

**POSVETOVALNI DOKUMENT**

**ATVP**

**ODGOVORI ŠTUDENTOV**

**PRAVNE FAKULTETE UNIVERZE V LJUBLJANI**

**V ZVEZI Z UREJANJEM PODROČJA**

**ZBIRANJA SREDSTEV Z UPORABO**

**TEHNOLOGIJE PODATKOVNIH BLOKOV**

**(ICO)**

**Marec 2018**

Pri pripravi dokumenta so sodelovali: Emilija Stepan, Eva Morgan, Bajda Barbara, Kristjan Brozovič, Teja Pirnat, Karin Dodic, Zan Sporn, Aljaž Petek, Tadej Francelj, Vid Kutoš, Ana Hostar, Peter Kecman, Tanja Trdan in Anja Blaj

## 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»)?

Da bi zagotovili ustrezno varstvo izdajateljev žetonov in investitorjev (zlasti fizičnih oseb, ki nimajo potrebnega znanja za realno oceno tveganosti posamezne investicije), bi bilo potrebno za ICO, katerih predmet je žeton, ki ni finančni instrument, vzpostaviti določene smernice oziroma pravila v obliki mehkega prava (soft law) oziroma samoregulacije.

Posebna zakonska ureditev ne bi bila primerna, saj bi zaradi hitrega razvoja tehnologije hitro postala obsoletna. Zakonska ureditev je toga, njeno spreminjanje počasno in se ne bi moglo prilagajati razmeram na trgu. Hkrati bi v postopku sprejemanja zakona lahko prišlo do prevlade političnih interesov.

Future ICO bodo *securities*, zato gremo v smeri poenostavljenega IPO postopka.

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

Da. Glej 1. odgovor.

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

V kolikor se v prihodnosti pokaže potreba po vzpostavitvi pravne ureditve, vsekakor.

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).

*(Menimo, da bi smiselno naravo finančnega instrumenta razlagati v povezavi z decentraliziranimi borzami in njihovo možnostjo omejevanja.)*

## 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.)?

Načeloma smo mnenja, da naj se pri urejanju oziroma omejevanju pravic, ki jih inkorporirajo žetoni, upošteva že obstoječe pravo. Trenutno nam ni poznan primer, ki bi potreboval posebno ureditev. Dopuščamo možnost, da praksa pokaže nasprotno.

**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?**

Z vidika vseh možnosti, ki jih tovrstna tehnologija oziroma žetoni prinašajo, se nam ne zdi smiselno, da takšne žetone omejujemo na podoben način. Mnenja smo, da mora praksa najprej pokazati katere pravice in koristi žetoni sploh prinašajo, regulacija pa naj se vzpostavi šele, ko praksa pokaže potrebo po dodatnem zavarovanju tovrstnih pravic.

**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?**

Če naj se predpostavi, da je treba postopek ICO vsaj deloma regulirati, mora imeti izdajatelj sposobnost nastopati kot stranka v postopku pred regulatorjem oziroma imeti možnost uveljavljanja pravnega varstva zoper morebitne ukrepe regulatorja. Navedeno je tako osnovna procesna predpostavka (in hkrati takšne vrste predpostavka, na katero morajo vsi državni organi ves čas paziti po uradni dolžnosti), da brez nje bržkone ne bi šlo. Upošteva se širino možnosti, ki bi bile izdajatelju na voljo (32. člen veljavnega ZTFI - BHP, investicijsko podjetje, banka ali upravljavec organiziranega trga, organiziran v skladu z zakonodajo katerekoli države članice EU ali podružnica takšnega tujega subjekta v katerikoli državi članici EU), to niti ne bi smela biti posebna ovira.

Drži sicer, da se nekateri (številni?) ICO-ti vršijo tudi s strani takšnih ali drugačnih tvorb, ki ne spadajo v navedene gabarite, vendar gre pri teh bržkone za cilj ne biti subjekt regulacije. Takšnih ICO-tov najbrž nikoli ne bo mogoče zajeti. Cilj slovenske zakonodaje - kot zakonodaje majhne države - je med drugim lahko tudi ustvariti privlačno in stabilno okolje za ICO-te, ter s tem pritegniti zaupanje vlagateljev iz drugih držav članic EU in širše.

**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?**

Možnost naknadne spremembe pravic pomeni po eni strani fleksibilnost za izdajatelja (če npr. ne bi več zmožni bremena pravic z žetona, bi jih lahko npr. razpolovil), a po drugi strani, tveganja za vse investitorje, da bi njihova investicija zgolj zaradi enostranske odločitve izdajatelja precej razvodenela.

Za žetone, ki bi bili regulirani, navedeno ne bi smelo biti dopustno brez sklepa ustrezne kapitalске večine. To bi pomenilo, da bi bili imetniki, vsaj večji ali vsaj zadostna skupina manjših, zaščiteni pred samovoljnim razvrednotenjem njihove investicije.

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

Skladno s skrbnostjo dobrega gospodarstvenika mora vsakdo skrbeti za obstoj in delovanje tehnične platforme po najboljših močeh. Spremembe tehničnih platform so v veliki večini posledica prilagajanja stanju na trgu. Za tovrstne spremembe torej ni potrebe po uveljavljanju novih pravil.

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

Jurisdikcijo naj se določi po pravilih 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.

### **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.

ZTFI ne določa obveznosti, da bi moral biti izdajatelj, ki ponuja vrednostne papirje v Sloveniji, tudi registriran v Sloveniji. Pravzaprav je ureditev po ZTFI dvotirna in se razlikuje glede na to, ali je izdajatelj oseba države članice EU ali tretje države.

Če je izdajatelj registriran v Sloveniji, je RS matična država članica izdajatelja, vrednostni papirji pa se ponujajo: a) tako v Sloveniji kot v drugi državi članici, b) samo v drugi državi članici, ne pa tudi v Sloveniji (82. člen). V takšnem primeru prospekt potrdi ATVP (37. in 72. člen). V primeru, da izdajatelj ni registriran v Sloveniji, ampak v drugi državi članici EU, ponudba vrednostnih papirjev pa je dana tudi v Sloveniji, ima RS položaj države članice gostiteljice. V takšnem primeru prospekt potrdi nadzorni organ matične države in notificira ATVP (82. in 83. člen). Izdajatelj pa je lahko registriran tudi v tretji državi in vrednostne papirje ponuja v Sloveniji. V takšnem primeru mora izdajatelj imeti za vsa dejanja v zvezi s ponudbo pooblastiti osebo, ki v RS lahko opravlja investicijske storitve – tj. investicijsko podjetje, ki na podlagi dovoljenja ATVP ustanovi podružnico v RS. Izdajatelj kot matično izbere eno od držav, kjer so bili vrednostni papirji ponujeni javnosti. Če izbere RS za matično državo, ATVP potrdi prospekt, če je sestavljen v skladu z mednarodnimi standardi in zahtevami po ZTFI; presoja ekvivalence skladno s stališči ESMA (86. – 88. člen).

Za razliko od javne ponudbe vrednostnih papirjev, ICO zaenkrat še niso enotno urejeni na ravni EU. Posledično ni mogoče uporabiti dvotirne ureditve, ki jo pozna ZTFI. Ne glede na to bi bila zahteva po registraciji izdajatelja ICO, ki v RS ponuja žetone, ki imajo podobne lastnosti kot vrednostni papirji, neprimerna, saj bi izdajateljem ICO nalagala obveznosti, ki presegajo tiste, ki jih ima izdajatelj vrednostnih papirjev tretje države v skladu z ZTFI.

Matična država izdajatelja ICO bi bila država, v kateri ima ICO podjetje svoj sedež. Kadar bi bila država izdajatelja ICO Republika Slovenija bi lahko ATVP white paper (op.p. bela knjiga) presojala skladno s svojimi smernicami ob smiselni uporabi ZTFI. Kadar izdajatelj ICO ne bi bil registriran v Sloveniji in bi white paper sestavil po pravu druge države, bi pa v Sloveniji ponujal žetone s

pravicami, podobnimi vrednostnim papirjem, bi ATVP lahko opravila osnovno presojo, ali je white paper sestavljen tako, da je v zadostni meri zagotovljeno varstvo vlagateljev.

**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.

**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?**

Kaj narekujejo splošna pravila?

Avtonomija strank ima v mednarodnem zasebnem pravu pomembno vlogo. Na področju mednarodne pristojnosti se izraža v možnosti sklenitve sporazuma o pristojnosti, prav tako lahko stranki določita tudi pravo, ki naj se uporabi v primeru spora. Ne glede na morebitno nacionalno ureditev, morajo zaradi načela primarnosti prava EU tudi ICO-ti ravnati skladno z uredbami EU s področja mednarodnega zasebnega prava, če niso izrecno izključeni iz področja njihove veljave. Glede na obstoječe uredbe EU s področja mednarodnega zasebnega prava in ZMZPP imata izdajatelj ICO in vlagatelj pravico skleniti sporazum o pristojnosti in o uporabi prava, pri čemer morata spoštovati določene zahteve.

#### a) Določitev mednarodne pristojnosti v zvezi z ICO

Prorogacijo pristojnosti urejata tako Zakon o mednarodnem zasebnem pravu in postopku (v nadaljevanju ZMZPP) kot tudi Uredba (EU) št. 1215/2012 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 12. decembra 2012 o pristojnosti in priznavanju ter izvrševanju sodnih odločb v civilnih in gospodarskih zadevah (v nadaljevanju Uredba Bruselj I bis).

Uredba Bruselj I bis se uporablja za vse civilne in gospodarske zadeve z mednarodnim elementom, razen tistih, ki so skladno z drugim odstavkom 1. člena izrecno izključene iz njenega dometa. Zdi se, da ICO te pogoje izpolnjuje in se zanje lahko uporablja Uredba.

Kadar se stranki, ne glede na njuno stalno prebivališče oziroma sedež, dogovorita, da mora biti za spore, ki so ali ki bodo mogoče nastali v zvezi z določenim pravnim razmerjem, pristojno določeno sodišče ali sodišča določene države članice, je po 25. členu Uredbe BU-1 bis pristojno to sodišče oz. sodišča te države članice, razen če je po pravu navedene države članice materialna veljavnost dogovora nična. Glede na navedeno določbo, bi bilo potrebno upoštevati Uredbo Bruselj I bis v vseh primerih, ko se izdajatelj ICO in vlagatelj dogovorita za pristojnost enega ali več sodišč države članice EU.

Dogovor o pristojnosti je veljaven samo, če je določljiv in če izpolnjuje obličnostne zahteve, kot jih določa prvi odstavek 23. člena Uredbe Bruselj I. Dogovor o pristojnosti mora biti sklenjen v pisni obliki ali potrjen v pisni obliki; ali v obliki, ki je v skladu s prakso, ki je ustaljena med strankama; ali v mednarodni trgovini v skladu z mednarodnimi trgovskimi običaji, ki so znani strankam ali bi jim morali biti znani in ki so splošno priznani v mednarodni trgovini in redno upoštevani s strani strank pogodb istega tipa v okviru zadevne panoge. Vsaka komunikacija po elektronskih medijih, ki zagotavlja trajen zapis dogovora, je enakovredna pisni obliki.

V primeru ICO bo prorogacijska klavzula pogosto del pogojev poslovanja izdajatelja ICO. Kadar je klavzula o pristojnosti določena v splošnih pogojih, je po stališču Sodišče EU dopustna, če so bili splošni pogoji omenjeni v instrumentih, ki tvorijo pogodbo med tema strankama, in posredovani ob njeni sklenitvi.

Glede na to, da je splošna ureditev prorogaciji naklonjena, se nam zdi smiselno, da imata tudi ICO izdajatelj in vlagatelj možnost skleniti dogovor o pristojnosti.

Kadar stranki določita pristojnost sodišča države, ki ni država članica EU, se takšen dogovor presoja skladno z ZMZPP, če ni z drugim zakonom ali mednarodno pogodbo določeno drugače (prim. 4. člen ZMZPP). Bistvena razlika med ureditvijo prorogacije pristojnosti po Uredbi Bruselj I bis in ZMZPP je, da mora biti v primeru prorogacije sodišča v tretji državi, ki ni država članica EU, vsaj ena od strank tuj državljan in da mora biti glede na subsidiarno uporabo pravil Zakona o pravnem postopku (ZPP) dogovor o pristojnosti sklenjen v pisni obliki.

Če med strankama ni bil sklenjen dogovor o pristojnosti, se Uredba Bruselj I bis uporabi pod pogojem, da ima toženec stalno prebivališče v državi članici EU. Po prvem odstavku 4. člena Uredbe Bruselj I bis je za spor splošno pristojno sodišče države članice toženčevega stalnega prebivališča. V primeru, da lahko obveznosti iz ICO opredelimo kot pogodbeno obveznost je toženec po prvem odstavku 7. člena Uredbe Bruselj I bis lahko tožen tudi v kraju izpolnitve zadevne obveznosti. Kadar med strankama ni pogodbenega razmerja v poštev pride tudi posebna pristojnost za nepogodbene odškodninske obveznosti po kraju, kjer je prišlo do škodnega dogodka, ki vključuje kraj, kjer je storilec deloval in kraj nastanka (neposredne) škode.

V zvezi z Uredbo Bruselj I bis je treba upoštevati tudi posebno procesnopravno varstvo potrošnikov, ki se odraža v naslednjih določbah:

- prvi odstavek 18. člena določa dodatno pristojnost po prebivališču tožnika – potrošnika
- drugi odstavek 18. člena določa omejitve, da je potrošnik lahko tožen le v kraju svojega prebivališča
- 19. člen omejuje možnost sklenitve dogovora o pristojnosti

Vendar pa se takšno posebno procesnopravno varstvo potrošnikov lahko uporabi le, če so kumulativno izpolnjeni trije pogoji: (1) ena od strank je potrošnik, torej fizična oseba, ki se ne ukvarja z gospodarsko ali poklicno dejavnostjo, (2) zahtevek se nanaša na potrošniško pogodbo, ki jo skleneta potrošnik in oseba, ki opravlja gospodarsko ali poklicno dejavnost, in (3) pogodba spada v eno od kategorij iz 1. odstavka 17. člena Uredbe Bruselj I bis.

Posebna mednarodna pristojnost v korist potrošnika je izjema od splošne ureditve, zato jo je treba razlagati restriktivno. Če je vlagatelj fizična oseba, ki sklepa pogodbo izven svoje poklicne ali gospodarske dejavnosti, bi imel možnost tožiti pred domačim sodiščem, »če je bila pogodba sklenjena z osebo, ki opravlja gospodarsko ali poklicno dejavnost v državi članici, v kateri ima vlagatelj stalno prebivališče, ali če na kakršenkoli način usmerja to svojo dejavnost v državo članico ali v več držav, pogodba pa spada v okvir te dejavnosti«.

Zato je pomembno presoditi, ali izdajatelj ICO z objavo white paper-ja na spletni strani usmerja svojo dejavnost v državo članico vlagatelja. Po stališču Sodišča EU (C-585/08 in C-144/09) sama prisotnost podjetja na internetu in možnost sklenitve pogodbe na daljavo ne zadoščata; za usmerjanje aktivnosti v državo članico, v kateri ima potrošnik stalno prebivališče, je treba presoditi »ali je – pred morebitno sklenitvijo pogodbe s potrošnikom – iz teh spletnih strani in celotne

dejavnosti trgovca razvidno, da je ta nameraval poslovati s potrošniki s stalnim prebivališčem v eni ali več državah članicah, vključno s tisto, v kateri ima ta potrošnik stalno prebivališče, in sicer tako, da je bil pripravljen na sklenitev pogodbe z njimi.« Poleg tega je Sodišče EU določilo še neizčrpan seznam indicev, ki naj nacionalnim sodiščem pomagajo pri presoji, ali je izpolnjen pogoj usmerjanja gospodarske aktivnosti v državo članico potrošnikovega prebivališča. Mednje spadajo: mednarodni obseg dejavnosti, uporaba jezika ali valute, ki se običajno ne uporablja v državi članici, v kateri ima trgovec sedež, navedba telefonske številke z mednarodno klicno kodo, uporaba domenskega imena najvišje ravni, ki ni domensko ime države članice, v kateri ima trgovec sedež itd.

Na podlagi teh meril bi bilo v primeru, ko je white paper, objavljen v angleščini in je objavljen na spletni strani s .com ali .net domeno, valuta plačila pa sta Ether ali Bitcoin, težko opredeliti, da izdajatelj ICO usmerja svoje aktivnosti v državo potrošnika, zato v takem primeru določb o varovalni pristojnosti za potrošnike ne bi mogli uporabiti.

Če toženec nima prebivališča v državi članici EU, se pristojno sodišče določi skladno z ZMZPP ali mednarodno pogodbo. Po ZMZPP je sodišče RS pristojno, če ima toženec stalno prebivališče oziroma sedež v Sloveniji (48. člen), za spore iz pogodbenih razmerij pa je pristojno tudi tedaj, kadar je predmet spora obveznost, ki jo je treba oziroma bi jo bilo potrebno izpolniti v Sloveniji (56. člen).

#### b) Določitev prava, ki se uporablja za ICO razmerja

V skladu s tem, da ICO po stališču ATVP ni mogoče subsumirati pod pojem prenosljivih vrednostnih papirjev (točka 4.1. tega dokumenta) niso izključeni iz uporabe Uredbe (ES) št. 593/2008 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 17. junija 2008 o pravu, ki se uporablja za pogodbeno obligacijska razmerja (v nadaljevanju Uredba Rim I) in Uredbe (ES) št. 865/2007 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 11. julija 2007 o pravu, ki se uporablja za nepogodbene obveznosti (v nadaljevanju Uredba Rim II).

Pogoj za uporabo Uredbe Rim I je, da ima razmerje med izdajateljem in vlagateljem ICO mednarodni element in da ga je mogoče obravnavati kot pogodbeno razmerje. Po Uredbi Rim I je glavna navezna okoliščina za uporabo prava avtonomija strank. Stranki z navezno pogodbo izbereta pravo (lex electa), pri čemer mora biti izbira izrecno izražena oziroma mora jasno izhajati iz pogodbenih določil ali okoliščin primera (1. odstavek 3. člena Uredbe Rim I). Že sama Uredba Rim I omejuje avtonomijo strank v primeru, ko so vsi elementi, pomembni za zadevo v trenutku izbire prava v državi, katere prava pogodbeni stranki nista izbrali oziroma v več državah članicah, saj v takšnem primeru izbira strank ne izključi uporabe kogentnih norm tega pravnega reda oziroma kogentnih določb prava EU (3. in 4. odstavek 3. člena Uredbe Rim I).

Kadar pogodbeni stranki prava nista izbrali, se za pogodbo uporablja pravo države, v kateri ima običajno prebivališče pogodbeni stranka, ki je dolžna opraviti za posamezno pogodbo karakteristično izpolnitev. Karakteristično obveznost, tj. obveznost po kateri se pogodba loči od drugih vrst pogodb, ima izdajatelj ICO, ki v zameno za določeno plačilo v kriptovalutah (analogno kupnini) vlagatelju zagotovi žetone, ki vsebujejo določene posebne pravice.

Če je vlagatelja mogoče opredeliti kot potrošnika, torej kot fizično osebo, ki sklene pogodbo za namen, ki ga ni mogoče obravnavati kot poslovno in poklicno dejavnost, je dogovor o izbiri prava omejen, saj se morajo ne glede na izbrano pravo uporabiti kogentne določbe prava države potrošnikovega običajnega prebivališča, če so zanj bolj ugodne (drugi odstavek 6. člena Uredbe Rim I). Kadar pa potrošnik in podjetje prava ne izbereta, se uporabi pravo države potrošnikovega

običajnega prebivališča pod pogojem, da podjetnik izvaja oziroma na kakršenkoli način usmerja svoje poslovne ali poklicne dejavnosti v to državo (prvi odstavek 6. člena Uredbe Rim I).

Vendar pa se posebne določbe za varstvo potrošnika ne uporabljajo za pravice in obveznosti, ki tvorijo finančni instrument oziroma pogoje, ki urejajo izdajanje ali javne ponudbe ali javne prevzemne ponudbe prenosljivih vrednostnih papirjev ter vpis in odkup enot v kolektivnih naložbenih podjetjih, kolikor te dejavnosti ne predstavljajo finančnih storitev. Če je torej žeton, ki ga izda izdajatelj ICO mogoče opredeliti kot finančni instrument po 7. členu ZTFI, se potrošniško varstvo iz Uredbe Rim I ne uporabi.

Izjemoma se lahko namesto prava na katerega napotuje Uredba uporabi nacionalno pravo (lex fori) in sicer v primeru določb, katerih upoštevanje je po mnenju države bistvenega pomena za zaščito njenih javnih interesov, kot npr. njene politične, socialne ali gospodarske ureditve (norme neposredne uporabe po 9. členu Uredbe Rim I) in v primeru, kadar je določba tujega prava nezdržljiva z javnim redom (temeljnimi pravicami) države sodišča (pridržek javnega reda po 21. členu Uredbe Rim I). Z uporabo teh izjem bi lahko zagotovili zadostno varstvo vlagateljem, še zlasti dokler področje ICO projektov v EU ni enotno urejeno.

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

Osebe, ki so izdajatelji oziroma vodijo projekt ICO lahko sodelujejo s svojim denarnim vložkom v kakršnemkoli obsegu želijo (govorimo o posamezniku in ne o podjetju, glede na to koliko žetonov bo zadržalo zase kot rezervo), saj je možnost investiranja sredstev v projekt namenjena vsakemu posamezniku, ki v zasnovano idejo verjame in bi bilo nesmiselno izdajateljem preprečiti vložek v njihov lastni projekt.

Lahko sodeluje pod pogojem iste obravnave v primerjavi z ostalimi investitorji, ki niso osebe, ki vodijo ICO ali izdajatelja (iz naslova položaja osebe, ki vodi ICO ali izdajatelja ne sme prejeti bonusa ob lastnem denarnem vložku).

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

Glede na trenutno ureditev (263/II ZGD-1) tovrstno zavarovanje za odgovorne osebe ni obvezno - smatramo, da je tudi za ICO lahko takšno zavarovanje predvideno, v nobenem primeru pa ne bi smela biti to predpostavka za pravilno izvedbo postopka.

**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?**

Poštena vrednost je opredeljena kot znesek denarja (v primeru ICO praviloma št. oz. del določene kriptovalute), po kateri bi bilo lahko sredstvo zamenjano ali obveznost poravnana med dobro obveščena, voljnima strankama v premišljenem poslu in ob normalno delujočih tržnih razmerah. Praviloma transakcijska vrednost (kjer se srečata ponudba in povpraševanje na trgu) zadošča definiciji poštene vrednosti. Vrednosti žetonov na crowdsale določijo izvajalci glede na število



žetonov, ki jih nameravajo poslati v obtok in vrednostjo projekta, ko pridejo žetoni na sekundarni trg pa se njihova vrednost spreminja glede na ponudbo in povpraševanje. Načelo 8.člena OZ določa, da pri sklepanju pogodbe udeleženci izhajajo iz načela ekvivalence vzajemnih dajatev. Za ekvivalenco dajatev zadošča subjektivna ekvivalenca, torej da stranka vidi v nasprotni izpolnitvi zadostno plačilo za svojo izpolnitev. Pravična vrednost je še najbližje tržni ceni pod konkurenčnimi pogoji, a zaradi koncepta subjektivne ekvivalence, ne pride več v poštev. OZ še vedno ureja precej zastarel koncept čezmernega prikrajšanja, ki omogoča izpodbojnost pogodbe. Pri tem institutu ni dovolj, da gre za očitno nesorazmerje, ampak je potrebna tudi posebna oblika zmote: "stranka za pravo vrednost ni vedela in ni bila dolžna vedeti." Tako kot določanje prave, poštene vrednosti ni primerno znotraj obligacijskega prava, to tudi ni primerno za žetone, ki se prav tako nahajajo na trgu.

Glede na zgoraj zapisano je torej glede poštene vrednosti trenutno obstoječi pravni okvir zadosten.

Pri razkrivanju nasprotnih interesov je potrebno ugotoviti najprej kdaj in kako se nasprotje interesov v praksi zares kaže in kakšno varstvo bi bilo v takšnem primeru najbolj primerno. Načeloma so postopki reševanja pritožb neformalni, z neprimernim reševanjem težav pa izdajatelji ICO tvegajo, da bodo izgubili uporabnike oziroma vlagatelje. Pri vzdrževanju informacijskega sistema pa bi bilo potrebno upoštevati skrbnost dobrega gospodarstvenika.

### **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?**

Vsekakor mora biti vlagatelj informiran o vsebini ICO projekta v katerega namerava investirati svoja sredstva. To je pomembno zato, da se vlagatelj seznanja s tveganji, obveznostmi in njegovimi pravicami v primeru investiranja sredstev ter ima pred seboj konkretno idejo, zakaj sploh investirati in kam investira, to pa mu pove šele predstavitev projekta. V primeru obvezne izdelave ponudbenega dokumenta s tem zaščitimo investitorja/vlagatelja, ki se lahko o projektu podrobneje izobrazijo in s tem zmanjšajo tveganje izgube vloženih sredstev. V tem oziru bi morale biti načrtane smernice, kako naj bi bil ponudbeni dokument sestavljen, katere informacije naj bi vseboval, zato da bi mu lahko pripisovali določeno mero zanesljivosti. Vsekakor bi moral vsebovati poleg predstavitve celotne ideje, načina izdaje žetona (število, vrednost) ter količino potrebnih sredstev tudi podrobno predstavitev pravne osebe, ki razvija projekt. Ponudbeni dokument bi lahko temeljil na do sedaj poznanih white paperjih.

V pripravi so smernice oziroma t.i. Code of Conduct, ki bo prispeval k razumevanju tveganj, kot tudi standardov, ki jih morajo upoštevati izdajatelji ICO ter njihovi pravni svetovalci.

#### **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.)?**

Glede na to, da smo zgoraj predvideli ustanovitev pravne osebe, ki bo ICO izdala, bi bilo smiselno, da morebitna pravna ureditev zahteva predstavitev le-te in ne posameznikov. V praksi predstavitev posameznikov, ki razvijajo ICO sicer prinese večjo stopnjo zaupanja vlagateljev v projekt, vendar

pa prihaja do zlorab na način predstavljanja znanih obrazov za večjo pritegnitev vlagateljev, izmišljenost likov itd. Potrebno je preveriti, ali bi takšno zavajanje lahko subsumirali pod goljufijo in ali trenutno pravni predpisi zadostujejo za tovrstna dejanja.

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

Večina investicijskih platform razdeljuje vlagatelje v kategorije glede na njihovo nagnjenost k tveganju. Dinamični vlagatelj je tako v zameno za nadpovprečne donose pripravljen sprejeti večjo možnost izgube svojega vložka; za razliko od previdnega vlagatelja, ki v zameno za nižjo stopnjo tveganja pričakuje nižje donose. Z opredelitvijo vlagatelja je slednji opozorjen na možnost večje izgube. Kljub temu, da se s tem vlagatelju ne prepreči, da bi vlagal v investicije izven svoje kategorije, lahko opozorilo vsaj pri nekaterih vlagateljih povzroči ponoven premislek in večje zavedanje tveganja.

Vprašanje pa je, na kateri stopnji bi se izvajalo opozorilo vlagateljem. Najbolj smiselno je, da bi se razvrščanje opravljalo tekom KYC postopka, kar pa ni nujno najbolj učinkovito. Testi profesionalnosti so v praksi pogosti<sup>1</sup> in navadno omogočajo, da vlagatelj šele po tem, ko izkaže določeno stopnjo znanja, pridobi status dinamičnega oziroma profesionalnega vlagatelja, s tem pa možnost, da razpolaga z večjimi zneski.

**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?**

Ponudbeni dokument, ki vsebuje informacije o projektu in njegovem razvoju, v kolikor gre za verodostojen dokument, vlagateljem omogoča, da se za investicijo odločijo na podlagi zaupanja v uspešnost projekta in ne zgolj na podlagi špekulacij. Na podlagi ponudbenega dokumenta je tudi mogoče prepoznati potencialne goljufije. Pravna ureditev, ki določa minimalno vsebino ponudbenih dokumentov je dobrodošla tudi zaradi kasnejše večje primerljivosti posameznih projektov.

Dokumentacija je pogosto tehnična in za običajnega vlagatelja ni lahko razumljiva. Posledično vlagatelji ne razumejo tveganja, ki ga prevzemajo. Naložba tako pogosto ne ustreza njihovim potrebam. Običajno je poudarek na potencialnih koristih, medtem ko so tveganja predstavljena samo na kratko. Pogosto dokumentacija ne navaja imen odgovornih oseb in ne opredeli jurisdikcije, pristojne v primeru spora. V nobenem primeru ne gre za dokumentacije enačiti z dokumentacijo, ki jo je treba pripraviti in objaviti v primeru javne ponudbe vrednostnih papirjev. Sledenje med drugim zahteva tudi predhodno odobritev pristojne neodvisne institucije.

---

<sup>1</sup> Primer:

[https://www.raiffeisen.hu/documents/56444/217582/MiFID\\_test\\_professional\\_EN.pdf/2d0023db-c27f-4fb4-8104-d310d6bc2266?version=1.7](https://www.raiffeisen.hu/documents/56444/217582/MiFID_test_professional_EN.pdf/2d0023db-c27f-4fb4-8104-d310d6bc2266?version=1.7)

Že v fazi izdaje žetona je potrebno, da vlagatelj pridobi revidirane, popolne, uravnotežene in nikakor zavajajoče informacije glede ICO, predvsem:

- V kakšnih korakih bo ustvarjen žeton (tehnični standardi, npr. ERC20, uporabljena tehnologija, itd.)?
- Na kateri točki, kdo in na kakšen način se bo žeton prenesel na vlagatelje?
- Kakšne funkcije ima žeton? (natančen opis)
- Katere pravice pridobi investitor?

Zakaj nekdo sploh kupi žeton? Ko gre za predfinanciranje, je vlagatelju običajno ponujena možnost, da bo v prihodnosti prejel žetone, ko se bo blok razvil. Žetoni dajejo imetniku tisto upravičenje oziroma tisto vrednost, ki jo je izdajatelj vključil v žeton. In to je vlagatelju dovolj. Torej v zameno prejmejo količino kovancev ali žetonov, ki so ustvarjeni in shranjeni v decentralizirani obliki, bodisi na blok posebej za ICO ali s pametno pogodbo na že obstoječ blok. Predprodaja predstavlja drugo možno permutacijo. V tem primeru vlagatelji prejemajo žetone, ki jim dajejo pravico, da pridobijo druge različne žetone pozneje.

Po zaključnem zbiranju sredstev pa investitor želi dobiti nekaj informacij, ki so ključnega pomena za njegovo nadaljnje poslovanje. Gre predvsem za informacije v zvezi s prenosom žetona in sekundarnim trgom, torej kaj lahko naredi z žetoni, ki jih je pravkar kupil.

Najbolj realno je, da se projekt izvede in investitor svoje žetone porabi za storitve. Predvsem bi moral imetnik žetonov prejemanj poročila, v katerih bi bil opisan napredek oziroma razvoj projekta, v katerega je vložil svoja sredstva. Poročila bi morala biti izdana skladno s časovnico, ki jo je ekipa predstavila v svojih predstavitvenih dokumentih.

Obstajajo pa tudi drugi načini vnovčenja vrednosti in v zvezi s tem investitorja zanima naslednje:

- Kako se lahko prenese žeton (predvsem informacije o združljivih denarnicah in tehničnih standardih)? Kot primer: Bittrex npr. podpira samo uporabo kriptodenarnic, medtem ko Bithumb omogoča poslovanje z bančnimi karticami in dvig denarja na bančni račun.
- Ali je žeton funkcionalen že v času prenosa, v kakšnem obsegu?
- Podatki o sekundarnih tržnih platformah - kje se žeton lahko zamenja? Kakšna je provizija transakcij? Pa provizija ponovnega polnjenja denarnice oz. umika sredstev?
- Ali bo mogoče uporabiti žetone za nakup blaga ali storitve ali plačila tretjim osebam?
- Ali obstaja predkupna pravica operaterja?

V primeru da pride do sprememb projekta, morajo biti informacije ustrezno posodobljene, vlagatelji pa morajo biti o spremembah primerno obveščeni.

**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?**

Vrednost žetona se giblje skladno s povpraševanjem in ponudbo. Informacije o številu žetonov, ki bodo naprodaj; o tem, kaj se bo zgodilo z žetoni, ki ne bodo prodani v okviru ICO; o številu žetonov,

ki bodo zaklenjeni itd. so ključne za oceno posameznega investitorja o njegovem vložku. Hkrati lahko na podlagi tega predvidi, ali bodo na podlagi večjega števila zaklenjenih žetonov možni kasnejši večji vplivi na njegovo vrednost, zato je pomembno, da so posamezniku te informacije na voljo.

Primerljiva je 2. točka 4. odstavka 53. člena Zakona o trgu finančnih instrumentov, ki določa, da mora prospekt o ponudbi vrednostnih papirjev vsebovati informacije glede vrednostnih papirjev, ki bodo predmet ponudbe javnosti oziroma uvrstitve v trgovanje na organiziranem trgu. Namen te določbe je, da se skladno z Uredbo (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta odpravi asimetričnost informacij med vlagatelji in izdajatelji, kar je ključnega pomena za zaščito vlagateljev.

**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?**

Informacije, ki opredeljujejo uporabo zbranih sredstev, razdelitev koristi od morebitnih dobičkov in kritje morebitne izgube so pomembne, saj dajejo vpogled v ekonomski načrt izdajatelja. Dober ekonomski načrt je kot ključen element tudi eden izmed indikatorjev za uspešnost projekta. V takšnem primeru izgubo nosi podjetje, ki je ICO izdalo (vlagatelji morajo v vsakem primeru imeti možnost, da sodelujejo v postopku likvidacije oziroma stečaja podjetja).

**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?**

Informacije o z nakupom pridobljenih pravicah, podrobnostih o tveganjih in morebitni različni obravnavi vlagateljev so pomembne tako za informiranje vlagatelja, kot tudi za umestitev žetona v pravni sistem. Žetoni lahko na podlagi pravic, ki jih podeljujejo, padejo tudi pod Zakon o finančnih instrumentih.

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

Da. Tudi po ZTFI mora v primeru vrednostnih papirjev ponudba vsebovati ključne informacije, med katere spada tudi opis pravne narave in bistvenih lastnosti izdajatelja (člen 31.a/3(2) ZTFI)

**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?**

ZTFI v 31.a/3(2) so ključne informacije, ki morajo biti razkrite potencialnemu vlagatelju - opis tveganj, povezan z naložbo v vrednostni papir. Ker gre v tem primeru za še bolj tvegano naložbo, je nujno, da izdajatelj razkrije tveganje povezano z izdajo žetonov (potrebno bi bilo prepovedati potencialni "lock up" žetonov, ki bi pomenil nedostopnost žetonov investitorjem), nastopanjem izdanega žetona na sekundarnem trgu (t.i. disclaimers, ki opozarjajo na možnost, da žeton ne bo uvrščen na borzo), ter tveganja povezana z odkupom žetonov (npr. predhodno določanje cene, po

kateri bo žeton odkupljen - kar trenutno ATVP na podlagi preteklih izkušenj z *buy-back* opcijo na trgu vrednostnih papirjev ne regulira).

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

Izdajatelji žetonov trenutno razkrivajo, kako se bodo zbrana sredstva porabljala. Natančen opis slednjega da vlagatelju vedeti, da gre za "resen" in dejansko "obstoječ" projekt, ne pa za kakšne vrste goljufijo, da se zbrana sredstva ne bodo porabljala oz. porabila (izključno) za namen projekta. Razkritje takšne informacije za vlagatelja ni nujna, je v domeni izdajatelja, poleg tega izdajatelj s tem veliko razkrije. Je pa razkritje zbranih sredstev vsekakor potrebno, v primerih, kot to zahtevajo državni organi.

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

Določbi 14. člena ZJRS (poslovanje s strankami), kot tudi 85. člena ZTFI nista omejujoče narave. Ponudbeni dokument je lahko sestavljen v poljubnem jeziku (glede na potrebe poslovanja).

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

Izdajatelji ICO in trgi žetonov ne predstavljajo iste osebe, razen v kolikor je nastanek borze oziroma organiziranega trga z žetoni sofinanciran z ICO. Vendar pa bi bilo potrebno vprašanje bolje definirati, da bi lahko konkretno odgovorili. Načeloma ne vidimo potrebe po imenovanju takšne osebe.

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

Glede na naravo tokenov je to vprašanje nekoliko nesmiselno: Za razliko od delnic z nakupom tokenov načeloma ne postaneš lastnik podjetja, posledično pa tudi nisi upravičen do dobičkov.

Equity tokeni pa imetnikom dajejo lastniške pravice, torej bi za njih bilo smiselno določiti pravila. Equity tokeni imajo ogromen potencial, saj omogočijo, da je trgovanje z vrednostnimi papirji bolj dostopno povprečnemu vlagatelju in omogočijo tudi, da delničarji prevzamejo aktivnejšo vlogo pri upravljanju podjetij, saj je glasovanje mogoče pregledno izvajati prek blok-a.

V kolikor je na žeton vezana "dividenda" in se vodstveni organi odločajo kdaj in v kolikšni meri bo dobiček razdeljen, trenutno veljavna zakonodaja predstavlja zadosten pravni okvir za razdeljevanje tovrstnih dobičkov.

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

Izdajatelji ICO-tov ponavadi sami določijo zgornjo mejo s tem, ko omejijo število izdanih tokenov. T.i. hard cap je zelo pomemben za investitorje zaradi dveh glavnih razlogov. Prvič, posledica hard capa je redkost dobrine, ki je ključnega pomena za ohranjanje oziroma celo povečanje cene na trgu. Cena tokenov, ki so številčno omejeni, bodo zelo verjetno zrastle skozi čas. Seveda pa hard cap ne sme biti določen prenizko, saj se potem lahko zgodi, da izdajatelj ne bo dobil potrebnih

sredstev za zagon projekta. Ustrezna omejitev hard cap-a, ki je v skladu z razvojnimi cilji projekta, je bistvena za preprečitev prekomernega investiranja, ki lahko uniči vrednost tokenov.

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

Da. Vsi resni projekti vedno sami od sebe razkrijejo višino zbranih sredstev. Prednost pametne pogodbe je, da se sredstva, v kolikor soft cap ni bil dosežen, avtomatično vrnejo.

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

Po skrbnem pregledu Zakona o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma, menimo, da trenutni ukrepi povsem zadostujejo. Vsakršno dodatno zaostrovanje zakonodaje na tem področju, bi lahko imelo negativen vpliv na potencialne izdajatelje ICO-tov v Sloveniji. Trenutno se je izkazalo, da ICO projekti v veliki meri preventivno in samoiniciativno izvajajo KYC in s tem upoštevajo AML politiko, kljub temu, da s tem kršijo morebitno zakonodajo na področju varovanja osebnih podatkov.

**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?**

Platforme, ki omogočajo zamenjavo digitalnih sredstev v fiat valute so odgovorne za morebitne nepravilnosti, ki bi bile posledica njihovega (nepravilnega) delovanja. Skrben pregled bi bil vsekakor smiseln, vendar pa se takšen pregled ne nanaša na izdajatelja ICO. Paziti pa je potrebno, da ponudnikom ICO-tov ne postavimo nemogočih pogojev pri izbiri pogodbenih partnerjev. Predvsem se mora razčistiti, kaj skrbni pregled v takšnem primeru pomeni; potrebno je preveriti, kje in na kakšen način platforma hrani digitalna sredstva, kako opravlja KYC, v kateri jurisdikciji deluje, kako je zagotovljena varnost uporabnikov in kako je z njihovo odzivnostjo pri reševanju težav. Vprašanje, ali je smiselno, da pri tem sodeluje pooblaščen ponudnik investicijskih storitev je torej na mestu, a ne bi smelo biti omejeno na ponudnika investicijskih storitev.

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

Izdajatelj določi začetno vrednost oz. način zbiranja sredstev, s katerim bo začetna vrednost določena po zaključku ICO. Načeloma je izdajatelj edini primeren za tovrstno početje.

Poštena vrednost je opredeljena kot znesek denarja (v primeru ICO praviloma št. oz. del določene kriptovalute), po kateri bi lahko sredstvo bilo zamenjano ali obveznost poravnana med dobro obveščenicima, voljnima strankama v premišljenem poslu in ob normalno delujočih tržnih razmerah. Praviloma transakcijska vrednost (kjer se srečata ponudba in povpraševanje na trgu) zadošča definiciji poštene vrednosti.

ICO je specifičen trg, kjer so že znani primeri zlorab in ravno zato je na mestu poudarek na obveščeni investitorjev. Le z dobro informiranim investitorjem se lahko transakcijska vrednost

opredeli kot poštena, kot posledica primerno vzpostavljene cene povpraševanja. Investitor, ki bo ocenil, da ima na voljo zadostne informacije, bo pripravljen postaviti povpraševano ceno, ki bo enaka ponujeni.

Osnovne predpostavke dobre obveščenosti:

- 1) informacije glede izdajatelja in vključenih oseb,
- 2) informacije glede žetona in ICO:
  - a) način določitve vrednosti/količine žetonov oz. že določena vrednost/količina (model ICO, hard cap, soft cap),
  - b) pravice, ki izhajajo iz žetona in vse okoliščine povezane z uveljavljanjem teh pravic,
  - c) druge okoliščine žetonov: število izdanih, število rezerviranih za izdajatelje, morebiten lock-up, itd..
- 3) opis in analiza potrebe, ki jo nameravan produkt/storitev/poslovni model zadovoljuje,
- 4) ali je bila izvedena predprodaja in kakšna cena žetonov je bila določena v njej oz. kakšni bonusi so bili dodeljeni investitorjem v predprodaji ter kolikšen delež prodanih žetonov v predprodaji pripade posameznemu investitorju (brez razkritja identitete).

Voljnost strank je dosegljiva ob odsotnosti napak volje (zmota, prevara in sila). Temeljna predispozicija za voljnost so torej resnične in dosegljive informacije o značilnostih ICO, kot navedeno zgoraj. Za normalne tržne razmere štejejo primerljive razmere na ICO trgu (ne siceršnji crowdfunding ali IPO).

**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?**

Je dovoljeno, objavljeno bi moralo biti kakšna cena žetonov je bila določena v njej oz. kakšni bonusi so bili dodeljeni investitorjem v predprodaji ter kolikšen delež prodanih žetonov v predprodaji pripade posameznemu investitorju (brez razkritja identitete).

Predprodajna faza in ICO se ne razlikujeta zgolj v časovnem vidiku, temveč tudi v namenu, načinu izvedbe ter praviloma tudi v investitorjih.

Predprodajna faza: namen je zbiranje sredstev za zagon samega ICO-ta (marketing, pravno svetovanje, razni svetovalci, širitev ekipe, ipd.). Produkt praviloma še ni razvit, niti ni alfa ali beta verzije (čeprav to ravno tako nujno ne velja za sam ICO). Sredstva se zbirajo od posameznih, večjih investitorjev, posledično je njihova številčnost manjša. V praksi so predprodaje pogosto dogovorjene inter partes oz. gre za zaseben, individualen dogovor med vlagateljem in izdajateljem. Za predprodajo so značilni bonusi, kjer investitorji za isti vložek pridobijo več žetonov, kot investitorji v ICO. Navedeno je praviloma posledica izpostavljenosti investitorjev v predprodaji večjemu tveganju, saj produkt ni razvit, ni znano ali bo ICO uspel ali ne. Ker gre v predprodaji za večje tveganje in de facto drugačen način zbiranja sredstev, v tem postopku praviloma nastopajo boljše poučeni investitorji za razliko od samega ICO.

ICO: zbiranje sredstev za razvoj produkta. Zbiranje je javno, investira lahko kdorkoli, znesek po lastni izbiri, po vnaprej določenih pogojih, postavljenih s strani izdajatelja. Medtem ko gre pri predprodaji za bolj zaprt (individualno dogovorjen) način zbiranja sredstev, gre pri ICO za proces bolj podoben t.i. »crowdfundingu«, kjer lahko sodeluje kdorkoli, tudi z manjšim zneskom. Investitorji so različni – od bolj poučenih do stroke ne večjih.

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

Dobrodošlo bi bilo, da vsebino potrdi neodvisna organizacija, sestavljena iz področnih strokovnjakov. Potrditev ne bi bila pogoj za veljaven ICO/predprodajo, bi pa mu dala dodano vrednost. Glej vprašanje 38. V kolikor bi potrditev vendarle bila kogentna, se mora postopek in vsebina določiti na način, ki ne onemogoča oz. otežuje ICO. Izdajatelji bi v tovrstni potrditvi morali videti prednost, ki bi pretehtala dodatne formalne ovire.

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

Koristno bi bilo določiti vsebino kvalitetnega ponudbenega dokumenta. Sama forma ni toliko relevantna. Oblikuje ga neodvisna organizacija. Glej odgovor na vprašanje 38.

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

Hiter razvoj tehnologije, procesov, načinov na katerih ICO temeljijo in trenutno nepoznane smeri v katere se lahko vse naštetu razvija, postavljajo slabe predpispozicije za potrjevanje ponudbenih dokumentov (v okviru ICO skupaj z vsemi drugimi naštetimi aspekti) in nadzor nad njimi. V sled navedenemu bi bilo smiselno kot del regulative vključiti tudi samoregulacijo, ki omogoča hitrejše odzivanje na spremenjene razmere na trgu. Številna druga področja že dopolnjujejo državno regulacijo z instrumenti samoregulative (po tem vzoru se pripravlja tudi nov predlog ZVOP-2), kot so prostovoljne zaveze podjetij, da bodo pri svojem poslovanju upoštevale določene kodekse ravnanja (element samoregulacije) in da bodo svoje poslovne procese (ICO, predprodaja), predala v zunanjo revizijo certifikacijski organizaciji, ki jim bo v primeru izkazovanja skladnosti s postavljenimi potrdili izdala temu ustrezen certifikat.

Primerneje se zdi, 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.



Dokument torej potrdi zasebnopravna institucija, ki dobi to pristojnost preko akreditacije, podeljene s strani države, ki ravno tako določi splošna pravila delovanja (procesna in vsebinska), v obliki splošnih načel, podrobnejša pravila in standardi so pa določeni znotraj te organizacije.

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

Ureditev, kjer bi ICO potreboval potrditev oziroma odobritev s strani državnega organa bi podprli, 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, saj vemo, kako pomemben je en teden v kripto svetu in zato podobno stanje kot je npr. v pravosodju, kjer se na odločitev čaka po več mesecev, če ne let, nikakor ni sprejemljiva. Sama odobritev s strani organa bi seveda dala neko dodatno zaupanje vlagateljem v projekt, podobno kot so naredile ZDA z njihovim SEC, vendar pa bi se država ob tem morala zavedati, da nanjo pade tudi neka odgovornost in to bi jo morala biti pripravljena prevzeti. Zato je zadevo vsekakor potrebno dobro preučiti in model dobro zastaviti, če in preden se vzpostavi ter ga vsekakor tudi "stestirati", kajti v nasprotnem primeru si Slovenija lahko naredi samo še večjo škodo, ki bo tako naše, kot tudi tuje investitorje še naprej odganjala, tako kot se dogaja sedaj.

Pri vsem tem je ključno, da je postopek poenostavljen, saj Slovenija že tako velja za zapleteno birokratsko državo, kar samo odvrča tuje investitorje od nas. Obenem bi moral biti postopek hiter in transparenten, mogoče celo implementiran na sam blockchain, kar bi bil še dodaten plus za celotno ureditev.

**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)?**

Pozdravljali bi tudi to ureditev, vendar ne v smislu, da kdor ne pridobi, ima strožje omejitve, vendar mogoče bolj v smislu, da ICO na naših tleh, ki tega dovoljenja ne pridobi, to tudi jasno navede, kajti v nasprotnem primeru ne vidimo razloga, da bi se tako naši kot tuji investitorji odločili za Slovenijo, pač pa bodo odšli v tujino, kjer podobnih težav ne bodo imeli.

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

Menimo, da bi dokument lahko vtil 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).

**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?**

Menimo, da bi vsak ICO moral 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, kar se nam zdi dovolj učinkovito. Zaščitite vlagateljev država ne more (v celoti) prevzeti na svoja pleča, tako kot ne more prevzeti tveganja poslovanja posameznega podjetja. Vsak podjetnik se zaveda tveganja, ko stopi v posel, tako se mora tudi vsak vlagatelj zavedati tveganja pri investiranju. Seveda bi bilo potrebno vzpostaviti mehanizme, ki bi preprečevali očitne "scame" (prevare, op.p.) v smislu projektov, ki denar zberejo in odidejo ter za to ne naredijo ničesar, nikakor pa ne moremo kaznovati projekta samo zato, ker ni uspel. Vpogled v transakcije je tako ali tako javen, točni vpogled v to, kdo je opravil transakcijo in kdaj, pa naj bo omogočen le investitorju (in projektu v fazi prodaje žetonov in ne kasneje), ta pa bi moral vpogled, v primeru obstoja indicev, da se izvaja kriminalna dejavnost, omogočiti tudi pristojnim organom. Omogočiti vpogled vsem bi nasprotovalo samim temeljem kriptovalut in bi namesto, da bi zadevo uredil, naredil ravno nasprotno.

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

To nikakor ni potrebno, saj ima vsaka transakcija svojo številko (hash), ki je zapisana na blockchainu ter je tako popolnoma sledljiva, zato menimo, da tako potrdilo nima smisla.

**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?**

Spodbujanje hrambe zbranih sredstev na ločenem računu izdajatelja je smiselna odločitev. S pomočjo tehnologije, ki nam jo ponuja blockchain in z njo povezanih pametnih pogodb, lahko enostavno ter ugodno zavarujemo investitorje.

Pametne pogodbe nam ponujajo možnost zavarovanja sredstev, dokler se ne izpolni pogoj, kot je določen v sami pogodbi. S tem spodbujamo izdajatelja, da vnaprej določi cilje, ob katerih se sprostijo določeni del sredstev. (Roadmap, kot ga ima vsak ICO roadmap)

Predpostavimo, da izdajatelj ob izdaji žetona postavi cilje, ki jih bo zapisal v pametno pogodbo. Ti pogoji bodo predstavljali temeljne točke v razvoju projekta. Tako bi lahko določil, da se mu od začetka za operativno delovanje izplača npr. 20 % sredstev, naslednja sredstva pa dobi izdajatelj ob doseganju vnaprej določenih ciljev.

S pomočjo pametnih pogodb bi zavarovali vlagatelje, saj bi se posledično zmanjšalo število prevar, ker bi izdajalec za pridobitev sredstev moral izpolniti vnaprej zastavljene pogoje in tako tudi ponudil delujoč produkt.

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

Poslovni model je bistvo vsakega podjetja, na podlagi katerega vlagatelji vlagajo denar v podjetje. To pomeni, da vlagatelj oceni verjetnost uspeha glede na kvaliteto in inovativnost samega poslovnega modela. Zaradi tega velikih odstopanj od samega poslovnega modela ne bi smelo biti, vendar moramo pri ICO-tih upoštevati samo hitrost ter dinamiko sprememb na trgu. Zaradi tega

predlagamo, da izdajatelj vnaprej določi kdaj in pod kakšnimi pogoji lahko odstopa od zastavljenega poslovnega modela in s tem investitorje vnaprej seznanj s tveganji dinamike trga.

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

Za obveščanje vlagateljev o uspehu oziroma neuspehu žetona je najbolj primerna elektronska pošta, saj z njo lahko dosežemo enostavno, hitro in poceni veliko število ljudi. Poleg enostavnosti je potrebno dodati, da ima v današnji digitalni dobi vsak od nas najmanj enkrat na dan dostop do pametnega telefona ali računalnika ter posledično tudi do elektronske pošte; vsak, ki ima pameten telefon, takoj dobi obvestilo o prispeli e-pošti. Pomembna informacija o vlaganju v ICO-te je, da prihajajo vlagatelji iz celega sveta, kar bi pglavitno otežilo notifikacijo o projektu preko tradicionalnih kanalov. Poleg navedenega se mnogi projekti odločajo za komunikacijo preko Telegram aplikacije, ki omogoča skupne pogovore in moderiranje administratorjev ter Slack aplikacijo, ki v primeru plačljive opcije omogoča precej transparentno komunikacijo ekipe z vlagatelji in ostalimi zainteresiranimi deležniki. Kljub temu, da gre za dva popularna kanala osveščanja interesantov smo mnenja, da je individualno in najboljše sredstvo obveščanja e-mail.

Zanimivost vlaganja v ICO-te je, da v nekaterih primerih za vlaganje ne potrebuješ druge informacije kot kriptovalute, ki jo vložiš in kriptodenarnice, na katero prejmeš izdajateljev žeton, kar predpostavlja dodatno skrbnost vlagatelja, da spremlja razvoj samega žetona.

#### **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?**

Za regulacijo ICO je primeren evropski potni list, saj bi ICO za delovanje na evropskem trgu potreboval ustrezno dovoljenje, ki bi ga pridobil pri izbrani evropski instituciji. V kolikor je takšno dovoljenje avtomatsko priznано s strani vseh držav članic, brez potrebe po dodatni notifikaciji v posamezni državi, smo mnenja, da je dosežen pomemben korak naprej pri prostem pretoku blaga in storitev.

#### **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?**

Znesek, ki ga ICO zbira, temelji predvsem na potrebah posameznega projekta. V kolikor se določi manjši znesek, ki ne predvideva regulacije, je potrebno razmisliti, ali ne bi to nemara pripeljalo zgolj do poplave projektov, ki bi zbirali manj denarja. Dodatno je potrebno razmisliti o projektih, ki imajo v časovnici predvideno ponovno zbiranje sredstev.

### **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?**

Pri podajanju informacij po prejetju žetonov bi moral ICO izdajatelj poskrbeti, da vlagatelje obvešča o razvijanju projekta oziroma skladnosti s časovnico (roadmap) ter morebitnih spremembah.

Predvsem je smiselno, da izdajatelj transparentno prikaže porabo sredstev in vlagatelje ozavešča o tem, kako lahko žetone primerno uporabijo.

**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?**

Žeton praviloma imetniku ne daje korporacijskih pravic, kot jih pridobi imetnik delnice (op. izjema je premoženjski žeton). Tako imetnik žetona nima pravice udeležbe pri upravljanju družbe, nima pravice do dela dobička in nima pravice do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe – torej niti pravice nadzora nad delovanjem izdajatelja.

Drži, da ne obstaja generalno sprejeta klasifikacija ICO in žetonov. Lahko bi se zgledovali po pravkar sprejeti Švicarski ureditvi, ko je FINMA kategorizirala žetone in posledično ICO na podlagi ekonomske funkcije žetona:

(i) **plačilni žeton** (payment token), ki je sopomenka kripto valuti in je (zdaj ali v prihodnosti) plačilno sredstvo za nakup blaga oz. ali storitev ali za prenos denarja. Plačilni žetoni (kripto valute) so namenjeni za uporabo kot plačilno sredstvo, zato jih FINMA ne šteje za vrednostne papirje.

(ii) **storitveni žeton** (utility token), ki je namenjen zagotavljanju digitalnega dostopa do aplikacije ali storitve z uporabo infrastrukture, ki temelji na tehnologiji podatkovnih blokov. Zanje velja enako kot za plačilne žetone, dokler je njihov edini namen zagotavljanje digitalnega dostopa do aplikacije ali storitve in je ta lastnost obstajala tudi v trenutku izdaje.

(iii) **premoženjski žeton** (asset token), ki predstavlja premoženje, kot je npr. dolg ali terjatev iz naslova lastniških instrumentov do izdajatelja. Gre za žetone, ki dajejo imetniku obljubo, da bo v prihodnosti npr. upravičen do dela dobička ali kapitala družbe, s čimer je takšen žeton v svoji ekonomski funkciji podoben delnici, obveznici ali izvedenem finančnem instrumentu. Sem sodijo tudi žetoni, ki omogočajo trgovanje s stvarnim premoženjem preko tehnologije podatkovnih blokov.

Če ima žeton ob izdaji tudi ali zgolj investicijski namen, bo obravnavan kot vrednosti papir, enako kot premoženjski žeton. Kot vrednostni papirji bodo obravnavni tudi vsi žetoni, ki bodo izdani v primeru predfinanciranja ali predprodajne faze ICO in bodo v prihodnje omogočali pridobitev drugega žetona ter bodo standardizirani in primerni za množično trgovanje (enako kot premoženjski žeton).

Za žetone, ki bodo obravnavani kot vrednosti papirji, velja obstoječa področna zakonodaja. Za nadzor nad delovanjem izdajatelja je tako pristojna Agencija za trg vrednostnih papirjev, ki je pravna oseba javnega prava. Zadolžena je za nadzor nad trgom finančnih instrumentov. Ustanovljena je bila 13. 3. 1994. Njeno delovanje ureja Zakon o trgu finančnih instrumentov. Pri opravljanju svojih nalog in pristojnosti je samostojna in neodvisna. Financira se s taksami in nadomestili, ki jih plačujejo udeleženci trga finančnih instrumentov, in iz drugih prihodkov, ki jih ustvari Agencija s svojim poslovanjem.

Poleg tega je vzpostavljeno tudi že varstvo na ravni EU. ESMA (European Securities and Market Authority) se kot osrednji organ za varstvo in stabilnost evropskega finančnega sistema že dlje časa ukvarja z rešitvami, ki jih sodobne tehnologije ponujajo za delovanje finančnih trgov. ESMA

izpostavlja, da na področju virtualnih valut in blockchain tehnologij še ni napočil čas za evropsko regulativo, saj gre za tehnologijo v razvoju, njena praktična uporabljivost je omejena v obsegu, prav tako pa se tudi sama spopada z določenimi tehnološkimi izzivi. Poleg same finančno-pravne ureditve se postavlja tudi vprašanje pravne ureditve virtualnih valut z vidika gospodarskega, civilnega ter insolventnega prava in prava varstva konkurence. ESMA zato ocenjuje, da je za iskanje optimalne pravne ureditve tega področja, ki bi hkrati zagotavljala nadaljnji razvoj in pravno varstvo udeležencev, potrebno dodatno spremljanje trga.

Tako kot pri kickstarter kampanjah, investitorji ozrioma vlagatelji ne morejo bistveno vplivati na delovanje izdajatelja. V kolikor izdajatelj nudi kakršnekoli pravice nadzora pa bi moral vsebino in način izvrševanja pravice konkretno opisati v predstavitvenih dokumentih in tovrstno pravico nato vlagatelju tudi zagotoviti. V kolikor je na žeton torej vezana glasovalna pravica, to načeloma ustvarja novo "kategorijo" žetonov, ki omogočajo določeno stopnjo participacije pri delovanju ICO izdajatelja.

## **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?**

Trenutno vsi projekti in z njimi povezane osebe opozarjajo, da se tako predstavitveni dokumenti, kot kakršnakoli navedba na njihovih spletnih straneh ali komunikacijskih kanalih ne šteje za kakršenkoli nasvet. Preučevanje projekta in investicije je tako naloga vsakega posameznika. Kakršnokoli svetovanje pri nakupu bi sicer bilo priporočljivo, da opravljajo zgolj osebe, ki so nadzorovane in imajo za takšno dejavnost posebno licenco (ter so tako zaupanja vredne osebe), a je v praksi to skoraj nemogoče implementirati. Je pa na tem mestu morda dobro izpostaviti, da so platforme, kot sta Google in Twitter že samoiniciativno začele z omejevanjem oglaševanja in posredovanja "nasvetov" vlagateljem.

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

Posredovanje pri nakupu ali prodaji žetonov je mogoče šteti kot dejavnost trgovanja na finančnih trgih za tuj račun, zato mora biti omejeno na nadzorovane subjekte, t.i. borzno posredniške družbe, ki so pridobile dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP), in se lahko ukvarjajo izključno le s tistimi posli, za katere so pridobile takšno dovoljenje. Za borzno posredovanje katerega mora imeti ponudnik ustrezno urejeno podjetje ali dejavnost – ali, povedano drugače, ne more kar vsak opravljati dejavnosti borznega posredovanja. Po izdaji dovoljenja ATVP vpiše družbo v register družb z dovoljenjem.

Borzni posrednik je lahko tudi fizična oseba, ki izvršuje naročila strank, deluje kot investicijski svetovalec ali gospodari s finančnimi instrumenti strank. Za delovanje kot borzni posrednik mora biti pooblaščen s strani člana Ljubljanske borze in mora pridobiti dovoljenje za opravljanje poslov borznega posrednika od ATVP, opraviti zahtevan preizkus strokovnih znanj in zadovoljiti pogoje za izdajo tega dovoljenja ter vložiti zahtevo za izdajo dovoljenja.

Pravno podlago za borzno posredovanje v podjetju ali kot fizična oseba predstavlja Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI).

**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?**

Blockchain tehnologija temelji na meduporabniškem sistemu, ki teritorialno ni zaključen. Tudi, če določimo mesta trgovanja, ki bodo nadzorovana in regulirana, a hkrati ne prepovemo trgovanja drugje, bo šla praksa v svojo smer. V kolikor pa trgovanje prepovemo drugje, kot na nadzorovanih in reguliranih mestih, pa bomo najverjetneje zaustavili razvoj blockchain tehnologije, kar se ne sme zgoditi. Vsekakor gre na tem mestu za globalno vprašanje in menimo, da RS ne sme brez potrebe ovirati razvoja ICO, ampak mora obstoječo zakonodajo razlagati v smeri zagotavljanja čim večje transparentnosti in zadoščanja potreb trga.

Prav tako je nemogoče vzpostaviti enega nadzornika, saj je za celovito pravno ureditev virtualnih valut zagotovo pomembno tudi mednarodno sodelovanje in prizadevanje za enovito pravno ureditev.

#### **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?**

ICO projekti s svojevrstnim načinom zbiranja sredstev ter ponujanjem kripto žetonov vlagatelje nagovarjajo preko interneta in tako svoje produkte in storitve ponujajo na svetovnem trgu. Ker se poslužujejo novih tehnologij v prvi vrsti delujejo na globalni ravni.

Nacionalna, kot tudi regionalna zaščita (malih) vlagateljev je namenjena predvsem zagotavljanju enakih konkurenčnih pogojev za različne proizvajalce in prodajalce paketnih in zavarovalnih naložbenih produktov. Cilj tovrstnih predpisov je tako vzpostavitev enotne ravni zaščite vlagateljev z določitvijo usklajenih pravil o preglednosti. Predlog zakona o izvajanju Uredbe (EU) o dokumentih s ključnimi informacijami o paketnih naložbenih produktih za male vlagatelje in zavarovalnih naložbenih produktih<sup>2</sup> je skladno s tem zasledoval načelo skrbnega in učinkovitega nadzora, načelo sorazmernih in odvrtilnih sankcij, načelo pravne jasnosti, sorazmernosti in varstva vlagateljev.

Ob tem je bil posebej izpostavljen problem asimetričnosti informacij, ki jih imajo o naložbenih produktih mali vlagatelji in tisti, ki oblikujejo takšne produkte za prodajo tem vlagateljem. Mali vlagatelji pogosto niso imeli ustreznih informacij za zavarovanje svojih interesov. Takšni vlagatelji so tako prejeli nejasne in preveč zapletene informacije o možnih naložbah, zato je bilo tveganja in stroške produktov težko oceniti ali primerjati. Mali vlagatelji so zato pogosto kupili neustrezne produkte, kar je privedlo do škode zaradi nepričakovanih stroškov ali izgub oziroma izgubljenih

---

<sup>2</sup> Predlog z dne 1.12.2017, EVA 2016-1611-0007

priložnosti ali v najslabšem primeru zaradi izgube življenjskih prihrankov s hudimi posledicami za blaginjo posameznika in družine.

Obstoječa razkritja informacij se razlikujejo glede na pravno obliko produktov, ne pa glede na njihov ekonomski značaj ali tveganja, ki jih pomenijo za male vlagatelje. Primerljivost, razumljivost in predstavitev informacij so različne, zato povprečen vlagatelj težko naredi potrebne primerjave produktov. Razkrivanje informacij o produktih se pogosto bolj osredotoča na zmanjšanje pravnih tveganj za proizvajalce finančnih produktov, namesto da bi zagotavljalo učinkovito, odprto in uravnoteženo komunikacijo z morebitnimi kupci o produktu v obliki, ki jo bo kupec verjetno razumel in uporabljal. Informacije, razen oglaševanja, so bile običajno preobsežne in ključnih točk ali podatkov niso izpostavile dovolj jasno.

Do izjemno podobne situacije prihaja tudi na področju trgovanja s kriptovalutami in vlaganjem v ICO projekte. Kljub temu je na tem mestu potrebno izpostaviti dejstvo, da tovrstni finančni instrumenti obstajajo vzporedno z običajnimi, ključna razlika med njimi pa je ravno v tveganju. Običajni finančni instrumenti so predmet obsežne, nacionalne regulacije. Izdajajo se na podlagi obstoječih predpisov, ki med drugim zagotavljajo varno poslovanje in tako omejujejo tveganja.

Vsak posameznik, ki se odloči svoja sredstva vložiti v finančne instrumente ima tako možnost, da se odloči, ali bo to storil na reguliranem trgu, ali pa bo prevzel del tveganja nase in vložil v rizične finančne instrumente. V kolikor se odloči, da svoja sredstva vložijo v rizične finančne instrumente, med katerimi so trenutno tudi ICO projekti, bi zagotavljanje varstva malih vlagateljev in oblikovanje predpisov na državni ravni pomenilo, da država oblikuje razmejitev med navadnimi in profesionalnimi vlagatelji ter nase oziroma posredno na državljane prevzame odgovornost za neveselje in neuke vlagatelje, ki bi se ravno zaradi pomanjkanja znanja na tem področju lahko poslužili klasičnih finančnih instrumentov in tako koristili varstvo države, a so se temu izognili.

Omejevanje vlagateljev, ki naj bi jih nagovarjali ICO projekti, katerih značilnost je ravno nastopanje na svetovni ravni, je s tega vidika kompleksno.

Podatki, pridobljeni z raziskavami na področju finančne pismenosti kažejo, da se velika večina (od 65 do 77% odraslih med 16. in 65. letom starosti) umešča v nižje dve ravni pismenosti, odraslim predvsem primanjkuje spretnosti, ki omogočajo iskanje in razumevanje informacij iz različnih pisnih virov ter njihovo uporabo v novih okoliščinah.<sup>3</sup> Raziskave so pokazale tudi, da na finančno pismenost vpliva predvsem izobrazba - samo razlikovanje in omejevanje možnosti vlaganja torej ne bo privedlo do primerne in večje varnosti vlagateljev.<sup>4</sup> Podobno razmišlja tudi guverner Reserve Bank of India, saj je v nagovoru na Regionalni konferenci o finančnem izobraževanju v New Delhiju dejal: »Finančna pismenost in finančna vključenost dopolnjujeta druga drugo in sta pomembni, ker lahko skupaj znižujeta revščino. Sta dva elementa ene strategije; medtem ko finančna vključenost zagotavlja dostop, finančna pismenost zagotavlja zavedanje.«<sup>5</sup> Glede na zapisano predlagamo rešitev, ki se problema loteva celostno. Pregled prakse borzno-posredniških hiš/forex/trading platform in omejevanje trgovanja za male, nepoučene vlagatelje. Rating vlagateljev in pregled - v kolikor ima majhen rating se spodbuja učenje in pridobivanje informacij, demo variante tradinga, omejuje zneske vlaganja. Možnost napredovanja znotraj rizičnih skupin, v katero je vlagatelj

<sup>3</sup> Andragoški center Slovenije, 2009; Mihajlović, 2013; Vezovišek & Vezovišek, 2016

<sup>4</sup> Lusardi & Mitchell, 2013

<sup>5</sup> Subbarao, 2013

razvrščen na podlagi testa, ki omogoča vpogled v finančno pismenost posameznika. Na podlagi tega je jasno, da samo izjavljanje posameznika, da razume tveganja ni dovolj. Tako posameznik, kot tudi ponudnik finančnega instrumenta si morata prizadevati za kvalitetno in visoko informiranost ter primerno sprejemanje finančnih odločitev.

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

Glede na trenutno razmejevanje vlagateljev spremembe niso potrebne, primarno se vsi vlagatelji štejejo za neprofesionalne. Glede na besedilo zakona pa lahko vlagatelj zaprosi, da se obravnava kot profesionalna stranka. V takem primeru institucija, ki mu nudi finančne instrumente napravi poseben vprašalnik (primer: [https://www.raiffeisen.hu/documents/56444/217582/MiFID\\_test\\_professional\\_EN.pdf/2d0023db-c27f-4fb4-8104-d310d6bc2266?version=1.7](https://www.raiffeisen.hu/documents/56444/217582/MiFID_test_professional_EN.pdf/2d0023db-c27f-4fb4-8104-d310d6bc2266?version=1.7)) na podlagi katerega stranko razvrsti v skupino vlagateljev, ki so se odpovedali varstvu in drugim pravicam, ki jih institucija zagotavlja neprofesionalnim strankam na podlagi svojih splošnih pogojev poslovanja. Pri tem je posebej potrebno izpostaviti 4. do 6. odstavek 208. člena ZTFI, ki pravijo, da mora mora posredniška družba izvesti oceno z namenom pridobivanja razumnega zagotovila, da je stranka sposobna sama sprejemati lastne investicijske odločitve in razumeti pomen tveganj. Pri tem se načeloma zanaša na merila, ki so podlaga za oceno primernosti članov organa vodenja nadzorovanih finančnih družb oziroma na frekvenčnost poslovanja, vrednost portfelja ter delovne izkušnje.

Z namenom, da se ugotovi kdaj in v kolikšni meri lahko vlagatelji nase prevzemajo tveganja je potrebno napraviti strokovno analizo tveganj, ki so jim investitorji izpostavljeni pri vlaganju v kriptovalute, ugotoviti kako vlagatelji pridobivajo znanja in koliko izkušenj potrebujejo, da jih lahko obravnavamo kot profesionalne vlagatelje.

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

Da. Investicijski skladi omogočajo združevanje malih vlagateljev in doseganje višjih ekonomskih koristi, kot bi jih sicer sami dosegli zaradi svoje majhnosti (Bodie et al., 2002, str. 104). Ena od prednosti REIT-ov je odstranitev slabosti, ki jih prinaša lastništvo posamezne nepremičnine (npr. koncentrirano tveganje na eni nepremičnini, visoki transakcijski stroški, nelikvidnost lastnika,...) Posameznik je razvrščen na podlagi testa, ki omogoča vpogled v njegovo finančno pismenost. Na podlagi tega je jasno, da samo izjavljanje posameznika, da razume tveganja, ni dovolj. Tako posameznik, kot tudi ponudnik finančnega instrumenta si morata prizadevati za kvalitetno in visoko informiranost ter primerno sprejemanje finančnih odločitev. Prednost je torej v tem, da lahko mali investitorji koristijo prednosti velikih investitorjev. Poleg tega so investitorji, ki nalagajo sredstva v REIT-e na borzi vrednostnih papirjev, deležni naslednjih prednosti: ugodno razmerje med tveganjem in donosom, davčna učinkovitost, večja razpršenost premoženja, dostop do kvalitetnejših nepremičnin, profesionalno posloводство, večja cenovna transparentnost na vsakodnevnem trgovanju, večja likvidnost in manjši transakcijski stroški, ipd. (Craston, Sanderson, Matheson, 2007, str. 12-13). Prednost je torej tudi ta, da so lastniki REIT-a lahko tudi mali investitorji, ki imajo tako možnost investiranja v nepremičninsko dejavnost. Tudi mali vlagatelji imajo z uvedbo REIT-ov priložnost, da investirajo na področju nepremičnin v obliki, ki vsebuje bolj razpršeno tveganje. V večini držav je pred uvedbo REIT-ov obstajala le možnost direktne investicije



v posamezno nepremičnino, kar pa je povezano z večjim tveganjem in večjimi stroški.

## **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. ICONOMI platforma omogoča vlaganje v sklade. (<https://www.iconomi.net/>)

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

V kolikor se lahko investicijski skladi oblikujejo zgolj kot investicijska družba, ki jo ZISDU-3 ureja v 401. členu, je ena izmed omejujočih zahtev nedvomno višina osnovnega kapitala. Določbe omenjenega zakona oziroma že sam obstoj takšnega zakona projekte, ki lahko investicijski sklad ustanovijo na podlagi obstoječega podjetja v drugi jurisdikciji, ki takšnih omejitev ne predvideva, odganja iz Slovenije.

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

Da. Transparentnost bi morala biti temelj vsakega dolgoročnega projekta. Due Diligence običajno zajema vse pomembne dejavnike poslovanja (poslovne funkcije, informacijski sistem, management, okolje). S skrbnim pregledom so tveganja predvidljivejša in odločitev za investiranje lažja. Globino preučevanja oz metodologijo bi lahko standardizirali za ICO, ki bi ga izvajali ekspertni izvajalci.

**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?**

Glede na to, da je vse bolj opazen trend odpravljanja nepotrebnih posrednikov, splošnih svetovalcev, skrbnikov in posledično birokracije bi te zamenjali z neodvisnimi strokovnjaki in obenem osebnimi svetovalci, specializirani za ICO projekte. Vlagatelj bi jih tako najel na lastne stroške v kolikor mu transparentna politika ICO-ta ne bi bila razumljiva. Zelo pomembno je, da bi bila politika ICO-ta razumljiva tudi za vlagatelje začetnike in bi se ti lahko suvereno odločali brez svetovalcev.

Vse skrbniške storitve (razen storitve iz točke 1.) lahko glede na 115. člen ZUAIS zagotovi družba za upravljanje sklada. Skladno z ZISDU lahko dovoljenje za opravljanje skrbniških storitev investicijskega sklada pridobi samo banka. Namen omejenega kroga oseb, ki lahko pridobijo dovoljenje za opravljanje skrbniških storitev je glede na Direktivo 2009/65 ES je zagotavljanje ustreznega strokovnega in finančnega jamstva za opravljanje tovrstnih storitev. Investicijski skladi praviloma zajemajo vlaganje v uveljavljene in pravno regulirane vrednostne papirje / komoditete, ipd., njihov denarni tok pa se izraža s klasičnimi valutami/zakonitimi plačilni sredstvi. Ob primerjavi t.i. investicijskih skladov, ki bi premoženje plemenitili oz. poskušali plemenititi z vlaganjem v kriptožetone ali kriptovalute s standardnimi investicijskimi skladi sicer res lahko ugotovimo, da so principi zadostno podobni kar se tiče načina upravljanja, vlaganja ter pravic in obveznosti

izhajajočih iz razmerij med vlagatelji in upravitelji investicijskih skladov, se pa ta dva tipa razlikujeta v njunem temelju. Kot že opisano regulirani investicijski skladi premoženje vlagateljev upravljajo na način, da njihova sredstva investirajo v pravno regulirane vrednostne papirje, komoditete ipd., medtem ko "kripto" investicijski skladi investirajo premoženje vlagateljev v kriptovalute/kriptožetone. V kolikor bi želeli postaviti skrbnika investicijskega sklada analogno trenutni ureditvi, tovrstna ureditev ne bi bila primerna, saj trenutni z zakonom dovoljeni skrbniki ne morejo izpolnjevati nalog, ki so jim poverjene iz razloga njihove strokovnosti in likvidnosti. Banke namreč ne posedujejo zadostnega strokovnega znanja ali kadra, niti ne gre zapisanega od njih pričakovati v doglednem času.

V kolikor se bi določila obveznost določitve osebe, ki opravlja skrbniške storitve, se mora zagotoviti izpolnjevanje namena instituta skrbnika premoženja v zvezi z upravljanjem investicijskih skladov, kar posledično pomeni, da se mora v prvi vrsti zagotoviti njegova strokovnost ter likvidnost v ustreznem premoženju, glede na naravo investicijskega sklada. Zaradi strokovne zahtevnosti in hitro spremenljive ter negotove narave kriptožetonov ter valut bi bilo (ponovno) smotrno uvesti elemente samoregulacije (določitev splošnih standardov na ravni zakonskih/podzakonskih predpisov ter podelitev dovoljenja za opravljanje skrbniških storitev organizaciji, posebej specializirani za dotično področje).

## **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?**

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. V kolikor je namen ustvariti ugodno okolje za zbiranje sredstev, je bolje začeti pri izobraževanju.

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

Na morebitne spremembe veljavnih zakonov je bolje počakati in pred tem ustvariti t.i. sandbox, ki ustvarja eksperimentalno okolje, v katerem lahko tako podjetja, kot tudi regulator preizkušajo različne rešitve ter po potrebi s predpisi usmerjajo in omogočajo ustvarjanje dobre prakse.

### **63. Kako primerno upoštevati mednarodni element ICO?**

Odgovore posredovati javnosti v slovenščini in angleščini, posebej tistim, ki se ukvarjajo z ICO projekti (kot izraz prizadevanja za vzpostavljanje dialoga in čim bolj optimalnega sodelovanja) in evropskim poslancem. Z objavo in dodatnim ozaveščanjem širše javnosti bi lahko ATVP aktivneje stopila v stik z globalno skupnostjo in pokazala svojo angažiranost pri vzpostavljanju stika med ljudmi, ki delijo podobne interese.

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

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