

Agencija za trg vrednostnih papirjev

Poljanski nasip 6

1000 Ljubljana

poslano na: ICO-posvetovanje@atvp.si

Ljubljana, dne 6.4.2018

ZADEVA: Odgovori na vprašanja iz ICO posvetovalnega dokumenta

Spoštovani,

zahvaljujemo se vam, ker ste na javnost naslovili posvetovalni dokument, in vam za to potezo čestitamo. Ocenjujemo, da je sodelovanje in komunikacija med regulatorjem in strokovno javnostjo, bistvenega pomena za nadaljnji razvoj Slovenije kot majhnega, prilagodljivega in progresivnega poslovnega okolja.

Na posvetovalni dokument smo se potrudili odgovoriti po najboljših močeh. Pomembno ugotovitev, ki jo želimo izpostaviti tudi tu na začetku, vidimo v dejstvu, da so v žetonu lahko zapisane pomembno različne pravice in dolžnosti. Prodaja žetonov, ne glede na to, ali tovrstna prodaja spominja na ICO transakcijo, mora biti presojana glede na pravice, ki so vključene v tak žeton. Če gre za pravice, ki pritičejo vrednostnim papirjem, potem je potrebno smiselno enaka pravila kot za vrednostne papirje uporabiti tudi za tovrstni žeton. Če žeton predstavlja pravico do ogleda gledališče predstave (ali nakupa sladoleda), pa pravila ki pritiče slednjima. Posledično smo to razlikovanje pri nekaterih vprašanjih izpostavljali posebej, ponekod pa odgovarjali generično.

Po našem mnenju bi bilo za poslovno okolje bistveno sledeče:

- razjasnitev kriterijev kdaj žetoni predstavljajo finančne instrumente in kdaj ne,
- odprava pravno-formalnih ovir za izdajo vrednostnih papirjev v obliki kriptografskih žetonov,
- omogočanje postavitve kolektivnih naložbenih podjetij, ki vlagajo v kriptografske naložbe, ki sprejemajo kriptografska sredstva, in ki svoje enote (točke) tudi izdajajo v obliki kriptografskih žetonov.

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«)?

Menimo, da je pri obravnavi žetonov potrebno slediti načelu tehnološke neutralnosti. Kriptografski žeton je medij vsebine, ki jo določi njegov kreator. Žeton lahko predstavlja plačilno sredstvo, vrednostni papir, gledališko vstopnico, vrednostni bon, pravico do glasovanja na zboru stanovalcev večstanovanjske hiše in še marsikaj drugega. Pojavne in vsebinske oblike kriptografskih žetonov, ki niso finančni instrumenti, so torej teoretično brezmejne.

Posledično menimo, da ni mogoče vseh žetonov, ki niso finančni instrumenti, obravnavati kot enotno skupino. Žetonizirani oz. tokenizirani gledališki vstopnici pritiče enaka pravna obravnava, kot gledališki vstopnici na papirju. V tem smislu je potrebno odpraviti morebitne pravne ovire, ki preprečujejo, da bi gledališče vstopnice prodalo v obliki žetonov, da bi jih potrošniki kupili, in z njimi preko prenosa takšnega žetona tudi razpolagali. Smiselno isti logiki bi bilo potrebno slediti tudi pri obravnavi žetonov, ki predstavljajo finančne instrumente. Na primeru gledališke vstopnice pravnih ovir sicer ni, se pa ovire za tokenizacijo pojavijo pri vrednostnih papirjih, poslovnih deležih, nepremičninah in nekaterih drugih oblikah sredstev. Kot pravna stroka in tudi kot družba se bomo morali vprašati ali obstoječi predpisi še vedno ustrezajo gospodarski in tehnološki realnosti današnjega dne. Načelo tehnološke neutralnosti pomeni, da predpisi ne bi smeli narekovati izbora tehnologije. Današnji predpisi na področju prava nepremičnin (prenos v digitalni obliki sploh ni mogoč), vrednostnih papirjev (tehnologijo nematerializiranih vrednostnih papirjev določajo klirinške družbe) in pri prenosu poslovnih delžev (prenos v digitalni obliki sploh ni mogoč) kršijo načelo tehnološke neutralnosti. Po našem mnenju bi to načelo morali v celoti sprejeti in odpraviti ovire za njegovo dosledno uporabo.

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

Samoregulacija, mehko pravo ali priporočila so vedno dobrodošla. Predvsem v primeru hitrega razvoja nove panoge je takšen pristop lahko dobrodošel, in sicer tako za gospodarske subjekte kot za regulatorje in zakonodajalce. Po našem mnenju je koristno pri samoregulaciji slediti načelu »comply or explain«, ki od gospodarskih subjektov ne zahteva spoštovanja takšnih pravil, ampak le pojasnila ko od tovrstnih

pravil odstopajo. Na področju vprašanj blockchaina in prava vrednostni papirjev pa po naši oceni 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?

Menimo, da žetonov, ki nimajo narave finančnega instrumenta, ne bi smeli regulirati na enoten način, saj so si med seboj lahko preveč različni (podrobneje v odgovoru na vprašanje številka 1).

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.)?

Tudi pri temu vprašanju vztrajamo pri načelu tehnološke nevtralnosti. Menimo, da s prihodom blockchaina in pojava tokenizacije ali žetonizacije ne ustvarjamo novih pravic, vendar jih le zapisujemo v novi obliki zapisa, ki je hitro in poceni prenosljiva. Posledično ne vidimo razloga, da bi morali določene, sicer pravno dopustne in prenosljive pravice, omejiti v smislu, da ne bi smele biti tokenizirane. Pravni red že danes pozna določene obličnostne omejitve, in sicer se nekatere pravice lahko prenašajo le na pravno predpisan način, npr. v slovenskem pravnem redu se poslovni deleži v družbah z omejeno odgovornostjo lahko prenašajo le s pogodbo, sklenjeno v obliki notarskega zapisa, za prenos nepremičnin je potrebno zemljiškoknjižno dovolilo z notarsko overjenim podpisom. Razmislek je potreben glede tega ali so v današnjem poslovnem življenju, podprtim z digitalnimi tehnologijami, smotrno za transakcije prenosa in ustvarjanja pravic predpisati obliko, ki zahteva fizično prisotnost nosilcev teh pravic, in ali morda ne bi bilo smotrnejše obličnostne omejitve odpraviti ali pa vsaj zmanjšati in zagotoviti tehnološko nevtralnost pri prenosu tourstnih pravic.

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?

Ni razloga, da bi pravice, ki tipično pritičejo lastniškim ali dolžniškim vrednostnim papirjem, le zato, ker so zapisane v kriptografskem žetonu in ne na listu papirja,

pripisali drugačen pravni tretma. To stališče je že dolgo sprejeto tudi v pravni teoriji¹.

Posledično menimo, da bi i) morali žetone, ki vsebujejo pravice, značilne za lastniške ali dolžnike vrednostne papirje, obravnavati v skladu s pravili, ki veljajo za take vrednostne papirje, in obenem ii) odpraviti morebitne pravne ovire, ki onemogočajo ali otežujejo izdajanje vrednostnih papirjev v obliki kriptografskih žetonov.

Če obe točki iz prejšnjega odstavka ne bosta izpolnjeni, bo to rezultiralo v nizki pravni gotovosti in varnosti, saj bodo nekateri izdajatelji na trgu uporabljali kriptografske žetone le za to, da se bodo izognili obveznosti spoštovanja s tem povezanih pravil. Na tak način bi vsem malim vlagateljem odrekli pravice in pravno varstvo, ki jim ga pravo vrednostnih papirjev zagotavlja.

Še pomembnejša posledica bo, da je trenutno tistim izdajateljem, ki želijo izdati tokenizirane oz. žetonizirane vrednostne papirje, in obenem spoštovati pravila prava vrednostnih papirjev, takšna transakcija bistveno otežkočena, če že ne onemogočena. Zato bi bilo potrebno sprejeti spremembe pravil, ki bi tovrstne transakcije omogočale, in sicer primeroma, vendar ne izključno: i) odpraviti omejitve iz 81. člena ZTFI, po kateri je javna ponudba vrednostnih papirjev javnosti dovoljena le v obliki nematerializiranih vrednostnih papirjev, ii) odpraviti obveznosti prodaje vrednostnih papirjev preko borznih posrednikov, saj je zaradi narave tehnologija (blockchain in pametna pogodba) njihova vloga odveč, ker jo avtomatično izvaja tehnologija sama, iii) spremeniti pravila, povezana s skrbništvom, saj lahko vsakdo v vsakem trenutku na blockchainu vidi stanje žetonov v denarnici ali v pametni pogodbi.

Cilj zakonodajnega urejanja bi torej moral biti prilagajanje obstoječih pravil z namenom, da imajo udeleženci trga možnost novo tehnologijo uporabiti v vsem njenem potencialu, z namenom, da se poviša varnost poslovanja, poveča uporabniška izkušnja, in znižajo stroški poslovanja. V nasprotnem primeru bo edina novost blockchaina le uporaba drugačne tehnologije za isti način poslovanja, kot ga poznamo danes.

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

¹ npr. Juhart, Plavšak: Komentar OZ, 2. knjiga (2003), str. 97

pravna ureditev status izdajatelja pripozna tudi novim družbenim tvorbam? Katerim?

Obstaja močna vsebinska povezava med umetno inteligenco, družbenim delovanje skupnosti kot celote (avtonomne distribuirane organizacije - DAO) in blockchain tehnologijami. Z njo povezano je tudi vprašanje ali je lahko umetna inteligenca ali DAO svoja lastna pravna oseba oz. subjekt pravic in obveznosti.

Obenem menimo, da na praktični ravni in tudi na teoretični ravni to vprašanje bistveno presega namen in obseg tega posvetovalnega dokumenta, in da gre za ločeno vprašanje. Pravna teorija je že veliko pozornosti namenila vprašanju pravne osebnosti v povezavi z umetno inteligenco. Gre za pravno vprašanje, ki bistveno presega področje prava vrednostnih papirjev in s tem tudi pristojnosti ATVP, in naše mnenje je, da je razprava o temu vprašanju sicer za prihodnost zelo pomembna, vendar bi jo bilo potrebno opraviti v širšem krogu (teorija prava, civilno pravo).

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?

Pravilno bi bilo, da zakonodaja to omogoči, in sicer preko glasovanja vseh imetnikov žetonov, ki lahko z zakonsko določeno večino podprejo predlagano spremembo vsebine žetona.

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

V tej zvezi ponovno sledimo načelu tehnološke nevtralnosti in tudi prejšnjega vprašanja. Če je bil npr. žeton izdan z zavezo, da bo izdan na tehnologiji Ethereum, bi morali imeti imetniki pravico glasovati v primeru spremembe. Če je bil žeton izdan brez zaveze uporabe tehnologije, potem smiselno takšno glasovanje ni potrebno.

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

Z uporabo splošnih pravil mednarodnega zasebnega prava.

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

Ne. Za takšno omejitev ne najdemo nobenega razumnega argumenta.

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. Za takšno omejitev ne najdemo nobenega razumnega argumenta.

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?**

Če izdan v Republiki Sloveniji, pomeni, da ima družba izdajateljica sedež v RS: Po našem mnenju v takem primeru zakonodaja ne bi smela zahtevati tega. Če bo namreč družba izdajateljica žetone želela prodajati v ZDA, bo morala verjetno spoštovati pravo ZDA. Takšna določba bi torej slovenskim družbam otežila poslovanje in ponujanje v tujini.

Če izdan v Republiki Sloveniji, pomeni, da družba, ki ima sedež kjerkoli izven RS; ponudi žetone slovenskim osebam: Pravno korektno bi bilo, da podobno, kot v prejšnjem odstavku, tudi tu zavzamemo isto stališče. Vendar se je potrebno zavedati objektivne velikost in umeščenosti RS v globalno poslovanje – ponudniki ne bodo namenjala časa, energije in denarja, da se bodo prilagodili specifikam slovenske zakonodaje, ampak bodo Slovenijo enostavno črtali iz držav, kjer ponujajo storitve. Zato priporočamo, da Slovenija takšnih posebnih omejitev in zahtev, ki presegajo določbe prava EU, ne uvaja.

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?**

Najprej želimo opozoriti, da na področju prava vrednostnih papirjev in prava varstva potrošnikov, trenutne ureditve za določene primere že določajo pristojnost sodišč tudi po kraju sedeža kupca/vlagatelja/potrošnika. Gre za kogentne določbe, njihov namen pa je zaščita šibkejše stranke. Verjetno je smotrno, da se ta ureditev obdrži.

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

Po našem mnenju to ni nujno potrebno. Obenem pa iz druge perspektive menimo, da bi bilo obvezno razkriti kakršnokoli udeležbo vseh povezanih oseb v žetonih, vključno z opcijskimi pravicami, pravico do plačila za delo v obliki žetonov, zgodaj kupljene žetone po nizki ceni, ipd.

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

Če se vprašanje nanaša na zavarovanje odškodninske odgovornosti, podobno kot zavarovanje odškodninske odgovornosti članov organov upravljanja in nadzora, ali kot zavarovanje poklicne odgovornosti – je odgovor ne. Tovarstne zavarovalne ponudbe ni na trgu in bodo projekti imeli težave, da jo pridobijo.

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?

V nadaljevanju pregledujemo vsak element posebej.

- *zahteve glede oblikovanja pravil in postopkov za zagotovitev poštene vrednosti žetonov*

Če gre za žetone, ki predstavljajo finančne instrumente, potem ta pravila obstajajo že danes in se bodo smiselno uporabila.

Če gre za žetone, ki ne predstavljajo finančnih instrumentov, potem ponovno menimo, da je generalen odgovor nemogoč. Pri žetonih, ki niso finančni instrumenti, gre verjetno za potrošniški instrument, pri katerem bo moralo biti bolj jasno kaj potrošniku prinese en žeton.

- *zahteve glede preprečevanja, upravljanja in razkrivanje nasprotij interesov, oseb, ki so odgovorne za izdajo,*

Menimo, da mora biti vsaka oseba, ki pridobi žetone na drugačen način, kot v javni prodaji, razkrita, prav tako morajo biti razkriti pogoji, pod katerimi je te žetone prejela. Če bo šlo za finančne instrumente, tak set pravil že obstaja, in jih je potrebno smiselno uporabiti.

- *vzpostavitev postopkov za obravnavanje pritožb vlagateljev,*

V primeru potrošniških sporov, tak sistem že obstaja, in po našem mnenju so izdajatelji zavezani k nudenju potrošniške mediacije in reševanja sporov.

V primeru finančnih instrumentov, je tudi že s samim pravom določena sodna pristojnost sodišč.

Tu gre za vprašanje, ki ni specifično blockchainu, in sicer da se vse tovrstne spore digitalizira in omogoči njihovo on-line reševanje.

- *zagotavljanje, da je informacijski sistem, ki se uporablja v okviru ICO, robusten in varen*

Menimo, da se bodo sčasoma izoblikovali standardi blockchain tehnologij. Znano nam je, da se že pripravlja ISO standard v tej zvezi. Posledično menimo, da je še prezgodaj, da bi tehnične standarde določalo pravo, ampak bo potrebno počakati na standardizacij.

- *druge zahteve, ki bi bile primerne za zakonodajno ureditev?*

*K temu pa želimo dodati sledeče dejstvo, ki pa predstavlja pomembno novost po naši oceni. Na trgu se pojavljajo in se bodo vedno bolj pojavljali **hibridni žetoni**. Gre za žetone, ki bodo uporabnikom omogočili dostop do storitve ali izdelka, obenem pa so izdani tudi z namenom, da se financira razvoj in izdelava tega izdelka. Analiza takšnega žetona pokaže, da:*

- *gre za potrošniški izdelek, ki ga bodo številni kupili z namenom, da izdelek potem uporabljajo, le da se zavedajo, da bodo na izdelek morali še počakati,*
- *gre iz perspektive izdajatelja predvsem za instrument zbiranja zagonskega kapitala, ki je po svoji naravi ena najbolj tveganih kategorij kapitala,*
- *gre potencialno s strani kupcev tudi za špekulativni finančni instrument, saj je verjetno vrednost slednjega ob izdaji nižja, kot pa bo takrat, ko ga bo mogoče zamenjati za izdelek ali storitev,*
- *gre potencialno s strani kupcev le za potrošniški instrument s popustom, in ga kupijo zato, ker želijo uporabljati izdelek/storitev, so pa zanj pripravljene plačati v naprej v zameno za nižjo ceno, ki jo smatrajo kot komercialni popust in ne kot finančni donos.*

*Menimo, da so tourstni hibridni žetoni **tista glavna novota, ki jo prinaša blockchain v pravnem smislu**, in odločiti se moramo, ali jim bomo pripisali bolj investicijsko ali bolj potrošniško naravo.*

Menimo, da je glavna zakonodajna intervencija potrebna tu, obenem pa ocenjujemo, da je že v pripravi. V mislih imamo predvsem predlog evropske uredbe o množičnem financiranju². Slednja daje možnost organizacije množičnega financiranja, pri čemer tudi določa pogoje glede ugotavljanja zahtevanih standardov kdo lahko vlaga (in to ne na podlagi statusa poučenega ali profesionalnega vlagatelja) in kakšna razkritja so potrebna. Menimo, da je pristop uredbe smiselno primeren tudi za množično prodajanje hibridnih žetonov.

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?

V primeru finančnih instrumentov, da. V primeru uporabnih žetonov (pravica do uporabe programske opreme, gledališče vstopnice ipd) ni razloga, da bi bile zahteve glede razkritij večje, kot so podane danes, če nekdo prodaja istovrstno vsebino v drugi obliki.

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, svetovalc itd.)?

Da.

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

Menimo, da je koncept poučenega ali profesionalnega vlagatelja do neke mere preživet, ne pa več nepotreben. Da z nami to razmišljanje deli celo Evropska

² Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on European Crowdfunding Service Providers, (ECSP) for Business (Text with EEA relevance), {SWD(2018) 56 final} - {SWD(2018) 57 final}, COM(2018) 113 final, 2018/0048 (COD)

komisija, je predlog crowdfunding uredbe³, ki omogoča, da posamezniki ob določenih omejitvah vlagajo sredstva v zagonska podjetja, kar po svoji naravi predstavlja eno najbolj tveganih investicij.

Prav tako menimo, da je v primerjavi s številnimi drugimi državami, pridobitev statusa poučenega vlagatelja v slovenskem pravnem redu nepotrebno zapletena. V tem smislu bi bilo smotrno razmisliti o njeni osvežitvi, ki bi potem imela vpliv tudi na prodajo žetonov, ki predstavljajo finančne instrumente.

Pri prodaji žetonov, ki niso finančni instrumenti, omejitve niso potrebne, prav tako pa v takšnih transakcijah kupec ni vlagatelj, ampak potrošnik.

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. Vse, kar predlaga vprašanje, po našem mnenju predstavlja ustrezen element dokumenta o razkritjih. Menimo, da je vprašanje obveznih elementov o razkritjih kompleksno. Ogledati si velja kakšno rešitev v tej zvezi ponuja predlog crowdfunding uredbe⁴ v svojem členu 16. Razmisliti velja tudi o tem, da se določeni elementi razkritij definirajo kot obvezne, določene pa kot opcijske, saj ne bodo vsi prišli v poštev pri vseh vrstah hibridnih žetonov.

Predstavitvenih dokumentov se običajno kasneje ne spreminja in njihove spremembe niso dopustne. Novosti in morebitna odstopanja je potrebno sporočiti kupcem žetonov in javnosti na drugačen način, in sicer preko rednih poročil o poslovanju.

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?

³ ibid.

⁴ ibid.

Da. Gre za informacije, ki imajo ključen vpliv na ceno žetonov. S tem, da nekateri žetone pridobijo s plačilom, drugi pa na drugačen način (bodisi kot nagrado bodisi kot plačilo), ekonomsko dejansko plačniki krijejo ceno oz. strošek emisije celotnega žetona. Gre torej za dejstva in podatke, ki so bistveni za to, da vsak kupec ali vlagatelj presodi smotrnost nakupa in ceno žetona.

- 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.

- 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.

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

Da.

- 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.

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

Ne, po našem mnenju gre za preveč kompleksno in tehnično razkritje, ki načeloma ne vpliva na položaj kupcev ali vlagateljev.

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

Angleščino kot obvezen jezik. Ostali prevodi po želji izdajatelja.

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

Ker ne razumemo točno, za kakšno vzdrževanje gre, ne znamo odgovoriti.

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

Ne. Gre za instrument, ekvivalenten delnici ali pravici do dobička, in dejstvo, da je izdana v obliki žetona, ne zahteva dodatnih pravil.

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

Z zakonom – ne. Tako kot nikjer zakonodaja ne določa koliko vrednostnih papirjev ali koliko blaga/storitev sme prodati gospodarski subjekt. So pa po našem mnenju dopustne drugačne omejitve iz točno določenih razlogov. Podpiramo osnutek crowdfunding uredbe.

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

Da. To je tudi edini, po naši oceni, varen način izvedbe ICO – s pametno pogodbo in avtomatičnim kriterijem žetonov. V takem primeru bi vlagatelji lahko na naslovu pametne pogodbe sproti videli količino uplačanih sredstev.

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

Obstoječa pravila bi bilo potrebno temeljito spremeniti. Po našem mnenju je ključno sledeče:

- *V prvi vrsti prilagoditi slovenski ZPPDFT-1 novi EU direktivi, in sicer zagotoviti, da ZPPDFT-1 ne postavlja strožjih zahtev od EU direktive,*
- *Zagotoviti tehnološko nevtralnost izvajanja identifikacije uporabnikov, in sicer iz zakona tehnične zahteve premakniti v pravilnik. Trenutne zakonske zahteve za izvajanje videoidentifikacije so nerazumne.*
- *Pri prodaji žetonov, ki ne predstavljajo finančnih instrumentov, postopki po ZPPDFT-1 ne bi smeli biti zahtevani, saj ni logično, da se ta zakon uporablja v primeru, ko subjekt prodaja tokenizirane gledališke vstopnice.*

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 ustrežnejši, če bi v njem sodelovala oseba, ki je pooblaščen ponudnik investicijskih storitev?**

Menimo, da je ta aspekt v sferi izdajatelja in da ga ni potrebno posebej regulirati. Gre za poslovno tveganje izdajatelja in mora ravnati z najvišjo mero skrbnosti.

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

To vprašanje po našem mnenju 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 našem 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, je sprejemljivo, vendar ob predpogoju jasnega in celovitega razkritja.

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

Ne, to po našem mnenju ni potrebno.

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

Menimo, da bi bilo to koristno, in sicer v primeru prodaje žetonov, ki so finančni instrumenti, in v primeru hibridnih žetonov. V primeru uporabniških žetonov, to ni potrebno. Idealno bi bil dokument standardiziran vsaj za cel EU.

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

V primeru žetonov finančnih instrumentov, predlagamo smiselno enako ureditev, kot danes.

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

V primeru žetonov finančnih instrumentov, predlagamo smiselno enako ureditev, kot danes.

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)?

Da, tudi v takem primeru predlagamo smiselno enako ureditev, kot danes (zahteve za poučene vlagatelje so drugačne).

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

Da, lahko jo predstavlja, vendar se moramo zavedati, da blockchain ni lokalna dejavnost, in ob razmišljanju o zakonodaji Republike Slovenije, moramo razmišljati o dveh scenarijih:

- *Kako zagotoviti, da bodo slovenska podjetja najlažje poslovala iz tujine in napadala tuje trge,*
- *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.*

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

Nismo sicer strokovnjaki za tehnični aspekt, ampak po našem mnenju blockchain omrežja, z izjemo nekaterih, tourstno funkcionalnost omogočajo samo po sebi (trackability by design).

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

Po našem razumevanju je pri blockchain tovrstne tehnologije to odveč.

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?**

Po našem mnenju je to gotovo zanimivo za množično financiranje, vendar se je potrebno zavedati, da smo s tem ustvarili instrument, zelo podoben delnici. Trenutno pa po našem razumevanju zaradi določb ZTFI tovrstnega žetona javnosti ne bi smeli prodajati.

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

Ne. Tudi pri izdaji delnic in obveznic gre za generična instrumenta, ki nista vezana na specifično dejavnost izdajatelja.

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

Tu je verjetno ustrezen standard dobre prakse, in sicer vsi projekti v blockchain okolju uporabljajo vsak svojo spletno stran, in neposredne komunikacijske kanale za komunikacijo s svojimi uporabniki.

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?**

Dokument naj bo poenoten in uporabljen v vseh državah.

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?**

To bi bilo smotrno, saj se poleg velikih transakcij, pojavljajo na trgu tudi številna manjša, z majhnimi ambicijami ali le z eksperimentalnim namenom. Način ugotavljanja vrednosti kriptovalu je verjetno računovodsko vprašanje, do katerega se bodo morale opredeliti tudi računovodske/revizijske inštitucije.

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?

Odvisno od tega, kakšne pravice žeton prinaša, ali gre za finančni instrument, in kakšne zaveze in obljube so bile kupcem dane. V primeru investicijskih žetonov, bi bila razkritja lahko podobna razkritjem, ki jih zahteva prospektna uredba (z ustreznimi prilagoditvami) ali predlog crowdfunding uredbe. Pri uporabniških žetonih je verjetno potrebno zapisati le katero storitev/produkt, kdaj in v kakšnem obsegu bo kupec prejel.

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?

Da, strinjamo se s tezo, da je pravica do nadzora odvisna od tega, za kakšno vrsto žetonov gre. Prav tako naj bodo te pravice določene in fiksirane v naprej, ob izdaji.

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?

Če gre za investicijske žetone, potem gre verjetno za investicijsko svetovanje. Če gre za uporabniške žetone, potem je regulacija odveč. V primeru hibridnih žetonov, se nagibamo možnosti, da so slednji v okviru določenih omejitev obravnavani podobno, kot uporabniški žetoni.

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

Enako kot prejšnji odgovor.

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?

Trgovalne platforme, ki omogočajo trgovanje s finančnimi instrumenti, so po našem razumevanju regulirane in nadzorovane že danes. Trgovalne platforme, ki omogočajo trgovanje z žetoni, ki niso finančni instrumenti, po našem mnenju trenutno posebne regulacije ne potrebujejo (prodaja gledaliških vstopnic ne sme postati regulirana transakcija).

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?

O tem smo mnenje podali že v odgovoru na vprašanja 16 in 19. V primeru žetonov, ki predstavljajo finančni instrument, se nam zdi pragmatičen pristop predloga crowdfunding uredbe.

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

Ponovno se sklicujemo na odgovora na vprašanja 16 in 19, saj ocenjujemo, da je način ugotavljanja profesionalnih strank v obstoječem sistemu preživet in preveč restriktiven.

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

V manjšem obsegu, da. V velikem, verjetno ne. Gre za zelo tvegane naložbe. Danes to ne predstavlja težave, saj je za sodelovanje in nakup potrebno veliko tehničnega znanja.

5.7. Vprašanja v zvezi s kolektivnimi naložbenimi podjetji

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

Da.

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

Po našem razumevanju je strukturo, kjer je enote v skladu mogoče izdati v žetonih, in ki lahko vlaga v druge kriptografske žetone, mogoče vzpostaviti le v obliki alternativnega investicijskega sklada. Slednji pa je dopusten le za poučene vlagatelje. In slednje predstavlja glavno oviro, saj ni razloga, da naložb v kriptografske žetone ne bi omogočili tudi malim vlagateljem, in da obenem enot naložbe ne bi evidentirali v obliki žetonov. To bi bilo potrebno omogočiti.

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

Da, tako kot sklad.

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?

Menimo, da tehnologija blockchain v veliki meri odpravlja potrebe po posrednikih in skrbnikih. Vlogo skrbnika tako prevzema tehnologijo in menimo, da je bolj smotrno postaviti pravila glede tehnične skladnosti skrbništva, kot pa določati osebo, ki bo to izvajala. Skrbniške storitve izvaja pametna pogodba, dostop do nje pa je lahko v tehničnem smislu predpisan.

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?

Da, predlagamo, da sledimo predlogu crowdfunding uredbe. Ključno za slovenska podjetja je, da lahko dostopajo do evropskega trga kapitala, saj je kapitala v Sloveniji za večje projekte premalo. To odganja mlade in perspektivne posameznike, ki kapital z lahkoto najdejo ponekod drugod v EU in v ZDA.

62. Ali so potrebne kakšne druge spremembe veljavnih zakonov?

Veliko dilem je potrebno razčistiti na področju davkov, prilagoditi ZPPDFT-1 modernim oblikam digitalnih identitet, zagotoviti pravilno razumevanje pravil varstva zasebnosti.

63. Kako primerno upoštevati mednarodni element ICO?

Razhod v pogledih med ZDA in EU je zelo velik. Menimo, da bi bilo koristno najprej poenotiti celotno EU in blockchain podjetjem omogočiti pregledno, učinkovito, hitro in cenovno ugodno poslovanje po celotni EU.

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

Da. Razmišljati je potrebno, kako bomo v Sloveniji poslovanje poenostavili, pocenili in pohitrili. Obenem je nujno potrebno znižati nivo pravne negotovosti, najprej z dajanjem pojasnil, kasneje pa tudi z zakonodajnimi prilagoditvami. Le na tak način bomo lahko v Slovenijo privabili več kapitala, s tem pa ohranili pametne in sposobne posameznike, ter si tako zagotovili dolgoročno blaginjo.

Na voljo smo vam za morebitna dodatna pojasnila.

Odvetništvo Novak, d.o.o., o.p.

Nejc Novak, LL.M. (UCL) s sodelavci

Predmetno besedilo ni pravno mnenje, ampak razmišljanje in analiza zadevne teme, pri čemer smo upoštevali tako trenutno veljavno zakonodajo, kot tudi razmislek o tem, kakšna bi zakonodaja lahko bila v prihodnosti. Kljub temu, da smo besedilo pripravili v skladu s strokovno skrbnostjo, se izrecno omejujemo do zaveze, da so vse navedbe, stališča in razmisleki pravno pravilni in da bi v primeru, če bi bila ta vprašanja predmet sodne presoje, stališča sodišč oz. drugih subjektov takšna, kot zaključki iz tega besedila. Nobena oseba se ne more zanašati na to besedilo in mi nikomur ne odgovarjamo in ne jamčimo za pravilnost navedb.