto oblasti dáva regulácia cenných papierov dobrý základ pre budúcu reguláciu investičných tokenov, bude však potrebné zväziť niektoré parciálne otázky. Napríklad, pre verejnú ponuku cenných papierov s celkovým objemom pod 1 milión eur existuje výnimka z povinnosti zostaviť a zverejniť prospekt. Keďže investičné tokeny výrazne šetrí náklady na vy-

dávanie, je možné sa domnievať, že bude ekonomicky zmysluplné realizovať ICO aj pod týmto limitom. Preto by sa mala zväziť osobitná regulácia transparentnosti (disclosure) pre takéto ICO nad rámec dnešnej prospektovej regulácie.

Ďalšou kľúčovou otázkou pri regulácii investičných tokenov je regulácia osôb, ktoré na trhu pôsobia ako sprostredkovatelia, či už ide o rôznych brokerov, poradcov alebo osoby, ktoré vykonávajú správu/riadenie portfólia kryptoaktív. Aj tu regulácia cenných papierov vyzerať ako použiteľný model, ktorý by zabezpečil pokrytie rizika informačnej asymetrie prostredníctvom základných inštitútov, ako je napríklad princíp odbornej starostlivosti, a zamedzil by regulačnej arbitráži medzi účastníkmi tradičného trhu cenných papierov a účastníkmi trhu s kryptoaktívami. To isté platí aj pre sekundárne trhy, dnes populárne označované ako „kryptoburzy“, kde pravidlá pre transparentnosť obchodovania môžu zabezpečiť efektívnu cenotvorbu a znížiť riziko tvorby cenových bublín.

To, čo kryptoaktíva, resp. investičné tokeny, odlišuje od tradičných cenných papierov, je spôsob ich evidencie, ktorý je decentralizovaný. V tomto ohľade sa bude potrebné na úrovni EÚ vyrovnáť nielen s aplikáciou nariadenia CSDR, ale najmä s technologickým rizikom, ktoré DLT prináša. Zväziť by sa mohol napríklad osobitný technologický audit pred vydaním tokenov. Inšpiráciu môže byť právna úprava Malty, kde na tento účel boli nielen doplnené požiadavky na osoby vydávajúce tokeny, ale bol zriadený aj osobitný orgán dohľadu – Malta Digital Innovation Authority – ktorý reguluje a dohliada na technologickú stránku kryptoaktív. Ak by v slovenských podmienkach bola prijatá regulácia zameriavajúca sa aj na technologickú stránku, bola by to pre Národnú banku Slovenska kvalitatívne úplne nová úloha, na ktorú by musela nadobudnúť nové odborné a personálne kapacity. Alternatívne sa dá uvažovať o prenechaní tejto úlohy inému existujúcemu alebo novovytvorenému verejnemu orgánu.

ZÁVER

Napriek tomu, že kryptoaktíva sú v súčasnosti bežnou súčasťou reálneho sveta, nepodliehajú žiadnemu globálnemu regulačnému štandardu, dokonca ani základná terminológia v tejto oblasti zatiaľ nie je ustálená. S trhom kryptoaktív sú spojené činnosti a riziká, z ktorých viaceré sú obdobné tým, ktoré poznáme z finančného trhu, resp. z trhu cenných papierov. Trh kryptoaktív však zo svojej povahy prináša aj nové riziká. Domnievame sa, že primárne z dôvodu ochrany finančných spotrebiteľov je zavedenie regulácie kryptoaktív, najmä ich podskupiny investičných tokenov na mieste, pričom dizajn tejto regulácie by mal byť založený na súčasnej regulácii cenných papierov. V súvislosti s tým treba dodať, že prijatie národnej regulácie v tejto oblasti je vzhľadom na globálnu povahu internetu nedostatočné a cesta k reálnej ochrane finančných spotrebiteľov vedie len cez dosiahnutie globálneho štandardu.