



Agencija za trg
vrednostnih papirjev



POVZETKI ODGOVOROV NA VPRAŠANJA IZ POSVETOVALNEGA DOKUMENTA ICO*

* Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) je 11. januarja 2018 na svojih spletnih straneh (tudi v angleškem jeziku) objavila *Posvetovalni dokument v zvezi z urejanjem področja zbiranja sredstev z uporabo tehnologije podatkovnih blokov (ICO)*. Posvetovanje je potekalo do 6. aprila 2018.

Junij 2018

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

Vsi se zavzemajo za neko ureditev, večina se nagiba k oblikovanju mehke regulacije, saj bi tako lahko zagotovili ustrezno varstvo tako izdajateljev žetonov kot tudi vlagateljev, ki so v obstoječem stanju izpostavljeni večjim tveganjem. Ne podpirajo pa zakonske ureditve, saj se po mnenju večine zakonodaja ne bi uspela spreminjati s sočasnim, hitrim razvojem te tehnologije. Predlogi regulacije gredo v smeri, ki bi zajemala vse v teoriji definirane vrste žetonov, ki bi bili regulirani glede na njihovo naravo. Posledično bi morali biti regulirani tudi žetoni, ki niso finančni instrumenti. Regulacija ne bi smela biti pretirano rigidna, 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 predstavitvenega dokumenta (whitepaper), zahteve v zvezi z inkorporacijo izdajatelja itd. Zato se za ICO predlaga priprava poenostavljenega IPO postopka.

Eden meni, da predpisi ne bi smeli narekovati izbora tehnologije - pri obravnavi žetonov naj se sledi načelu tehnološke nevtralnosti.

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

Samoregulacija je v obdobju do sprejetja nove pravne ureditve primeren, nujen in zadosten ukrep. Po mnenju nekaterih se na tem področju 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 instrumenti in predmetnimi žetoni, bi bilo potrebno pripraviti ustrezno ureditev, ki bi pomenila minimum zahtev, ki jih mora izdajatelj takšnega žetona izpolniti, predvsem z vidika minimalne vsebine predstavitvenega dokumenta. Predvsem v primeru hitrega razvoja nove panoge je pristop samoregulacije lahko dobrodošel, in sicer tako za gospodarske subjekte kot za regulatorje in zakonodajalce. Nekateri se pri samoregulaciji zavzemajo za načelo »comply or explain«, ki od subjektov zahteva pojasnila, ko odstopajo od spoštovanih pravil. Na področju vprašanj blockchaina in prava vrednostni papirjev pa po oceni nekaterih samoregulacija ne nudi zadostne pravne gotovosti in varnosti udeležencem kapitalskih trgov.

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

Da, v kolikor se v prihodnosti pokaže potreba po vzpostavitvi pravne ureditve. Argument, ki govori v prid sprejetju nove posebne ureditve je večja jasnost in preglednost za naslovnike, saj bi bila vsa pravila o ICO zbrana na enem mestu. Po drugi strani bi vzpostavitev povsem nove pravne ureditve pomenila večje stroške, potrebne bi bile tudi nenehne spremembe zaradi prilagajanja družbenim razmeram. Če bi ureditev ICO implementirali v obstoječo zakonodajno ureditev, bi to sicer pomenilo manjše stroške, hkrati pa bi bila takšna rešitev manj pregledna in zaradi razpršenosti uporabnikom neprijazna (poznati bi morali veliko število zakonov).

Medtem ko eden meni, da bi posebna pravna ureditev 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 tem področju, pa drugi meni, da žetonov, ki nimajo narave finančnega instrumenta, ne bi smeli regulirati na enoten način, saj so si med seboj lahko preveč različni (glej odgovor 1).

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.)?

Načeloma se vsi strinjajo, da sama uporaba tehnologije (izdaja žetona) ne bi smela pomeniti drugačnega urejanja pravice/uporabnosti, ki jo žeton inkorporira. Vztraja se na tehnološki nevtralnosti.

Zgolj eden meni, da bi morale biti pravice, ki jih nosijo žetoni, urejene ločeno zaradi specifičnosti tehnologije, pri tem pa izpostavlja predvsem korporacijske pravice ter vprašanje hibridnih žetonov.

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?

Večinoma se vsi, ki so odgovarjali, strinjajo, da bi se morala za žetone, ki vsebujejo identične pravice kot lastniški ali dolžniški vrednostni papirji, veljati enaka pravila, kot za vrednostne papirje.

Zgolj eden predlaga drugačno obravnavo, saj je zaradi specifičnosti tehnologije nemogoče enačiti žetone in vrednostne papirje.

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 nova pravna ureditev status izdajatelja pripozna tudi novim družbenim tvorbam? katerim?

Vsi menijo, da so trenutno mogoče pravne oblike delovanja dovolj, ter da je urejanje avtonomnih organizacij v tem trenutku prezgodaj.

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?

Vsi sodelujoči menijo, da bi morala biti naknadna sprememba pravic omogočena, pri čemer pa ne bi smela biti enostranska, metem ko bi moral biti postopek spremembe, po mnenju enega izmed udeležencev posvetovanja, vsaj nakazana znotraj predstavitvenega dokumenta.

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

Vsi opozarjajo na neizogibnost sprememb, ter predlagajo zgolj opredelitev večine imetnikov žetonov, katerih glasovi naj omogočijo spremembo.

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

Dva izmed udeležencev posvetovanja sta se opredelila do uporabe pravil mednarodnega zasebnega prava, medtem ko druga dva načeloma predlagata vezanje jurisdikcije na sedež/državljanstvo organizatorjev ICO oziroma usmerjanju dejavnosti v določeno državo.

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

Vsi udeleženci posvetovanja se strinjajo da taka vezava ni smiselna.

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?

Vsi udeleženci posvetovanja se strinjajo, da taka vezava ni smiselna.

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?

V vseh odgovorih se strinjajo, da taka zahteva ni smiselna.

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?

Vsi menijo, da bi morala biti izbira prava prepuščena strankam, z izjemo kogentnih področjih kot npr. potrošniško pravo. Strinjajo se, da ob odsotnosti izbire velja mednarodno zasebno pravo (lokalni zakoni oziroma evropske uredbe).

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

Po mnenju sodelujočih taka zahteva ni potrebna, večina pa poudarja druge načine prispevanja k ICO s strani oseb, ki vodijo ICO. Eden pa po drugi strani poudarja nujnost razkritja udeležbe, v kolikor do te pride (vključno z opcijskimi pravicami, pravico do plačila za delo v obliki žetonov, zgodaj kupljene žetone po nizki ceni).

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

Taka zahteva ni smiselna.

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?

Večina meni, da so navedene zahteve primerne za urejanje, pri čemer je po mnenju nekaterih ob morebitnem urejanju potrebno uravnotežiti zahtevo po pravni varnosti z omogočanjem inovativnosti.

Med morebitnimi drugimi področji eden omenja področje skrbništva, medtem ko spet drugi navaja tudi možnost digitalizacije sporov in on-line reševanje sporov, ki izvirajo iz blockchain tehnologije.

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

Iz prejetih odgovorov izhaja načelna podpora zahtevi po pripravi nekakšnega ponudbenega dokumenta, ki bi vseboval osnovne informacije o žetonu. Odgovori se razhajajo v opredelitvi množice, za katero naj velja obveznost priprave ponudbenega dokumenta. Iz enega odgovora izhaja, da naj obveznost obstoji le za žetone, ki imajo naravo finančnega instrumenta. En odgovor vsebuje izčrpen seznam informacij, katere naj ponudbeni dokument vsebuje.

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.)?

Vsi sodelujoči podpirajo obvezno razkritje takih informacij.

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

Eden predlaga modificiran pristop z vpeljavo absolutnega zneska, ki ga vlagatelj lahko vloži. Drugi takšne ureditve ne podpirajo in opozarjajo, da npr. predlog uredbe o množičnem financiranju ne razlikuje med dobro poučenimi in preostalimi vlagatelji, oziroma jo podpirajo pogojno, kolikor bi hkrati prišlo do poenostavitve opredelitve za dobro poučenega vlagatelja oziroma kolikor bi bila opredelitev tipa vlagatelja le informativna.

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?

Vsi so odgovorili, da podpirajo v vprašanju navedena razkritja. Pri tem pa opozarjajo, da spremembe ponudbenih dokumentov za nazaj ne bi smele biti dopustne, da bi se spremembe morale sporočati na drugačen način ter da le-te ne bi smele biti zavajajoče. Dopustnost spremembe, ki spreminja predlog nakupa (vsebino projekta ICO), bi morala biti dodatno preučena.

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?

Vsi so izrazili podporo razkritjem, navedenih v vprašanju. Hkrati se postavlja vprašanje varovanja zasebnosti oseb, ki so prejele žetone, kot plačilo za storitev.

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?

Iz vseh prejetih odgovorov izhaja podpora v vprašanju navedenim razkritjem.

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?

Vsi se zavzemajo za razkritja, navedena v vprašanju.

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

Večina izreka načelno podporo razkritju vodstvene ekipe. Preostala organizacijska struktura pa se običajno pogosto spreminja, zato naj se izdajatelj sam odloči o njenem razkritju.

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?

Sodelujoči se zavzemajo za razkritja, navedena v vprašanju. Eden pri tem opozarja, da je potrebno paziti, da razkritja sekundarnih trgov ne vzpodbujajo špekulativnih naložb in tako izkrivljajo storitvene narave žetonov, in da izdajatelj z odkupi ne manipulira cene.

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

Iz odgovorov izhaja načelna podpora preglednosti, pri čemer je potrebno upoštevati dejstvo, da je vrednotenje premoženja gospodarskih subjektov predmet posebnega sklopa pravnega urejanja. Eden je izpostavil, da gre za zapletena vprašanja, ki načeloma ne vplivajo na položaj kupca oziroma vlagatelja.

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

Sodelujoči se strinjajo, da morajo biti ne glede na določbe Zakona o javni rabi slovenščine, dopuščeni ponudbeni dokumenti v angleškem jeziku, pri čemer menijo, da slovenski prevod ne bi smel biti obvezen temveč opcijski.

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

Večina ne vidi potrebe po imenovanju osebe, ki bi vzdrževala trg z žetoni, med drugim tudi, ker bi to pomenilo veliko finančno breme. V enem odgovoru opozarjajo, da bi obvezno imenovanje vzdrževalca trga lahko spodbujalo špekulativne nakupe žetonov. Žetoni naj bi namreč na prvo mesto postavljali uporabno vrednost. Po drugi strani pa delujoč in likviden trg omogoča izstop kupcev žetonov iz naložbe.

Drugi pa opozarjajo, da bi obvezno imenovanje vzdrževalca trga lahko znatno finančno obremenilo izdajatelje, sploh če se upošteva dejstvo, da kripto borze navadno zahtevajo znaten znesek za vključitev žetona v trgovanje.

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

Po mnenju večine to ni potrebno, ker bi to imelo negativen učinek na inovativnost. Za druge je to vprašanje nesmiselno glede na naravo žetonov, saj z nakupom le-teh kupec ni upravičen do dobičkov, razen v primeru *equity* žetonov, ki imetnikom dajejo lastniške pravice, za te bi bilo smiselno določiti pravila. Po drugi strani pa eden meni, da bi bilo smiselno urediti izplačilo dobičkov imetnikom žetonov na primerljiv način kot izplačilo dobičkov imetnikom vrednostnih papirjev. Primerna bi morala biti tudi davčna obravnava.

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

Vsi sodelujoči menijo, da ne. Ne zdi se jim ustrezno, da bi regulativa določala zgornjo mejo. Izdajatelji ICO lahko sami določijo zgornjo mejo s tem, ko omejijo število izdanih žetonov. Eni so mnenja, da so lahko dopustne drugačne omejitve iz točno določenih razlogov. Eden predlaga, da bi regulator v opozorilu navedel prednosti in slabosti glede investiranja v ICO.

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

Ker dobra praksa glede seznanjanja vlagateljev o dosegu zbranih sredstev že obstaja, nekateri ne vidijo potrebe po obvezi seznanjanja z višino zbranih sredstev v realnem času. Smiselna pa bi bila zahteva, da se po zaključku ICO investitorje obvesti o višini zbranih sredstev.

Prejeli smo tudi dva pritrdilna odgovora. Medtem ko eden meni, da vsi resni projekti vedno sami od sebe razkrijejo višino zbranih sredstev, pa je po mnenju drugega ti tudi edini varen način izvedbe ICO – s pametno pogodbo in avtomatičnim kreiranjem žetonov. V takem primeru bi po tem mnenju vlagatelji lahko na naslovu pametne pogodbe sproti videli količino vplačanih sredstev.

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

Eni menijo, da bi moralo biti izrecno določeno, da med zavezance po zakonu spada tudi vsak organizator ICO in da bi bilo potrebno jasneje določiti, ali so organizatorji ICO zavezani izvajati ukrepe za preprečevanje pranja denarja in če ja, v katerih primerih. Za nekatere pa bi bilo potrebno temeljito spremeniti obstoječa pravila, in sicer na način, da se slovenski ZPPDFT-1 prilagodi evropski direktivi in da ne postavlja strožjih zahtev od omenjene direktive ter zagotoviti tehnološko nevtralnost izvajanja identifikacije uporabnikov. Eden pa meni, da trenutni ukrepi povsem zadostujejo, dodatno zaostrovanje zakonodaje na tem področju, bi lahko imelo negativen vpliv na potencialne izdajatelje ICO v Sloveniji.

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?

Skrbni pregled za izdajatelja žetona je smiseln, vendar pa obveznost in obseg skrbnega pregleda ne bi smel biti predpisan z zakonodajo. V veliko primerih bi taka obveznost pomenila nesorazmerno visoke stroške, zato bi bilo bolj smiselno, da se o skrbnem pregledu in njegovem obsegu odloči izdajatelj sam, izdajatelj pa bi bil zavezan obseg skrbnega pregleda razkriti v predstavitvenem dokumentu. Po mnenju enega so platforme, ki omogočajo zamenjavo digitalnih sredstev v fiat valute, odgovorne za morebitne nepravilnosti, ki bi bile posledica njihovega nepravilnega delovanja. Eden pa meni, da je ta aspekt v sferi izdajatelja in da ga ni potrebno posebej regulirati.

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

Večina meni, da začetno vrednost žetona lahko določi izključno izdajatelj, saj je tudi od tega odvisno, koliko vlagateljev in s kakšnimi vložki bo sodelovalo v ICO. Eden pa je mnenja, da to vprašanje ni mogoče splošno aplicirati na vse vrste žetonov. Prodajo žetonov je mogoče izvesti tudi na način, da njihovo ceno določi trg, izdajatelj pa določi le število prodanih žetonov. V primeru prodaje potrošniških žetonov, ki dajejo pravico do uporabe storitve, je po njihovem mnenju potrebno na razumen način določiti, kolikšen obseg storitve bo za vsak žeton kupec pridobil.

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?

Da, vendar pod pogojem, da je zagotovljena popolna transparentnost, torej da je razkrita vsaj cena ter pogoji, pod katerimi lahko kupiš žetone po nižji ceni. Objavljeno bi moralo biti, kakšna cena žetonov je bila določena oz. kakšni bonusi so bili dodeljeni investitorjem v predprodaji ter kolikšen delež prodanih žetonov v predprodaji pripade posameznemu investitorju.

36. Ali menite, da bi moral vsebino ponudbenega dokumenta in postopek izdaje potrditi neodvisen strokovnjak in če da, kateri?

Da, dobrodošla bi bila potrditev različnih strokovnjakov. Eni se zavzemajo, da bi to bila neodvisna organizacija, sestavljena iz področnih strokovnjakov, drugim pa je kot neodvisni strokovnjak najbližje revizor. Ureditev potrditve strokovnjakov ne bi smela biti preveč komplicirana in dolgotrajna, da se ne izniči funkcije takšnega zbiranja sredstev.

Po mnenju enega to ni potrebno.

37. Ali bi bilo koristno določiti predlogo za ponudbeni dokument in kdo naj ga oblikuje?

Da. Medtem, ko se eni zavzemajo, da to predlogo določi ATVP oz. neodvisna organizacija, za druge obrazec ni potreben, če bi bila vsebina ponudbenega dokumenta v zakonu jasno opredeljena.

38. Ali naj ponudbeni dokument potrdi državni organ ali druga institucija?

Ne, saj bi takšna potrditev v praksi močno otežila in podaljšala izvedbo ICO, kar bi izničilo funkcijo takšnega zbiranja sredstev. Lahko pa bi se ta dokument priglasi regulatorju, ki vodi evidenco ponudbenih dokumentov.

Nekaterim se zdi bolj primerno, da dokument potrdi zasebnopravna organizacija v obliki izdaje certifikata (element samoregulacije), vendar mora ta organizacija predhodno pridobiti ustrezno akreditacijo s strani države, s katero izkazuje upravičenost do same izdaje certifikatov. Akreditacijo lahko pridobi ob predhodno izpolnjenih pogojih (vsebinskih in procesnih), ki so postavljeni s strani države (element regulacije). Sama pridobitev certifikata je sicer prostovoljna, vendar ima na trgu močne učinke. V kolikor ICO pridobi certifikat je to priznanje, da je skladen z državno regulativo in pravili stroke, kar projektu prinese veliko dodano vrednost. Nasprotno, v kolikor ne pridobi certifikata, da investitorju vedeti, da obstaja možnost, da določeni standardi stroke ter vidiki regulacije niso izpolnjeni, posledično gre za manj varno naložbo z večjim tveganjem, v praksi bi bilo zanimanje za tovrstne investicije manjše oz. tovrstni projekti ne bi našli svojega mesta na trgu.

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

Ne. Potrjevanje ponudbenega dokumenta s strani državnega organa vodi v prenormiranost in lahko zavre inovativnost. Potrjevanje takšnega dokumenta bi vodilo tudi do regulacije vsebine takšnega dokumenta, kar bi dodatno zavrlo delovanje izdajateljev žetonov.

Eno mnenje je, da bi podprli potrditev s strani državnega organa, vendar le, če bi šlo za neodvisen organ, ki bi deloval na podlagi pravilnika/zakona, v katerem bi bil jasno opredeljen postopek in pogoji za pridobitev dovoljenja. Hkrati bi bilo ključno, da organ odločitve sprejema hitro.

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?

Primerna ureditev bi bila takšna, kjer bi se zahtevala prigrasitev ponudbenega dokumenta pri regulatorju, ki ga ne bi potrjeval vsebinsko, temveč zgolj preveril, ali ponudbeni dokument vsebuje minimalne zahtevane vsebine ter izdajatelja uvrstila na seznam izdajateljev žetonov ICO. Kadar ponudbeni dokument ne bi bil odobren s strani državnega organa, se to tudi jasno navede.

41. Ali odobritev ponudbenega programa s strani državnega organa lahko predstavlja konkurenčno prednost?

Da in ne. Za izdajatelja je to lahko prednost, za državo pa ne, ker je vprašanje če bo inovativnost sledila omejitvam. Dokument, odobren s strani državnega organa, bi lahko vili dodatno zaupanje investitorjem v projekt, vendar bi zadeva samo delovala, če bi bila poenostavljena, transparenta in hitra ter tudi učinkovita (v smislu, da bi projekti s takim dovoljenjem tudi resnično uspeli). Pri tem je po mnenju enega od sodelujočih potrebno

razmisliti, kako zagotoviti, da bodo slovenska podjetja najlažje poslovala iz tujine in napadala tuje trge ter kako zagotoviti, da bodo tuja podjetja svoje storitve ponujala tudi slovenskim kupcem, česar zaradi majhnosti trga gotovo ne bodo počela, če bodo morala pridobivati soglasja. Eden pa meni, da bi takšna ureditev lahko imela negativne posledice.

42. Ali naj nova pravna ureditev predpiše shranjevanje informacij ter vzpostavitev sistema, s katerim se zagotovi sledljivost in arhiviranje transakcij v fazi predprodaje ter komu naj se omogoči vpogled?

V kolikor nova pravna ureditev predpiše dolžnost /način shranjevanja informacij, pri čemer razkritje informacij javnosti ne bi bilo obvezno, naj ima dostop do informacij zgolj regulator.

Po mnenju enega bi bilo tehnično težko zagotoviti način shranjevanja informacij o transakcijah, saj navadno informacije kdo je imetnik posamezne denarnice niso znane, včasih pa tudi več različnih investitorjev sredstva nakaže iz iste denarnice. Po drugi strani pa bi moral vsak ICO opraviti svoj KYC in AML (kar v zadnjem času tudi vsi delajo) in hraniti te informacije (glede varnosti hrambe bi bili vsekakor potrebni strogi predpisi), država pa lahko te informacije od vlagatelja dobi na podlagi poziva. Omogočiti vpogled vsem bi nasprotovalo samim temeljem kripto valut in bi namesto, da bi zadevo uredil, imel ravno nasproten učinek.

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

Večina je proti izdajanju potrdila o prejemu sredstev, saj po njihovem mnenju blockchain tehnologija že sama po sebi omogoča slednje in bi izdajanje takšnega potrdila bilo odveč oziroma bi bilo brezpredmetno.

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?

Polovici se zdi hramba zbranih sredstev na ločenem računu izdajatelja nepotrebna, ker zadoščajo obstoječa pravila oziroma bi takšna hramba omejila fleksibilnost projektov. Drugi polovici pa se zdi zanimiva oziroma smiselna, saj bi se na ta način zavarovali vlagatelji.

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

V večini nasprotujejo konsistentni uporabi določenega poslovnega modela, med tem ko eden predlaga ureditev, v kateri bi izdajatelj lahko vnaprej določil kdaj in pod kakšnimi pogoji lahko odstopa od zastavljenega poslovnega modela.

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

Sodelujoči menijo, da bi vlagatelji v žetone o uspešnosti projekta morali biti obveščeni preko uporabe digitalnih medijev (spletna stran, elektronska pošta,...), pri čemer eden meni, da bi bilo smiselno urediti minimalne standarde vsebine in oblike obveščanja tako o izidu zbiranja sredstev, kot tudi kasneje o razvoju samega projekta.

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?

Večina meni, da v kolikor bi se vzpostavila ureditev, v skladu s katero bi bila zahtevana vnaprejšnja potrditev ponudbenega dokumenta, potem je smiselno, da gre za poenoten dokument na ravni EU, ki bi avtomatično veljal v vseh državah članicah.

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?

Na splošno odgovori nasprotujejo postavitvi spodnje meje, nad katero bi bila ponudba žetonov zakonsko urejena, menijo pa da bi za manjše projekte veljala poenostavljena ureditev.

Eden je izpostavil vprašanje o smiselnosti take rešitve, saj bi lahko vodila v večje število manjših projektov z namenom izogibanja regulaciji.

Po drugi strani pa bi bilo za enega smotrno določiti spodnjo vrednostno mejo, ker se na trgu pojavljajo tudi številni manjši projekti, z majhnimi ambicijami ali le z eksperimentalnim namenom.

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

Vsi se strinjajo, da bi vlagatelji v ICO morali prejemati določene informacije tekom celega projekta. Pri tem so posamezni izpostavili, da bi te informacije morale biti odvisne od vrste žetona, periodične (npr. kvartalno) in ob določenih pomembnih dogodkih (npr. konec zbiranja sredstev, nadgradnji platforme). Obseg informacij, naj bi bil odvisen od projekta samega, pri čemer je eden izmed sodelujočih izpostavil, da naj informacije ne bi bile preveč obsežne, da ne pride do pretirane birokratizacije.

50. Kakšne pravice nadzora nad delovanjem izdajatelja naj imajo imetniki žetonov? Ali naj bo taka pravica vezana le na določene vrste žetonov? Katere? Ali naj bo taka pravica vezana na obstoj možnosti, žeton prodati na sekundarnem trgu?

Pravice nadzora nad delovanjem izdajateljev naj bodo odvisne od vrste/narave žetona. Po mnenju enega na uporabniške (utility) žetone pravice nadzora ne morejo biti vezane, pravo tako teh pravic ni ustrezno vezati na vzpostavitev sekundarnega trga. Po drugi strani pa dva predlagata, da se s spremembo zakonodaje oziroma vzpostavitvijo nove regulative žetonom dodeli določen status v zakonodaji, kar bo posledično uredilo tudi pravice imetnikov 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?

Določeni menijo, da svetovanja pri nakupu ali prodaji žetonov ni potrebno ometi na nadzorovane subjekte oziroma da bi to moralo biti odvisno od vrste žetonov (za investicijski žeton se šteje, da gre za investicijsko svetovanje, medtem ko za uporabniške žetone ni potrebna regulacija). Po drugi strani pa nekateri menijo, da bi individualno svetovanje moralo biti omejeno na nadzorovane subjekte oziroma da bi bilo priporočljivo, da svetovanje opravljajo zgolj osebe, ki so nadzorovane in imajo za takšno dejavnost posebno licenco.

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

Podobno kot pri prejšnjem vprašanju določeni menijo, da posredovanja pri nakupu ali prodaji žetonov ni potrebno ometi na nadzorovane subjekte oziroma da bi to moralo biti odvisno od vrste žetonov (za investicijski žeton se šteje, da gre za investicijsko svetovanje, medtem ko za uporabniške žetone ni potrebna regulacija). Drugi predlagajo, da v kolikor posredovanje pri nakupu in prodaji žetonov postane nadzorovana dejavnost, potem bi to dejavnost lahko opravljala le nova kategorija posrednikov.

Pojavlja pa se tudi mnenje, da je posredovanje pri nakupu in prodaji mogoče šteti kot dejavnost trgovanja na finančnih trgih za tuj račun, zato bi moralo biti omejeno na nadzorovane subjekte.

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?

Nekateri se zavzemajo za regulacijo in nadzor trgovalnih mest z žetoni, pri čemer se določeni zavzemajo za omejen obseg, ki ne bi pretirano omejeval nadaljnjega razvoja. Ob tem je bil izpostavljen tudi mnenje, da regulacija ni odvisna od vrste žetona.

Po drugi strani pa eden meni, da za trgovalne platforme, na katerih se trguje z žetoni, ki niso finančni instrumenti, ni potrebna posebna regulacija.

Sodelujoči izpostavljajo tudi možne težave pri izpeljavi takšne regulacije v praksi in poudarjajo globalnost teh trgovalnih platform ter s tem povezanih problemov (mednarodno sodelovanje in enovita pravna ureditev).

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?

Vsi poudarjajo, da je bistven namen ICO omogočiti naložbo najširšemu krogu zainteresiranih javnosti, torej tudi malim vlagateljem, pri čemer pa se strinjajo, da gre za izjemno tvegane

naložbe z veliko verjetnostjo izgube sredstev. Predlagajo, da regulator izbere ukrepe, ki bodo po eni strani ščitili vlagatelja po drugi pa ne bodo ovirali razvoja panoge. Eden od sodelujočih predlaga zgledovanje po predlogu crowdfunding uredbe, drugi da zadošča izjava vlagatelja v smislu, da naložba ne presega finančnih zmožnosti vlagatelja in da ob izgubi vloženih sredstev ne bo ogrožen njegov življenjski slog in preživetje. Spet tretji predlaga določeno omejevanje nakupa in trgovanja z žetoni s segmentacijo vlagateljev v rizične skupine na podlagi testa finančne pismenosti in da samo izjava vlagatelja, da se zaveda tveganj ni dovolj. Vsi se strinjajo, da si morajo ponudniki ICO prizadevati za kvalitetno in visoko informiranost vlagateljev (prospekti, opozorila, predstavitev).

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

Vsi menijo, da razdelitev vlagateljev po določbah ZUAIS ni primerna za ICO, saj je slednji primarno namenjen najširši populaciji vlagateljev. Spremembe naj gredo v smeri rahljanja kriterijev, ki veljajo za profesionalno stranko s čimer bi širša populacija dobila dostop do ICO.

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

Odgovori se razlikujejo. Medtem ko dva menita, da so primerni, dva ocenjujeta, da zgolj v manjšem obsegu.

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

Vsi sodelujoči menijo, da takšni subjekti na trgu že obstajajo.

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

Ključni problem po mnenju sodelujočih je omejitev nalaganja v alternativne sklade zgolj na profesionalne vlagatelje, kot jih definira ZUAIS. Eden je izpostavil tudi problem vzpostavitve sklada, ki bi nalagal v digitalne naložbe in čas trajanja, potreben za pridobitev licence regulatorja za vzpostavitev takšnega sklada. Drugi pa je izpostavil tudi problem osnovnega kapitala, ki je potreben za ustanovitev investicijske družbe.

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

Vsi se strinjajo, da bi moral ICO, ki izvaja naložbeno politiko, razkriti postopke skrbnih pregledov naložb in da bi morali biti ti postopki transparentni. Medtem ko eden poudarja, da bi

takšna entiteta morala biti dodatno regulirana, drugi predlaga, da bi metodologije lahko standardizirali.

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?

Dva menita, da bi bilo to potrebno, druga dva pa, da tehnologija potrebo po neodvisni tretji osebi odpravlja oziroma, da bi skrbništvo lahko reševali s samoregulacijo. Eden predlaga, da naj tretja oseba razpolaga tako z zasebnim kot javnim ključem digitalnih sredstev, s čimer bi se zagotovilo zahtevam po varnosti naložb, slednjo nalogo bi lahko opravljal tudi revizor. Večina se strinja, da banka ni primerna institucija za opravljanje teh storitev.

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?

Vsekakor bi bilo primerno pri urejanju žetonov preučiti ureditev množičnega financiranja v drugih državah, vendar je pri tem predvsem potrebno preučiti namen tovrstnega urejanja. Pravna ureditev je zgolj eden izmed korakov oziroma elementov, ki jih je potrebno vzeti v zakup. Med državami, ki so pri tem dosegle največji napredek, izpostavljajo 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.

Predlaga se tudi, da se sledi predlogu crowdfunding uredbe. Ključno za slovenska podjetja je, da lahko dostopajo do evropskega trga kapitala, saj je po tem mnenju kapitala v Sloveniji za večje projekte premalo.

62. Ali so potrebne kakšne druge spremembe veljavnih zakonov?

Medtem ko eni menijo, da je na morebitne spremembe veljavnih zakonov bolje počakati in pred tem ustvariti peskovnike (sandbox), ki ustvarjajo eksperimentalno okolje, v katerem lahko tako podjetja, kot tudi regulator preizkušajo različne rešitve ter po potrebi s predpisi usmerjajo in omogočajo ustvarjanje dobre prakse, drugi predlagajo spremembe oz. dopolnitve obstoječe zakonodaje (Zakon o preprečevanju pranja denarja, Zakon o varstvu potrošnikov, Zakon o elektronskem poslovanju na trgu, Zakon o gospodarskih družbah in Zakon o nematerializiranih vrednostni papirjih, davčna zakonodaja).

63. Kako primerno upoštevati mednarodni element ICO?

Odgovore posredovati javnosti v slovenščini in angleščini, posebej tistim, ki se ukvarjajo z ICO projekti in evropskim poslancem. Z objavo in dodatnim ozaveščanjem širše javnosti bi lahko

po mnenju enega ATVP aktivneje stopila v stik z globalno skupnostjo. Po mnenju enega obstaja velik razhod v pogledih med ZDA in EU, zato se zavzema za poenotenje v EU, da se na ta način blockchain podjetjem omogoči pregledno, učinkovito, hitro in cenovno ugodno poslovanje po celotni EU.

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

Odprava nepotrebne birokracije. Država naj spodbuja pošteno poslovno prakso in motivira inovativnost.

Potrebno je ločevati med različnimi vsebinami žetonov (utility token, equity token, securities token, currency token, asset token) in jih glede na naravo ustrezno obravnavati. V kolikor predstavlja žeton finančni instrument so namreč pravila že določena. Tudi v drugih primerih se lahko zgodi, da so pravila izdajanja in prodaje žetonov že določena (načelo tehnološke nevtralnosti).

Slovenija ima zaradi veliko aktivnosti na tem področju idealno priložnost, da okrepi svoj položaj tako na področju informacijskih tehnologij in širšega področja finančne industrije. Menijo, da je nujno potrebno znižati nivo pravne negotovosti, najprej z dajanjem pojasnil, kasneje pa tudi z zakonodajnimi prilagoditvami.