

15. MAREC 2018



ODZIV NA POSVETOVALNI  
DOKUMENT V ZVEZI Z UREJANJEM  
PODROČJA ZBIRANJA SREDSTEV Z  
UPORABO TEHNOLOGIJE  
PODATKOVNIH BLOKOV (ICO)

## OBSEG

V okviru tega dokumenta je podan odziv na Posvetovalni dokument v zvezi z urejanjem področja zbiranja sredstev z uporabo tehnologije podatkovnih blokov (ICO), izdanim s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP) v januarju 2018. V okviru platforme ICONOMI spoštujemo aktivnosti ATVP pri raziskovanju predmetnega področja in pri vzpostavljanju regulatornega okvira.

## ODGOVORI NA VPRAŠANJA

Številčenje odgovorov je skladno s številčenjem v okviru Posvetovalnega dokumenta.

### 5.1. Uvodna vprašanja

1. Ali menite, da se v primeru ICO, katerih predmet je žeton, ki ni finančni instrument, ohrani obstoječe stanje (»status quo«)?

Ne. V okviru regulacije je potrebno zajeti vse v teoriji definirane vrste žetonov in jih regulirati glede na njihovo naravo. Posledično bi morali biti regulirani tudi žetoni, ki niso finančni inštrumenti. Regulacija v tem primeru ne bi smela biti pretirano rigidna in preveč podrobna, temveč bi se od izdajateljev zahtevala le osnovna skrbnost pri pripravi dokumentacije v zvezi z izvedenim ICO, kot npr. zahteve v zvezi z nujnimi vsebinami whitepaper-ja, zahteve v zvezi z inkorporacijo izdajatelja itd. Pri tem pa mora regulator paziti tudi na to, da s prenormiranostjo ne zavre inovacij na področju tehnologije podatkovnih blokov (blockchain).

2. Ali v primeru, ko je odgovor na zgornje vprašaje pritrdilen, menite, da je primerno, da se vzpostavijo neobvezujoča pravila dobre prakse (samoregulacija)?

Samoregulacija je pomemben del ureditve predmetnega področja, pri čemer pa le-ta praviloma ni v domeni regulatorja. Na tem področju se že odraža samoregulacija, del le-te so tudi določena podjetja, ki izdajateljem ponujajo podporo skozi postopek ICO-ja. Navadno so takšna podjetja prvo sito za tiste projekte, ki nimajo prave substance. V zvezi z izdajatelji žetonov, ki niso finančni inštrumenti in predmetnimi žetoni, bi bilo potrebno pripraviti ustrezen ureditev, ki bi pomenila minimum zahtev, ki jih mora izdajatelj takšnega žetona izpolniti, predvsem z vidika minimalne vsebine whitepaper-ja.

3. Ali bi morali za žetone, ki danes nimajo narave finančnega instrumenta, oblikovati novo pravno ureditev?

Da. Posebna pravna ureditev bi morala biti ustrezno fleksibilna in zadostno robustna, da bi po eni strani lahko vzpostavila minimum, ki

ga mora izpolniti vsak izdajatelj takšnega žetona, hkrati pa bi omogočila zadostno fleksibilnost, da ne bi zavirala razvoja na predmetnem področju. V tujini se že pojavlja predmetna zakonodaja ali njeni predlogi, kjer gre do zakonodajalci oz. predlagatelji zakonov v smer ureditve na nivoju načel in minimalnih zahtev, s čimer se izognejo prenормiranosti področja. Pomembno je, da si regulator dopusti možnost presoje posameznega projekta (case-by-case) in da ima regulator možnost izvajanja t.i. sandbox pristopa<sup>1</sup>, ki omogoča, da projekti, ki sicer ne spadajo v okvir kakršnekoli zakonodaje ali ne spadajo v celoti v okvir obstoječe zakonodaje, niso a priori prepovedani, temveč jih regulator spremlja in tesno sodeluje z izvajalcem projekta ter v času izvajanja sandbox-a spozna ustrezen način regulacije posameznega projekta ali celotnega področja, na katerega spada posamezni projekt, ali pa celo presodi, da posameznega projekta ali področja ni potrebno regulirati s posebno zakonodajo.

## 5.2. Vprašanja v zvezi z vsebino žetonov in izdajateljem

4. Ali bi morale biti pravice oziroma koristi, ki jih inkorporirajo žetoni, predmet urejanja oziroma omejevanja? Ali naj nova pravna ureditev omeji vsebino pravic, ki jih žeton lahko vsebuje? Katere pravice so take narave, da bi zahtevale posebno ureditev (npr. pravice glasovanja, pravice do dobička, dostop do storitev, ipd.)?

Na načelni ravni bi morale biti pravice urejene, zato da se po definiciji lahko ločijo od pravic ali koristi, ki so vezane na vrednostne papirje ali druge instrumente, ki so ločeni od žetonov.

Predmet ureditve bi morale biti vse pravice, ki so po svoji naravi podobne pravicam korporacijske zakonodaje (pravica do glasovanja, pravica do dobička, pravica do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe), ki pa se v primeru, da posamezni žeton ni opredeljen kot finančni instrument (oz. natančneje, kot vrednostni papir), za tovrstne žetone ne uporabljajo neposredno.

Regulator mora v tem aspektu predvideti tudi obstoj ti. hibridnih žetonov, ki vsebujejo tako pravice korporacijske zakonodaje kot uporabnost (ti. hybrid security-utility tokens).

5. Ali naj bodo žetoni, ki vsebujejo pravice, ki jih navadno podeljujejo lastniški ali dolžniški vrednostni papirji, obravnavani v skladu s pravili, ki veljajo za take vrednostne papirje, ali na drug način?

Predlagamo drugačno obravnavo. Prenos, pravice in koristi, ki so lahko vezane na žetone, se zaradi tehnologije veriženja blokov močno razlikujejo od vrednostnih papirjev. Iz tega razloga morajo biti razvita nova pravila, ki bodo upoštevala hitrejši prenos žetonov, prenos, ki za to ne potrebuje vpletenosti katerega koli posrednika, prenos žetonov na anonimne oz. neidentificirane digitalne denarnice in podobno.

<sup>1</sup> ki ga omenja tudi sporočilo Evropske Komisije z dne 8.3.2018: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-1403\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-1403_en.htm)

Obravnavna žetonov mora tako v prvi vrsti upoštevati tehnološki vidik veriženja blokov.

6. Ali je primerno dovoljene pravne oblike izdajatelja omejiti le na tiste družbene tvorbe, katerim obstoječa zakonodaja dovoljuje, da so nosilci pravic in obveznosti (pravne osebe, skladi), ali naj naj nova pravna ureditev status izdajatelja pripozna tudi novim družbenim tvorbam? Katerim?

Da. Zbiranje sredstev in zatem pričetek ali nadaljevanje razvoja projekta ali zagonskega podjetja mora biti tako ali drugače vezano na eno izmed obstoječih pravnih oblik, da ne pride do neupravičene porabe zbranih sredstev. Oblika, ki bi bolje odražala potrebe tehnologije, bi lahko bila modificirana oblika delniške družbe, ki bi upoštevala lastnosti, našete v prejšnjem odgovoru (hitrejši prenos žetonov, prenos brez posrednikov itd.).

7. Ali naj nova pravna ureditev omogoča naknadno (po izdaji) spremembo pravic, ki jih žeton vsebuje? Pod kakšnimi pogoji in na kakšen način naj bo to dovoljeno? Kako naj se v takem primeru zagotovi varstvo vlagateljev, kakšne pravice naj imajo?

Naknadno spremembo pravic, ki ji žeton vsebuje, naj vsaj približno nakaže že sam whitepaper. V primeru, da whitepaper ne vsebuje določb o spremembi pravic, ki jih vsebuje žeton, naj whitepaper vzpostavi postopek (kar je ob domnevi, da večina danes izdanih žetonov temelji na ERC.20 standardu Ethereum verige podatkovnih blokov, tehnično razmeroma nezahteven podvig), zahtevano večino in morebitno pogostost dovoljenega glasovanja o spremembi pravic, same pravice, ki jih je možno spremeniti (oz. pravice, ki jih ne glede na večino imetnikov ni mogoče spremeniti), morebiti možnost dodajanja novih pravic imetnikom žetonov ter s tem dodajanje t.i. funkcionalnosti žetonom. V najmanjši meri naj whitepaper opredeli, ali in s kakšno večino je mogoče spreminjati pravice, ki jih vsebuje žeton.

8. Ali naj nova pravila dovoljujejo spremembo tehnične platforme, v okviru katere je žeton izdan? Pod kakšnimi pogoji naj bo sprememba dovoljena?

Sprememba tehnične platforme je lahko dokaj zahtevno tehnično vprašanje, ki bi ga kakršnakoli pravila težko ustrezno uredila. Zato predlagamo, da pravila kvečjemu določijo večino imetnikov žetonov, ki je potrebna za spremembo tehnične platforme, v okviru katere je žeton izdan.

9. Kako določiti jurisdikcijo nad izdajatelji, ki niso organizirani kot pravne osebe?

Nad izdajatelji, ki niso pravne osebe, naj se jurisdikcija določi glede državljanstvo enega ali več (so)ustanoviteljev, ki jih spletne strani, vzpostavljene za namen ICO, običajno označujejo bodisi kot "(Co-)Founder" ali "CEO". V primeru, da tudi to ni mogoče, naj ima

jurisdikcijo nad izdajateljem regulator vsake od držav, državljanom katerih izdajatelj prodaja žetone.

10. Ali naj nova zakonodaja vsebuje zahtevo, da mora izdajatelj, ki žetone ponuja javnosti v Republiki Sloveniji, imeti sedež v Republiki Sloveniji?

Ne. Vsak poskus takšne ureditve bi bodisi zavrl inovativnost industrije (zlasti če bi to pot ubralo veliko število držav, na podlagi česar bi se vsak ICO izvajal samo v posamezni državi) bodisi vodil k iskanju obvodov, katerih rezultat bo manjša varnost vlagateljev. Morebitna drobitev posameznega ICO na več vsebinsko enakih ICO zaradi tovrstne omejitve bi tudi povzročila zmedo na trgu, še posebej v primeru, da se za vsak tak "nacionalni" ICO izda poseben žeton in se pozneje funkcionalnosti žetona spremenijo za enega, ne pa za vse žetone iz take skupine ICO.

11. Ali naj nova zakonodaja vsebuje zahtevo, da mora izdajatelj, ki ponuja žetone, v okviru prve ponudbe javnosti (pomeni v skladu z veljavnim ZTFI), pri ponujanju javnosti v Republiki Sloveniji, imeti sedež v Republiki Sloveniji?

Ne. Glede na to, da ZTFI pojma "izdajatelj" ne omejuje na izdajatelje s sedežem v Republiki Sloveniji, menimo, da tovrstna omejitev ne bi smela veljati niti v primeru morebitne ponudbe žetonov po ZTFI.

12. Ali naj nova zakonodaja vsebuje zahtevo, da pravice in obveznosti, ki izhajajo iz imetništva žetona, izdanega v Republiki Sloveniji, lahko ureja le slovensko pravo?

Ne. Glede na globalno naravo ICO in dejstvo, da kupci žetonov v ICO pogosto prihajajo iz številnih držav sveta, je izbira veljavnega prava za žeton lahko način zagotavljanja večje pravne varnosti imetnikom žetona, zlasti če je izbrano veljavno pravo in pristojnost sodišč ene od držav, ki na lestvicah pravne varnosti kotirajo (precej) višje kot Slovenija.

13. Ali lahko izdajatelj prosto določi pravo, ki naj se uporabi za obveznost iz žetona in pristojno sodišče? Ali naj se v primeru molka izdajatelja uporabijo splošna pravila Zakona o mednarodnem zasebnem pravu in postopku oziroma ustrezne uredbe EU?

Da in da. V skladu z odgovorom na prejšnjo točko naj ima izdajatelj možnost določiti pravo, ki naj se uporabi za obveznost iz žetona in pristojno sodišče. V primeru molka pa naj se uporabljajo pravila mednarodnega zasebnega prava.

14. Ali naj osebe, ki vodijo ICO ali izdajatelja, v ICO sodelujejo s svojim denarnim vložkom?

Ne. S ciljem zagotavljanja transparentnosti lahko sicer whitepaper razkrije vloške vodstvene ekipe v ICO, vendar pa naj ta podatek ne bo

obvezna sestavina whitepaper-ja, saj je vložek vodstvene ekipe velikokrat veliko več kot le denarni vložek v ICO; ICO praviloma sledi razvoju ideje, poslovnega modela ali celo prototipa izdelka, storitve ali platforme, za dokončen razvoj katerih je namenjen ICO.

15. Ali naj zakonodaja zahteva zavarovanje odgovornosti odgovornih oseb ICO?

Ne. V fazi ICO bi bilo zavarovanje odgovornosti odgovornih oseb lahko prevelik strošek za vodstveno ekipo, kar ima lahko negativen vpliv na inovativnost. Podpiramo pa predlog, da mora whitepaper razkriti vse člane vodstvene ekipe, kot je to postala dobra praksa pri razlikovanju ICO, ki temeljijo na dejanskih ekipah in idejah, od prevar.

16. Katere izmed naštetih zahtev se vam zdijo primerne za zakonodajno ureditev: zahteve glede oblikovanja pravil in postopkov za zagotovitev poštene vrednosti žetonov, preprečevanja, upravljanja in razkrivanje nasprotij interesov, oseb, ki so odgovorne za izdajo, vzpostavitev postopkov za obravnavanje pritožb vlagateljev in zagotavljanje, da je informacijski sistem, ki se uporablja v okviru ICO, robusten in varen? Zakaj? Ali so vam znane še katere druge zahteve, ki bi bile primerne za zakonodajno ureditev?

Kljub temu, da menimo, da so vse od naštetih tem pomembne in zahtevajo veliko pozornosti, opozarjamo, da mora vsak poskus zakonodajnega urejanja navedenih področij tehtati med pravno varnostjo kupcev žetonov in zaviranjem inovativnosti, saj lahko prenormiranost zakonodaje negativno vpliva na razvoj te relativno mlade oz. novonastale industrije.

Med področji, ki niso navedena v vprašanju in za katero menimo, da bi ga bilo potrebno vsaj minimalno urediti, je področje hrambe žetonov, katerega ureditev lahko do določene mere sledi ureditvi storitev hrambe oz. skrbništva v finančni industriji, z upoštevanjem specifik žetonov, predvsem te, da so nekateri izdajatelji žetonov ali ponudniki storitev v zvezi z žetoni (npr. platforme ali t.i. borze) razvili tehnične rešitve hrambe žetonov, ki po kakovosti storitve daleč presegajo ne samo zasebno hrambo žetonov s strani njihovih imetnikov, temveč tudi znanje, ki ga imajo na tem področju ponudniki storitev hrambe oz. skrbništva finančnih instrumentov.

### 5.3. Vprašanja v zvezi s ponudbo žetonov javnosti

17. Ali naj nova pravna ureditev zahteva izdelavo ponudbenega dokumenta, ki ga prejme vsak potencialni vlagatelj in ki ga izdajatelj po potrebi posodablja?

Da. Zakonodaja bi lahko uredila predhodno objavo dokumenta, ki bi vseboval vse potrebne informacije o projektu. Večina izdajateljev žetonov v veliki meri vse pomembne informacije objavi že zdaj (v obliki t.i. "whitepaper-ja"). Zakonodaja bi lahko določila glavne elemente in načela pri objavi tovrstnega dokumenta, pri čemer naj zakonodaja ne sledi slepo Direktivi 2003/71/ES (t.i. prospektni direktivi), temveč naj

ob upoštevanju specifike žetonov upošteva dejstvo, da gre pri izdajateljih žetonov v veliki večini primerov za osebe brez znanja in izkušenj s področja finančnih instrumentov ter tudi brez ustreznih finančnih virov, ki bi omogočali izdelavo prospekta po vzoru finančnih instrumentov.

Predlagamo, naj ponudbeni dokument vsebuje najmanj sledeče elemente:

- datum,
- povzetek, ki naj na kratko in v razumljivem (netehničnem) jeziku ponudbi glavne informacije v zvezi z ICO. Povzetek naj vsebuje:
  - opozorilo, da ga je potrebno brati skupaj s preostalo vsebino ponudbenega dokumenta,
  - da je za investicijo v žeton potreben pregled celotnega ponudbenega dokumenta,
  - da ponudba žetonov ne pomeni ponudbe finančnih instrumentov,
- osebe, ki so sestavile ponudbeni dokument ter izjave teh oseb, da so po njihovem najboljšem vedenju informacije v ponudbenem dokumentu resnične ter da ponudbeni dokument vsebuje vse informacije, potrebne za njegovo presojo,
- osnovne informacije o projektu:
  - razlog za ICO,
  - podroben tehnični opis protokola, platforma ali aplikacije ter s tem povezane koristi za imetnike/uporabnike,
  - podroben opis vzdržnosti in razširljivost (skalabilnost) predlaganega projekta,
  - izzive in tveganja ter ukrepe za obvladovanje in zmanjševanje tveganj,
  - podroben opis funkcionalnosti žetona, ki se ponuja,
  - podroben opis izdajatelja, razvojne ekipe, svetovalcev ter ostalih ponudnikov storitev, ki so vključeni v projekt,
  - opis ali naslov denarnice (wallet) za vplačila s strani vlagateljev,
  - podroben opis varnostnih ukrepov zoper kibernetiska tveganja,
  - časovnico ICO in spremljajočih aktivnosti (izdaja žetonov, morebitna uvrstitev na trgovalne platforme),
  - podroben opis mejnikov in financiranja projekta,
  - podroben opis ciljne skupine vlagateljev,
  - menjalno razmerje žetona (v razmerju do izbrane fiat ali virtualne valute),
  - opis protokola, na katerem temelji žeton, ter povezljivosti protokola z drugimi protokoli,
  - opis porabe sredstev, zbranih v ICO,
  - pričakovana višina zbranih sredstev in namen izdaje žetonov,
  - skupno število izdanih žetonov in pravice, ki jih nosijo žetoni,
  - informacija ali bo število izdanih žetonov omejeno ali ne,
  - porazdelitev žetonov,
  - potrebna večina v primeru glasovanja imetnikov žetonov,

- provizije za rudarjenje, transakcije ter druge provizije,
- v primeru, da gre za novi protokol – ocenjena hitrost transakcij,
- morebitni davki (npr. DDV),
- minimalni in maksimalni znesek izdaje,
- obdobje za vplačila,
- osebe, ki zagotavljajo uspešnost izdaje žetonov (v kolikor obstajajo) – ekvivalent ti. “underwriters”,
- omejitev prostega razpolaganja z žetoni,
- metode vplačil,
- navedba, da bodo v primeru, da do konca obdobja vplačil minimalni znesek ni dosežen, vplačnikom vrnjena vsa vplačana sredstva,
- postopek uveljavljanja predkupnih pravic (v kolikor obstajajo),
- opis pametnih pogodb (v kolikor obstajajo),
- bonusi za zgodnje vlagatelje (npr. popusti),
- obdobje, v katerem je v skladu s pametno pogodbo mogoč prostovoljni umik vplačila,
- opis postopkov v zvezi s preprečevanjem pranja denarja (ti. AML in KYC postopki),
- opis pravic intelektualne lastnine (v kolikor obstaja),
- način in časovnica izdaje žetonov in prenosa žetonov denarnice vlagateljev,
- osnovne informacije o izdajatelju (odvisno od tega, ali je izdajatelj fizična oseba, skupina fizičnih oseb ali pravna oseba)
  - ime,
  - sedež in matična številka,
  - datum ustanovitve,
  - namen ustanovitve,
  - povezane osebe izdajatelja,
  - poslovodstvo in največji lastniki,
- informacije o poglavitnih dejavnostih izdajatelja,
- informacije o poslovodstvu (npr. imena, funkcije, lahko tudi prejemki),
- informacije o stroških ICO,
- finančni podatki o izdajatelju (v kolikor obstajajo),
- časovna veljavnost ponudbenega dokumenta.

V primeru spremembe katerekoli informacije iz ponudbenega dokumenta, ki bi utegnila vplivati na odločitev vlagateljev o sodelovanju v ICO, mora izdajatelj na enak način kot sam ponudbeni dokument objaviti tudi spremembe informacij iz ponudbenega dokumenta.

Poleg izdelave in objave ponudbenega dokumenta naj izdajatelj na svoji spletni strani ali posebni spletni strani, posvečeni ICO, objavi zgoraj navedene osnovne informacije o izdajatelju.

18. Ali naj nova pravna ureditev zahteva identifikacijo organizatorjev ICO tako, da so v ponudbenem dokumentu navedeni posamezniki ali pravne osebe, ki so odgovorne za ponudbo in informacije o ključnih



članih, vključenih v projekt, ter njihovih vlogah (ustanovitelj, razvijalec, svetovalec itd.)?

Da. Navedba vodilnih kadrov pri projektu bi bila lahko del pomembnih informacij, ki bi morale biti objavljene v okviru dokumenta, ki je omenjen v prejšnjem odgovoru.

19. Ali naj nova pravna ureditev zahteva opredelitev tipa vlagatelja, za katerega je glede na tveganost žeton primeren?

Zaradi tveganosti večine projektov bi zakonodaja namesto opredelitve tipa vlagatelja, za katerega je glede na tveganost žeton primeren, lahko določila absolutni maksimalni vložek za vsakega posameznika oz. bi ta moral biti določen s strani projekta ali na kakšen drug način (glede na premoženje posameznika, letne dohodke ipd.).

20. Ali naj nova pravna ureditev zahteva, da ponudbeni dokument vsebuje informacije o projektu in njegovem razvoju, pri čemer naj informacije zajamejo vsaj: opis projekta, ki se financira ter njegov splošno poslovni ali gospodarski namen, časovnico projekta, ciljne višine zbranih sredstev (minimum in maksimum), navedba ali se bo ICO v prihodnosti razvijal in opis postopkov, če je ponudba prenizka ali presežena? Ali naj bodo v primeru sprememb projekta informacije ustrezno posodobljene?

Da. Zakonodaja bi morala predvsem urediti informacije, ki bi v vsakem primeru morale biti objavljene (opis projekta, vodilnih oseb, ciljne višine zbranih sredstev, opis razvoja). Hkrati bi lahko zakonodajalec ali regulator izdal določene smernice in načela, ki bi bila priporočena vsem izdajateljem žetonov, ter na katere bi bili potencialni vlagatelji opozorjeni. V primeru spremembe projekta naj bodo informacije ustrezno posodobljene, vsaj na spletni strani izdajatelja oz. ICO, če je le mogoče, pa tudi v dodatku k whitepaper-ju.

21. Ali naj nova pravna ureditev zahteva, da izdajatelj razkrije število žetonov, ki bodo naprodaj v času ICO, skupno število žetonov, ki bodo izdani, podatek o tem, kaj se zgodi z žetoni, ki so izdani a ne prodani v okviru ICO, podatek o tem, kolikšen del žetonov bo pripadel osebam, ki opravljajo storitve za izdajatelja, ali bodo te osebe žetone lahko takoj prodale ali pa bodo žetoni določeno obdobje zaklenjeni?

Da. Enako kot pri prejšnjem odgovoru je tu potreben razmislek in raziskava o tem, ali je tovrstne informacije bolj smiselno vključiti v obvezne informacije, ki bi jih moral vsak izdajatelj žetonov objaviti ali bi nekatere morale biti le del priporočenih smernic.

Pri informacijah o tem, kolikšen del žetonov bo pripadel osebam, ki opravljajo storitve za izdajatelje je potrebno upoštevati tudi varnostne elemente razkritja takšnih informacij. Vpletene osebe so lahko zaradi razkritja teh informacij tarča različnih napadalcev. Pri tem zato predlagamo, da bi se izdajateljem priporočilo le objavo informacije o tem ali osebe, ki opravljajo storitve za izdajatelja dobijo žetone in v kolikor bodo ti zaklenjeni, koliko časa.

22. Ali naj nova pravna ureditev zahteva, da izdajatelj razkrije, kako se bodo zbrana sredstva uporabila, kdo bo imel koristi od morebitnih dobičkov in v kolikšnem obsegu, če bo projekt uspel, in kdo bo nosil izgubo in kakšen delež, če projekt ne uspe?

Da. Glejte tudi naš odgovor na vprašanje št. 20.

23. Ali naj nova pravna ureditev zahteva, da izdajatelj določno opredeli, kaj vlagatelji prejmejo v zameno za nakup žetona, s podrobnostmi o tveganjih in prejemkih, lastnostih prejetih pravic, morebitno različno obravnavo vlagateljev?

Da. Glejte tudi naš odgovor na vprašanje št. 20.

24. Ali naj nova pravna ureditev zahteva, da izdajatelj razkrije svojo organizacijsko strukturo, predvsem v povezavi s človeškimi in tehničnimi viri?

Ne. Menimo, da je dovolj, da izdajatelj obvezno razkrije vodstveno ekipo, organizacijsko strukturo, ostale člane ekipe in svetovalce pri projektu oz. ICO pa naj izdajatelj razkrije (ali pa ne) na lastno pobudo. Obvezno razkritje organizacijske strukture ter ostalih članov ekipe bi lahko vodilo v prepogosto spreminjanje strukture, saj se ekipe v fazi ICO neprestano dopolnjujejo, sprotno razkrivanje preveč podrobnih podatkov pa bi lahko pri zainteresirani javnosti ustvarilo zmedo.

25. Ali naj nova pravna ureditev zahteva razkritje postopka vrednotenja žetonov, njihovo pričakovano likvidnost, obstoj sekundarnega trga in možnost ter pogoje odkupa žetonov s strani izdajatelja?

Da. Glejte tudi naš odgovor na vprašanje št. 20.

26. Ali naj nova pravna ureditev zahteva razkritje postopkov ekonomske in računovodske obravnave zbranih sredstev?

Da. Glejte tudi naš odgovor na vprašanje št. 20.

27. Ali naj nova pravna ureditev določi jezik, v katerem naj bo ponudbeni dokument izdan?

Množično financiranje oz. prodaja žetonov v zameno za kriptovalute omogoča izvedbo vseh aktivnosti, ki vodijo do financiranja, na samem spletu. S tega vidika je tako pomen določanja jezika, v katerem naj bo ponudbeni dokument izdan v določeni meri brez pomena. Menimo, da bi bilo dovolj, če zakonodajalec ali regulator v smernicah svetujeta, da je ponudbeni dokument vsaj v angleškem in slovenskem jeziku.

28. Ali bi bilo v povezavi s posamezno izdajo žetonov primerno določiti obveznost imenovanja osebe, ki bi vzdrževala trg z žetoni?

Ne. Vzdrževanje trga z žetoni bi pomenilo veliko finančno breme bodisi za izdajatelja bodisi za osebo, ki bi jo za to pooblastil izdajatelj. Poleg tega bi vzdrževanje trga zahtevalo določeno količino žetonov, ki bi bila na voljo vzdrževalcu trga, kar je nekoliko v nasprotju s prakso razdelitve žetonov, ki se je uveljavila na trgu ICO. Nenazadnje vzdrževanje trga domneva obstoj trga z žetoni, ki ne obstaja nujno, saj nekatere "borze" od izdajateljev zahtevajo izjemno visoke pristojbine za uvrstitev žetona v trgovanje; lahko pa je žeton uvrščen v trgovanje na več "borz", kar bi za vzdrževalca trga pomeni še dodatno logistično in finančno breme.

29. Ali bi bilo smiselno določiti pravila, ki urejajo izplačilo dobičkov imetnikom žetonov?

Ne. Žetoni, ki svojim uporabnikom zagotavljajo izplačilo dobičkov, so šele v zgodnjih fazah razvoja (zlasti t.i. asset-backed tokens), zato bi urejanje izplačila dobičkov imetnikom žetonov lahko imelo negativni učinek na inovativnost.

30. Ali bi morala biti določena zgornja meja zbranih sredstev za posamičen ICO?

Ne, vendar pa bi lahko regulator razmislil o objavi generalnih opozoril ali napotkov glede investiranja v ICO, med katerimi bi bilo po našem predlogu smiselno opozorilo, da velikost ICO ne pomeni nujno tudi uspeha projekta.

31. Ali bi morali biti (potencialni) vlagatelji v realnem času seznanjeni z višino zbranih sredstev?

Za nekoliko bolj večše uporabnike blockchain tehnologije ta možnost že obstaja, zlasti v primeru ICO, ki temeljijo na Ethereum blockchainu, saj lahko kdorkoli na spletu (npr. na etherscan.io) spremlja vsa vplačila na ICO naslov (denarnico) ter tudi izplačila iz te denarnice, kar lahko da vlagateljem občutek o hitrosti in višini zbranih sredstev. Sicer pa izdajatelji običajno na družbenih omrežjih in drugih kanalih (zlasti popularne so postale skupine v aplikaciji za sporočanje Telegram), kdaj je projekt dosegel minimalni (ti. soft cap) in maksimalni (ti. hard cap) znesek zbranih sredstev, zato menimo, da te dobre prakse ni potrebno nadgraditi z obveznostjo seznanjanja z višino zbranih sredstev v realnem času.

32. Katere ukrepe za preprečevanje pranja denarja in financiranja terorizma, poleg že obstoječih, bi bilo treba še uvesti?

Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma bi moral izrecno določiti, da med zavezance po zakonu spada vsak organizator ICO, naj si bo pravna ali fizična oseba ali združenje oseb. Zakon trenutno že omenja virtualne valute, vendar je v predvsem pri

izrazih, kot so “dejavnost”, “izdajanje” in “upravljanje”, nekoliko nejasen in dopušča različne interpretacije, ali mora vsak organizator ICO upoštevati določbe Zakona o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (ZPPDFT–1).

Identifikacija strank (angl. know your customer, ali skrajšano KYC) je sicer postala redni sestavni del velike večine ICO, zato ne vidimo ovir za zakonsko obveznost identifikacije strank in upoštevanja določb ZPPDFT–1 za vse organizatorje ICO.

33. Kako obsežen skrbni pregled bi morali imeti izdajatelji žetonov pri izbiri svojih pogodbenih partnerjev, še posebej platform, preko katerih je mogoča zamenjava fiat valute za digitalna sredstva? Ali menite, da bi bil proces ustreznejši, če bi v njem sodelovala oseba, ki je pooblaščen ponudnik investicijskih storitev?

Izdajatelji žetonov morajo pri izbiri pogodbenih partnerjev ravnati s skrbnostjo dobrega gospodarstvenika ter izvesti vse poizvedbe, ki jih lahko v razumni meri izvede. Menimo, da proces ne bi bil ustreznejši, tudi če bi ga izvedel pooblaščen ponudnik investicijskih storitev, saj platforme za zamenjavo fiat valut za digitalna sredstva in borze, na katerih se trguje s finančnimi instrumenti, nimajo enakih pravil delovanja, strank, lastnikov itd.

34. Ali naj začetno vrednost žetona določi izključno izdajatelj? Kakšna pravila bi morala veljati za ovrednotenje poštenih vrednosti žetona?

Začetno vrednost žetona lahko določi izključno izdajatelj, saj je tudi od tega odvisno, koliko vlagateljev in s kakšnimi vložki se bo odločilo sodelovati v ICO in zlasti če je izdajatelj določil maksimalni znesek zbranih sredstev (angl. hard cap).

35. Ali je sprejemljivo v predprodajni fazi ICO prodajati žetone po ceni nižji od začetne cene, objavljene ob objavi ponudbenega dokumenta? Če da, bi morala biti cena žetonov v predprodaji razkrita in objavljena, skupaj z osebami, ki imajo dostop do žetonov v predprodajni fazi?

Menimo, da je v predprodajni fazi ICO sprejemljivo prodajati žetone po ceni, nižji od začetne cene, objavljene ob objavi ponudbenega dokumenta, saj vlagatelji v fazi predprodaje praviloma vlagajo večje zneske ter posledično prevzemajo več tveganja za uspeh projekta, zaradi česar morajo biti ustrezno nagrajeni, v tem primeru z nižjo ceno žetona. Cena žetonov in osebe, ki imajo dostop do žetonov v predprodaji, je lahko objavljena, ni pa to nujno potrebno za ustrezno obveščeno vlagateljev v fazi ICO, čeprav je postala objava oseb, ki imajo (oz. so imele) dostop do žetonov v predprodaji, precej običajna sestavina ICO.

36. Ali menite, da bi moral vsebino ponudbenega dokumenta in/ali postopek izdaje potrditi neodvisen strokovnjak? Če je odgovor pritrdilen, kateri?

Menimo, da potrdilo neodvisnega strokovnjaka ne bi preprečilo zlorab ICO, ki smo jim priča, saj je krog neodvisnih strokovnjakov lahko tako velik, da se med njimi najdejo tudi taki, ki bo svoj status zlorabili z namenom pomoči ali celo sodelovanja pri zlorabi ICO. Najbližje pojmu "neodvisni strokovnjak" ob potrjevanju vsebine ponudbenega dokumenta je po našem mnenju revizor, vendar nas je zadnja finančna kriza v Sloveniji naučila tega, da so mnogi revizorji potrjevali pravilnost finančnih izkazov družb, ki so bile na podlagi takih izkazov že insolventne. Omejiti krog revizorjev na ti. "Big-Four", kar bi odstranilo dvome v dejansko neodvisnost revizorja, pa bi jasno predstavljalo neupravičeno omejevanje konkurence, zato menimo, da trenutnega stanja, kljub vsem svojim pomanjkljivostim in tveganjem, ni možno znatno izboljšati.

37. Ali menite, da bi bilo koristno določiti predlogo (obrazec) za ponudbeni dokument? Kdo naj ga oblikuje?

Da – hrbtenica priporočenih informacij je priporočljiva. Predlogo naj oblikuje regulator, v Sloveniji v odsotnosti posebnega regulatorja Agencija za trg vrednostnih papirjev.

38. Ali naj ponudbeni dokument potrdi državni organ (kateri) ali druga zasebnopravna institucija (katera)?

Ne. Lahko pa je priglasitev pri regulatorju, ki vodi evidenco ponudbenih dokumentov.

39. Ali bi podprli pravno ureditev, da je ICO v Republiki Sloveniji dovoljen le, če je ponudbeni dokument predhodno odobren s strani državnega organa?

Menimo, da potrjevanje ponudbenega dokumenta s strani državnega organa vodi v prenormiranost in lahko znatno zavre inovativnost. Kot smo že navedli pri odgovoru na vprašanje 17, gre pri izdajateljih žetonov v veliki večini primerov za osebe brez ustreznih finančnih virov, ki bi omogočali izdelavo prospekta po vzoru finančnih instrumentov, zato predlagamo previdnost pri določanju prestrogih pogojev za objavo in morebitno potrditev ponudbenega dokumenta. Hkrati bi potrjevanje ponudbenega dokumenta neizbežno vodilo do regulacije vsebine takšnega dokumenta, kar bi po našem mnenju dodatno zavrlo delovanje izdajateljev žetonov.

40. Ali bi bila boljša ureditev, v skladu s katero bi bili dovoljeni tudi ICO, pri katerih ponudbeni dokument ni bil odobren s strani državnega organa, pri čemer bi za take ICO lahko veljale tudi strožje omejitve za vlagatelje (izbirni režim dovoljenj)?

Menimo, da bi bila primerna ureditev takšna, kjer bi se zahtevala prijava ponudbenega dokumenta pri regulatorju, ki ga ne bi potrjeval vsebinsko, temveč bi zgolj preveril, ali ponudbeni dokument vsebuje minimalne zahtevane vsebine ter izdajatelja vsebila na seznam izdajateljev žetonov oz. izvajalcev ICO.

41. Ali menite, da odobritev ponudbenega dokumenta s strani državnega organa lahko predstavlja konkurenčno prednost?

Da in ne. Za izdajatelja je lahko to prednost, za državo pa mogoče niti ne nujno, ker je vprašanje če bo inovativnost sledila omejitvam.

42. Ali naj nova pravna ureditev predpiše dolžnost / način shranjevanja informacij ter vzpostavitev sistema, s katerim se zagotovi sledljivost in arhiviranje transakcij v fazah pred-prodaje in prodaje žetonov ter zagotovitev zaščite pravic vlagateljev v zvezi z njihovimi žetoni. Komu naj bo omogočen vpogled?

V kolikor nova pravna ureditev predpiše dolžnost / način shranjevanja informacij, ob upoštevanju našega predloga, da razkritje tovrstnih informacij javnosti ni obvezno, naj ima dostop do informacij zgolj regulator.

43. Ali naj se določi, da izdajatelj izda vlagateljem posebno potrdilo o prejemu sredstev ali drugo enakovredno listino oziroma elektronski zaznamek?

Pri nakupu žetonov s kriptovalutama bitcoin ali ethereum je s pomočjo vpogleda v transakcije v javno dostopno verigo blokov možno videti ali so bila sredstva prejeta s strani izdajatelja ali ne. Iz tega razloga je izdaja potrdila v večji meri brezpredmetna. Pomembna pa je točna komunikacija glede naslova, na katerega morajo biti poslana sredstva.

44. Ali naj se spodbuja hramba zbranih sredstev na ločenem računu izdajatelja, pri čemer bi izdajatelj določil, pod kakšnimi pogoji se sredstva lahko uporabijo, npr. tako, da so sredstva varovana s pametno pogodbo ali drugim varnim dogovorom?

Ne. To bi v veliki meri omejilo fleksibilnost projektov in spremembe, ki se lahko tekom razvoja zgodijo.

45. Ali bi bilo treba spodbujati konsistentno uporabo določenega poslovnega modela za sredstva, zbrana med ICO?

Ne, to bi prekomerno omejilo delovanje izdajateljev žetonov in nabor poslovnih modelov, na katere lahko aplicirajo tehnologijo veriženja blokov in izdajo žetonov.

46. Na kakšen način bi morali biti vlagatelji v žetone obveščeni o uspehu oziroma neuspehu projekta?

Glede na to, da se tudi sredstva zbirajo v digitalni obliki, je tudi za obveščanje najbolj primerna takšna oblika (email, javne objave na za to predvidenih spletnih medijih (npr. medium.com ali podobno).

47. Ali je za regulacijo ICO primeren evropski potni list? Ali naj bo njegova uporaba pogojena z notifikacijo v posamezni državi članici, ali naj bo uporaba že potrjenega dokumenta v vseh državah članicah avtomatična?

V kolikor gre za že potrjen dokument v okviru ene od držav članic, bi morala biti uporaba takšnega dokumenta avtomatična tudi po drugih državah članicah. Navedeno bi bistveno olajšalo delovanje izdajatelja, saj ne bi potreboval pridobivati notifikacij tudi po drugih državah članicah. Smiselno je, da države članice, dokler ni enotnega EU predpisa s tega področja, predmetno področje uredijo skozi skupni organ (npr. ESMA), tako da ne bo pretiranih razlik v zahtevani kvaliteti in zahtevnosti postopka med posameznimi državami.

48. Ali bi bilo primerno za ICO določiti spodnjo vrednostno mejo, nad katero bi bila ponudba žetonov zakonsko urejena, ter če da, kako bi se ta izračunavala v primeru vplačil s kriptovalutami?

Ne. Vendar bi bile lahko zahteve za projekte, ki bi zbirali manjše količine sredstev poenostavljene. Spodnja vrednostna meja bi bila lahko določena glede na zbrana sredstva na zadnji dan zbiranja ali na podoben način.

#### 5.4. Vprašanja v zvezi s preglednostjo

49. Kakšne informacije bi moral imetnik žetonov prejeti, potem ko je bilo zbiranje sredstev izvedeno, in kako pogosto?

Po izvedenem ICO bi morali vlagatelji prejeti informacijo o uspešnosti ICO, število izdanih žetonov, višina zbranih sredstev ter končne alokacije števila žetonov za ekipo, svetovalce, marketing, ostale storitve. Navedene trditve bi moral preveriti in potrditi pooblaščen revizor.

V fazi razvoja projekta, sledeči postopku ICO, bi morale biti poročanje do prejemnikov žetonov dovolj pogosto in transparentno ter tudi ustrezno preverjeno s strani neodvisne, zaupanja vredne tretje osebe. Skladno s tem bi tako morali projekti investitorjem poročati večkrat letno, npr. kvartalno.

Obseg samih informacij je odvisno od vsebine posameznega projekta, poročanje bi vseeno moralo vsebovati najmanj osnovne finančne kazalnike, npr. prihodki, odhodki, dobiček ali izguba. Nadalje bi bilo potrebno investitorje seznaniti tudi z napredkom dela pri projektu, torej kateri mejniki so bili izpolnjeni, v kakšni fazi je projektna rešitev itd.

Vsakršno tovrstno poročilo bi moralo biti pregledano in potrjeno s strani ustrezno usposobljenega pooblaščenega revizorja.

50. Kakšne pravice nadzora nad delovanjem izdajatelja naj imajo imetniki žetonov? Ali naj bo taka pravica vezana le na določene vrste žetonov? Katere?

Nadzor je odvisen od narave samega žetona in posledičnih upravičenj do nadzora v okviru izdajatelja. Kadar gre za žeton, ki nosi upravičenja iz naslova korporativnega upravljanja, so te pravice že vsebovane v okviru pravic, ki jih imajo družbeniki pravnih oseb, vendar je predpogoj za možnost zahtevati uveljavitev teh pravic tudi ustrezna pripoznava pravne narave tovrstnega žetona. S tem v zvezi predlagamo razmislek o spremembi zakonodaje (glejte naš odgovor pod točko 62), s čimer bi ustrezno uredili nadzor imetnikov žetonov nad izdajateljem le-teh.

#### **5.5. Vprašanja v zvezi s posredovanjem pri nakupu in prodaji žetonov ter svetovanjem v zvezi z nakupom ali prodajo žetonov**

51. Ali naj bo svetovanje pri nakupu ali prodaji žetonov omejeno na nadzorovane subjekte (obstoječe ali nove kategorije)? Katere pogoje naj navedeni subjekti izpolnjujejo?

Svetovanje pri nakupu ali prodaji žetonov je lahko omejeno na individualno svetovanje posamičnim strankam, bodisi obstoječih nadzorovanih subjektov bodisi morebitnih novih kategorij nadzorovanih subjektov. Morebitna javna priporočila za nakup ali prodajo žetonov naj lahko objavlja vsakdo, ob obveznem razkritju morebitne povezanosti (zlasti lastništva žetonov, katerih nakup ali prodajo se priporoča, ali osebne povezanosti osebe, ki daje priporočilo, z izdajateljem ali svetovalcem izdajatelja takšnega žetona) ali konflikta interesov osebe, ki daje takšna priporočila.

52. Ali naj bo posredovanje pri nakupu ali prodaji žetonov omejeno na nadzorovane subjekte (obstoječe ali nove kategorije)? Katere pogoje naj navedeni subjekti izpolnjujejo?

V kolikor bi posredovanje pri nakupu ali prodaji žetonov postalo nadzorovana dejavnost, priporočamo novo kategorijo dejavnosti, ki bi obsegala izključno posredovanje pri nakupu ali prodaji žetonov. Morebitno dovoljenje za opravljanje nove (dodatne) dejavnosti bi morali pridobiti tudi obstoječi ponudniki storitev posredovanja pri nakupu ali prodaji finančnih instrumentov.

53. Ali naj bodo mesta trgovanja, ki omogočajo trgovanje z žetoni nadzorovana in regulirana? Kdo naj jih nadzoruje? Ali naj se nadzor razlikuje glede na pravice, ki jih vsebujejo žetoni, s katerimi se trguje na posameznem mestu trgovanja?

Mesta trgovanja, ki omogočajo trgovanje z žetoni, naj nadzoruje regulator, bodisi regulator trga finančnih instrumentov bodisi poseben regulator, ustanovljen za nadzor nad izdajo, trgovanjem in drugimi



dejavnostmi v zvezi z žetoni. Nadzor bi moral biti neodvisen od pravic, ki jih ponujajo posamezni žetoni, saj je predmet nadzora samo trgovanje, ne glede na funkcionalnost žetonov, ki je predmet trgovanja. Morebitna regulacija mest trgovanja naj sledi načelom regulacije borz za trgovanje z vrednostnimi papirji, ob upoštevanju relativne nerazvitosti in specifik industrije veriženja podatkovnih blokov.

## 5.6. Vprašanja v zvezi s ciljno skupino vlagateljev

54. Ali naj nova pravna ureditev omeji naložbe v žetone na določeno vrsto vlagateljev? Če je odgovor pritrdilen, katerih oseb menite, da ICO ne bi smel nagovarjati? Kako zagotoviti, da bodo v ICO sodelovali le primerni vlagatelji? Ali naj zadošča izjava vlagatelja?

V primeru sodelovanja v ICO-jih ali pri drugih podobnih aktivnostih povezanih z digitalnimi naložbami (trgovanje s kriptovalutami in virtualnimi žetoni, vlaganje v košarice takšnih digitalnih naložb) je velika večina sodelujočih uporabnikov malih vlagateljev (retail). Posledično bi bilo omejevanje predmetnega nalaganja na poučene investitorje (profesionalni vlagatelji) neustrezno, saj se s tem (i) zainteresiranim vlagateljem (retail) popolnoma onemogoči sodelovanje v okviru ICO-jev in drugih z digitalnimi sredstvi povezanih storitvah ter (ii) ponudnikom ICO-jev in drugih storitev pretirano omeji nabor potencialnih vlagateljev ali uporabnikov storitev.

Skladno z navedenim mora tako regulator izbrati takšne ukrepe, ki bodo jasno vodili v smer zaščite vlagatelja ter hkrati ne bodo dušili razvoja ponudnikov tovrstnih storitev. Predlog v tej smeri bi bil, da se dovoli sodelovanje vsem zainteresiranim javnostim, pri čemer pa se dovolj jasno od ponudnikov zahteva, da predstavijo svojo storitev (prospekti, opozorila itd.) od uporabnikov pa se zahteva, da se sami izjasnijo o tem, da se zavedajo svojih ravnanj in da se zavedajo tveganj. V tem primeru bi za vlagatelje zadoščala izjava, v okviru zakonodaje pa opredelitev vsebine te izjave, npr. da naložba ne presega finančnih zmožnosti vlagatelja, da mu ob izgubi naloženega kapitala ne bi bil ogrožen življenjski slog in osnovno preživetje, da je bil dobro informiran s strani izdajatelja žetona ali ponudnika storitve itd.

55. Ali naj razdelitev vrst vlagateljev sledi določbam o profesionalnih strankah iz ZTFI ali ZUAIS? Če so potrebne spremembe, kakšne naj bodo?

V kolikor se sledi tem definicijam po navedenih dveh zakonih in se krog vlagateljev (uporabnikov) omeji zgolj na profesionalne stranke, navedeno posledično pomeni zadušitev predmetnega trga. Hkrati to pomeni, da vlagatelji, ki ne izpolnjujejo pogojev za klasifikacijo kot profesionalni vlagatelji po teh dveh zakonih, ne morejo vstopiti v ta trg, kljub temu, da morebiti le-tega zadostno ali celo zelo dobro poznajo. Regulator mora v tem primeru upoštevati dejstvo, da je populacija predmetnih vlagateljev precej drugačna od populacije, ki vlaga v okviru tradicionalnih oblik naložb.

56. Ali menite, da so žetoni, izdani v postopku ICO, primerna naložba za male vlagatelje?

Da. Pogoj za navedeno je ustrezna seznanitev z vsemi potrebnimi podatki, ki jih pripravi izdajatelj ter hkrati zavedanje takšnega vlagatelja o tveganosti predmetnih naložb, kar lahko takšen vlagatelj potrdi z izjavo.

## 5.7. Vprašanja v zvezi s kolektivni naložbeni podjemi

57. Ali menite, da trenutno na trgu obstajajo ICO, ki izpolnjujejo pogoje za investicijski sklad?

Obstajajo ponudniki storitev v povezavi s predmetnimi tehnologijami, ki so že prešli fazo ICO, ki ponujajo storitve, ki bi lahko bile podobne investicijskim skladom. Hkrati pa v okviru relevantne zakonodaje, zlasti slovenske, ni ustrezne definicije predmetnih skladov, ki bi pomenila, da so predmetni ponudniki podvrženi tej ureditvi. Za namen ustrezne regulacije takšnih ponudnikov, bi morala zakonodajalec in regulator ustrezno prilagoditi obstoječo zakonodajo, kar bi pomenilo možnost, da se takšni ponudniki lahko regulirajo in da razpolagajo z ustreznimi registracijami in licencami. Navedeno je primerno zlasti iz (i) razloga nadzora nad predmetnimi ponudniki in ter zagotavljanja ustreznega poslovanja le-teh, (ii) za namen povečanja zaupanja vlagateljev, tako profesionalnih kot retail, (iii) za namen varnosti poslovanja predmetnih ponudnikov, saj ni nujno, da samo-regulacija nudi zadostno varnost nasproti ukrepom oblasti v zvezi z njihovim delovanjem.

58. Katere izmed zahtev, ki se nanašajo na ustanavljanje in upravljanje investicijskih skladov, se vam zdijo najbolj omejujoče? Zakaj?

Omejujoče so zlasti (i) definicije investicijskih skladov, ki onemogočajo opredelitev skladov, ki vlagajo v digitalne naložbe, kot investicijski skladi in s tem pridobitev ustreznih licenc ali dovoljenj ter (ii) definicije vlagateljev, v kolikor bi se predmetne investicijske sklade opredelilo kot AIS, saj se nabor potencialnih vlagateljev pretirano skrči, da bi bili takšni produkti dejansko uspešni, hkrati pa se onemogoča zainteresiranim javnostim, da vlagajo v takšne produkte.

Hkrati je z napredkom tehnologije prišlo tudi do situacije, ko je možno investicijski sklad z uporabo ustrezne programske opreme vzpostaviti v izjemno kratkem času. Posledično bi bilo smiselno, da se ustrezno prilagodi tudi čas, ki je navadno pri regulatorju porabljen za registracijo in pridobivanje dovoljenj pri novem investicijskem skladu.

59. Ali menite, da bi moral ICO, ki izvaja naložbeno politiko, razkriti postopke skrbnih pregledov naložb?

Da. Pomemben vidik poslovanja je predvsem njegova transparentnost. Posledično je potrebno zagotoviti ustrezne postopke, ki jih morajo takšni ponudniki upoštevati pri izbiranju naložb. Ti postopki pa morajo biti hkrati takšni, da omogočajo ustrezen širok nabor izbora naložb, da se znova po nepotrebem ne omejuje ustreznega poslovanja.

60. Ali menite, da bi moral ICO, ki izpolnjuje pogoje za investicijski sklad, imenovati osebo, ki bo opravljala skrbniške storitve? Če da, kakšne pogoje bi morala ta izpolnjevati?

Skrbniške storitve bi lahko bile prenesene na tretjo osebo, pri čemer pa je pri tem potrebno upoštevati samo naravo digitalnih naložb. V primeru, da ponudnik tovrstnih storitev razpolaga tako s zasebnim kot javnim ključem digitalnih sredstev, bi bilo seveda potrebno, da se imenuje (so-)skrbnika, ki ima vsaj delen nadzor nad zasebnim ključem teh digitalnih sredstev, npr. če se za hrambo uporablja multi-signature denarnica, ki omogoča dvig sredstev z najmanj dvema od treh podpisov tistih subjektov, ki imajo dostop do nje. Ni pa nujno, da se skrbnik ravna po pravilih, ki veljajo za skrbnike v okviru obstoječih predpisov, ki urejajo finančne ustanove. Zaradi narave tehnologije, ki podpira digitalne naložbe, je možno, da takšno nalogo opravlja tudi revizor, ki ima vpogled v stanje teh sredstev v realnem času in ki lahko drži enega od podpisov in s tem lahko potrdi ali zavrne transakcijo.

## 5.8. Druga vprašanja

61. Menite da bi bilo primerno določene izdaje žetonov urediti po zgledu ureditev, ki se uporabljajo za množično financiranje v drugih evropskih državah? Katerih? Zakaj?

Več evropskih držav je napovedalo sprejem zakonodaje, ki ureja področje ICO in drugih dejavnosti, povezanih z žetoni. Med državami, ki so pri tem dosegle največji napredek, izpostavljam Malto, ki je napovedala več zakonov s področja verige podatkovnih blokov (zlasti zakon o virtualnih valutah in zakon o tehnoloških dogovorih, ki bo obsegal tudi platforme, ki temeljijo na veriženju podatkovnih blokov), predvidena pa je tudi ustanovitev posebnega regulatorja, ki bo pristojen za vse dejavnosti, povezane z veriženjem podatkovnih blokov. Predvsem bi radi izpostavili pristop Malte k sprejemanju zakonodaje, saj tamkajšnji finančni regulator in vladni uradi, ki se ukvarjajo s tehnologijo veriženja podatkovnih blokov, vsako predlagano rešitev in predlog vsakega predpisa pred njihovim sprejemom javno objavijo in zainteresiranim udeležencem omogočijo pregled in dajanje pripomb k tovrstnim aktom, s čimer v veliki meri pripomorejo k sprejemu zakonodaje, ki odraža pričakovanja in potrebe obstoječih in tudi novih akterjev na trgu.

## 62. Ali so potrebne kakšne druge spremembe veljavnih zakonov?

Menimo, da velja (po vzoru nekaterih ameriških zveznih držav) razmisliti o spremembi Zakona o gospodarskih družbah in Zakona o nematerializiranih vrednostni papirjih na način, da se lahko deleži v družbah in delnice družb izdajo tudi z uporabo tehnologije veriženja podatkovnih blokov, kar bi pomenilo, da bi bili na željo izdajatelja žetoni enakovredni delnicam, za takšne žetone pa bi se uporabila tudi vsa pravila in zaščite, ki jih statusnopravna in druga zakonodaja nudi imetnikom deležev oz. delnic.

Po vzoru Malte (kot omenjeno zgoraj) v razmislek predlagamo idejo o posebnem zakonu o virtualnih valutah, ki bi na sistematičen način uredil čim širše področje, povezano s tehnologijo veriženja podatkovnih blokov, od ICO do opravljanja različnih dejavnosti, kot so sprejemanje in posredovanje naročil, gospodarjenje, investicijsko svetovanje v zvezi z žetoni in podobno.

Četudi naslednji predlog ni predmet zakonodaje, predlagamo možnost, da Ljubljanska borza ustanovi posebno kotacijo za žetone, kar bi najbrž terjalo spremembo ZTFI in uvedbo nove kategorije nadzorovane dejavnosti.

Na podlagi naših predlogov in pogovorov z Ministrstvom za finance predlagamo tudi spremembo davčne zakonodaje, ki bi zaobjela dobičke, ustvarjene s trgovanjem s kriptovalutami, pri čemer bi morala vsaka takšna sprememba zakonodaje upoštevati specifične tehnologije veriženja podatkovnih blokov, zato menimo, da bi glavno vodilo takšne zakonodaje moralo biti enostavnost in preglednost.

## 63. Kako primerno upoštevati mednarodni element ICO?

ICO kot nov in inovativen način zbiranja kapitala za zagonska podjetja in morda tudi za nadaljnje delovanje že obstoječih podjetij je potrebno gledati predvsem z vidika mednarodne gospodarske konkurenčnosti Slovenije in potencialnega priliva novega kapitala za projekte, ki se bodo v večji meri razvijali v Sloveniji.

## 64. Ali imate druge predloge ali komentarje v zvezi z ICO?

- a) Slovenija ima zaradi veliko aktivnosti na tem področju idealno priložnost, da okrepi svoj položaj tako na področju informacijskih tehnologij in širšega področja finančne industrije. Priložnost, da Slovenija okrepi svoj globalni položaj, je tako ogromna. Že danes obstaja preko 50 projektov, ki so ali še bodo izdali žetone in zaposlujejo preko 1000 visoko usposobljenih in posledično visoko plačanih strokovnjakov. Na eni strani pridobivamo ogromno podjetniško iniciativo in vidimo razmah segmenta, ki je bil do sedaj premalo zastopan (informacijske tehnologije z resnično globalnim dosegom), na drugi strani pa pridobivamo tudi investicijsko iniciativo. Pri tem je seveda potrebno izpostaviti, da gre za naložbe v zagonska

podjetja (startupe), od katerih jih velika večina propade. Izziv je tako tudi v prevelikemu izpostavljanju v sklopu osebnih financ oziroma splošnega nepoznavanja teorije osebnih financ (konceptov razpršenosti). Sami napovedujemo, da bo izdajanje žetonov prešlo iz sveta startupov tudi na druga področja (pojavi se bo tokenizacija delnic, obstoječih podjetij in podobnega; glejte spodaj b)), kjer bodo v ospredju tudi druge lastnosti žetonov in vpletenih sredstev.

- b) Izdaja žetona v okviru tega dokumenta upošteva zgolj princip financiranja zagonskih projektov, pri čemer pa se že izkazujejo trendi, kjer izdajanje žetonov (ti. tokenizacija) presega predmetne okvire. Viden je trend tokenizacije, ki se bo razširil na premoženje (ti. asset backed tokens). S tem je viden zametek naslednjega evolucijskega koraka razvoja finančnih inštrumentov, ki bodo s tem pridobili novo karakteristiko, kjer bo tokenizacija omogočala drugačen način prenosa le-teh, poravnavo, sledljivost, shrambo.

Za ICONOMI pripravili:

- Matej Tomažin,
- Nenad Gregec,
- Žiga Perovič,
- Janez Kravcar.