



Agencija za trg
vrednostnih papirjev



STALIŠČA ATVP V ZVEZI S POSVETOVALNIM DOKUMENTOM ICO

Junij 2018

Kazalo

1. UVOD.....	5
2. TEHNOLOGIJA PODATKOVNIH BLOKOV.....	5
3. TVEGANJA, KATERIM SE VLAGATELJ V ICO IZPOSTAVLJA.....	5
3.1. Odsotnost zakonodajne ureditve	5
3.2. Pomanjkanje verodostojnih informacij.....	6
3.3. Visoko tveganje izgube vloženi sredstev	6
3.4. Nestanovitnost cen in nizka likvidnost.....	6
4. VELJAVNA ZAKONODAJNA UREDITEV IN ICO	7
4.1. Ali so žetoni izdani v postopku ICO prenosljiv vrednostni papir?.....	7
4.2. ICO in ureditev kolektivnih naložbenih podjetij	8
4.2.1. Kolektivni naložbeni podjetji za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (UCITS).....	8
4.2.2. Alternativni investicijski skladi (AIS)	8
4.3. Ali so žetoni izdani v postopku ICO izveden finančni instrument ali instrument denarnega trga?.....	9
4.4. Kaj to pomeni v kontekstu delitve na naložbene in uporabniške žetone ter kripto valute?.....	9
5. OPREDELITVE ATVP DO VPRAŠANJ IZ JAVNEGA POSVETOVANJA.....	10
5.1. Samoregulacija, obstoječa regulacija ali nova regulacija	10
5.2. O bodoči pravni ureditvi kripto sredstev.....	12
5.3. O pravicah, ki izhajajo iz kripto sredstev in njihovih spremembah	13
5.4. O ponudbi žetonov javnosti.....	13
5.5. O mestih trgovanja s kripto sredstvi	14
5.6. O informacijski asimetriji med izdajatelji in imetniki žetonov ter celovitosti trga	15
5.7. O ciljni skupini vlagateljev	16
5.8. O kolektivnih naložbenih podjetjih	17
5.9. O mednarodnem elementu v ICO	18
5.10. Druga relevantna vprašanja.....	18
6. ZAKLJUČEK	20

SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC IN TUJK

AIFMD	Direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov
AIS	Alternativni investicijski sklad
BCH	Bitcoin Cash
BLOCKCHAIN	Veriga podatkovnih blokov
BTC	Bitcoin
CRYPTO CURRENCIES	Kripto valute
CRYPTO ASSETS	Kripto imetje
DVP	Sočasnost poravnave (angleško: delivery versus payment)
ESMA	Evropski organ za vrednostne papirje in trge
ETH	Žeton omrežja Ethereum
FIAT VALUTA	Predpisana (regulirana) valuta
ICO	Ponudba žetonov
OZ	Obligacijski zakonik
PAMETNA POGODBA	zapis računalniške kode (programa)
SMART CONTRACT	Pametna pogodba
SANDBOX	Peskovnik
SECURITY TOKENS	Naložbeni žetoni
TERMS AND CONDITIONS	Pravila in pogoji
UCITS	Kolektivni naložbeni podjetji za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje
UTILITY TOKENS	Uporabniški žetoni
WHITE PAPER	Predstavitveni dokument
XRP	Žeton izdan s strani podjetja Ripple.
ZISDU-3	Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
ZNVP-1	Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih
ZPPDFT-1	Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma

ZTFI	Zakon o trgu finančnih instrumentov
ZUAIS	Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov

1. UVOD

Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) je izdala posvetovalni dokument s ciljem, da pridobi mnenja čim širšega kroga zainteresiranih javnosti, ter na podlagi tako pridobljenih informacij izoblikuje izhodišča, ki jih bo zastopala pred domačimi (vključno z zakonodajalcem) in evropskimi institucijami (ESMA, Evropska komisija).

ATVP je posvetovalni dokument objavila na svoji spletni strani in o njem neposredno obvestila nekatere ključne deležnike. ATVP je prejela odzive od:

- dveh pravnih pisarn;
- enega izdajatelja žetonov;
- skupine študentov pravne fakultete in
- družbe tveganega kapitala.

V tem dokumentu so predstavljena stališča ATVP glede interpretacije obstoječe zakonodaje ter stališča glede morebitnih sprememb le te na področju, za katerega je ATVP pristojna. Sprememba zakonodaje bi za uveljavitev zahtevala aktivnosti zakonodajalca. ATVP v tem dokumentu izpostavlja tudi nekatere druge določbe zakonov, ki neposredno ne sodijo v pristojnost ATVP, pa bi jih bilo po njenem mnenju potrebno prilagoditi novi realnosti in tehnološkemu napredku, saj bo ob odsotnosti celovitega pristopa k vprašanju regulacije kripto imetij lahko razvoj panoge naletel na nove ovire.

2. TEHNOLOGIJA PODATKOVNIH BLOKOV

Izraz tehnologija podatkovnih blokov zajame računalniške programe, ki omogočajo, da med razpršenimi in navadno anonimnimi udeleženci decentraliziranega in avtonomnega sistema, nastanejo edinstveni, preverjeni, preverljivi, vsem udeležencem dostopni ter za nazaj nespremenljivi arhivi zapisov (evidenc) določenega dejstva. Tak posamezen zapis predstavlja podatkovni blok, celotni arhiv zapisov pa verigo podatkovnih blokov (blockchain).

Prevladujoči produkt tehnologije razpršenih evidenc so žetoni. Žetoni so v računalniškem omrežju in v skladu s pravili tega omrežja nastalo dejstvo (zapis v razpršeni evidenci). Žetoni lahko imajo izdajatelja (žetoni izdani v ICO postopku, ga imajo vedno), ali pa tudi ne (BTC).

Kot dejstvo, zapisano v verigi podatkovnih blokov, lahko nastopa tudi pametna pogodba. Pametna pogodba predstavlja zapis računalniške kode (programa). Kot taka ne predstavlja nujno pogodbe v pravnem pomenu besede.

3. TVEGANJA, KATERIM SE VLAGATELJ V ICO IZPOSTAVLJA

ATVP poudarja, da je naložba v žetone, izdane na podlagi ICO, povezana z velikimi in še ne povsem določljivimi tveganji. Potencialni vlagatelji bi morali posebno pozornost nameniti naslednjim tveganjem:

3.1. Odsotnost zakonodajne ureditve

ICO v mnogih državah (vključno s Slovenijo) trenutno niso sistemsko regulirani in nadzorovani. Posledično vlagatelji v te sheme nimajo nobenih zagotovil, podobnih tistim, ki veljajo za prve ponudbe vrednostnih papirjev na reguliranih finančnih trgih. Podobno tudi ICO iz drugih držav članic ali tretjih držav, katerih žetoni so na voljo za nakup tudi slovenskim vlagateljem, zelo verjetno v njihovi matični državi niso regulirani.

Nekatere ICO se lahko uporabljajo za goljufive ali nedovoljene dejavnosti, pri čemer je bilo nekaj nedavnih ICO opredeljenih kot goljufije.¹ Prav tako ni mogoče izključiti, da se nekateri ICO uporabljajo za namene pranja denarja. V primeru, da se za ICO ne uporablja zakonodaja in predpisi Republike Slovenije oziroma EU, vlagatelji ne morejo izkoristiti zaščite, ki jo zagotavljajo ti predpisi.

3.2. Pomanjkanje verodostojnih informacij

Informacije, ki so na voljo vlagateljem, npr. v predstavitvenih dokumentih, so v večini primerov nerevidirane, nepopolne, neuravnotežene ali celo zavajajoče. Običajno je poudarek na potencialnih koristih, medtem ko so tveganja predstavljena samo na kratko. Dokumentacija je pogosto tehnična in običajnemu vlagatelju ni lahko razumljiva. Posledično vlagatelji ne morejo razumeti tveganj, ki jih prevzemajo, zato naložba pogosto ne ustreza njihovim potrebam. Včasih dokumentacija ne navaja imen odgovornih oseb ter ne opredeli jurisdikcije, pristojne v primeru spora. V nobenem primeru ne gre te dokumentacije enačiti z dokumentacijo, ki jo je potrebno pripraviti in objaviti v primeru javne ponudbe vrednostnih papirjev. Sledenja med drugim zahteva tudi predhodno odobritev pristojne neodvisne institucije.

3.3. Visoko tveganje izgube vložnih sredstev

ICO so praviloma namenjeni financiranju projektov v njihovih zelo zgodnjih fazah. Takšne naložbe imajo po svoji naravi veliko tveganje za neuspeh. Veliko izdanih žetonov nima nobene notranje vrednosti, razen možnosti, da jih imetniki uporabljajo za dostop do storitve ali izdelka, ki naj bi ga razvil izdajatelj. Načrti projektov, ki so predmet ICO, praviloma niso pregledani ali preverjeni s strani neodvisnih strokovnjakov ter pogosto vsebujejo tudi številne predpostavke in finančne napovedi, ki se lahko izkažejo za preveč optimistične, netočne ali nepravilne. Nenazadnje, ni nobenega jamstva, da bodo ti projekti dokončani ali da jih je sploh mogoče izvesti.

3.4. Nestanovitnost cen in nizka likvidnost

Ker žetoni običajno ne predstavljajo niti lastniškega niti dolžniškega upravičenja, vlagatelj dejansko investira v projekt in ne v izdajatelja. To pomeni, da je bodoča vrednost žetona odvisna od bodoče razširjenosti uporabe posameznega žetona in sposobnosti izdajatelja izpeljati projekt. Vrednost žetona tako ni nujno povezana s finančno stabilnostjo niti celotnim poslovanjem izdajatelja.

Vrednost žetonov je izredno nestanovitna in podvržena znatnim ter pretežno nepredvidljivim nihanjem. Obstaja velika verjetnost, da se za žetone ne razvije sekundarni trg, zato vlagatelji s svojimi žetoni ne bodo mogli trgovati ali jih zamenjati za tradicionalne valute, kot je npr. evro. Dejavnost trgovanja z žetoni je neregulirana. V zvezi z njo tako ne veljajo pravila transparentnosti in pravila, ki prepovedujejo zlorabo trga. Tako trgi, na katerih se trguje z

¹ Glej npr.: <https://www.ssb.texas.gov/news-publications/4-billion-crypto-promoter-ordered-halt-fraudulent-sales> (8. 1. 2018) ali npr.: <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-53> (8. 6. 2018) – žetoni izdani v okviru slednjega ICO so kotirali npr. na znani menjalnici Binance.

žetoni, ne ponujajo enakih zagotovil, ki se običajno uporabljajo za konvencionalne finančne trge.

4. VELJAVNA ZAKONODAJNA UREDITEV IN ICO

ICO se kot nova oblika financiranja šele umešča v gospodarski prostor. Obstoječi zakonodajni okvir tako ni prilagojen ICO, saj v času njegovega nastajanja tovrstne izdaje še niso bile predvidene.

Trenutno se vsak ICO obravnava posamično, z namenom, da se ugotovi, ali posega na katerega izmed področij, ki je regulirano (kot je predstavljeno v nadaljevanju), posredno pa tudi z namenom, da se ugotovi, ali bi bile zaradi varstva vlagateljev potrebne prilagoditve zakonodaje.

Ali nek žeton predstavlja finančni instrument, je odvisno od njegove vsebine. ZTFI definira finančne instrumente v 7. členu in jih deli na: (i) prenosljive vrednostne papirje, (ii) instrumente denarnega trga, (iii) enote kolektivnih naložbenih podjetij, ter (iv) izvedene finančne instrumente.

Klasifikacija žetona, kot (kateregakoli) finančnega instrumenta bi imela za posledico uporabo celotnega sklopa določb ZTFI, prenesenih iz direktive MiFID. Poleg tega zakonodaja za posamične vrste finančnih instrumentov vsebuje dodatne zahteve – npr. za prenosljive vrednostne papirje obveznosti, ki izvirajo iz določb o prvi javni ponudbi, za enote kolektivnih naložbenih podjetij obveznosti, ki izvirajo iz določb zakonov, prenesenih iz direktiv UCITS in AIFM. V nadaljevanju se ATVP opredeljuje do vprašanj v zvezi s posamičnimi kategorijami finančnih instrumentov.

Že na tem mestu pa želi ATVP opozoriti, da umestitev žetonov zgolj preko interpretacije med finančne instrumente (predvsem to velja za prenosljive vrednostne papirje), posledično pomeni obvezno uporabo širokega sklopa pravil, ki bi zelo verjetno onemogočila poslovanje izdajateljem ICO.

4.1. Ali so žetoni izdani v postopku ICO prenosljiv vrednostni papir?

Prenosljivi vrednostni papirji so opredeljeni v tretjem odstavku 7. člena ZTFI. Gre za vse vrste vrednostnih papirjev razen plačilnih instrumentov, s katerimi se lahko trguje na kapitalskih trgih. Po tej definiciji je žeton prenosljiv vrednostni papir le, če je predhodno opredeljen kot vrednostni papir.

Vrednostni papir je v slovenskem pravu opredeljen v Obligacijskem zakoniku (Uradni list RS, št. 97/07 – uradno prečiščeno besedilo in 64/16 – odl. US). Le ta določa, da je vrednostni papir le zapis dolga ali obveznosti, ki je izdan kot pisna listina ali na način, ki ga določa drug zakon.

ATVP je v svojem posvetovalnem dokumentu iz januarja 2018 navedla, da žetoni lahko vsebujejo zapis pravice ali obveznosti imetnika. Navedeno ne odraža dejanskega stanja. ATVP v tem trenutku znani žetoni (BTC, BCH, ETH, XRP, nekateri žetoni izdani v omrežju Ethereum²) namreč ne vsebujejo niti zapisa pravice, ki gre imetniku, niti navedbe izdajatelja žetona. Navedenega navadno ne vsebuje niti pametna pogodba na podlagi katere so bili žetoni kreirani (kadar so bili kreirani na podlagi pametne pogodbe). Vsebinska pravica imetnika je

² Pri čemer so žetoni sicer lahko izdani še v omrežjih: Neo, Waves, Omni, Bitshares, Stellar, Counterparty, Qtum, Ubiq, Ardor...

običajno razvidna iz dokumentacije, ki spremlja izdajo žetonov. Navedba izdajatelja je običajno podana le preko označbe javnega naslova izdajatelja v omrežju, v katerem so žetoni izdani. Žeton se lahko prenaša. Žetoni imajo lahko svojo lastno vrednost, ki izhaja iz vrednosti pravice, ki jo izkazujejo, ali pa, kadar pravice ne izkazujejo, iz razmerja med povpraševanjem in ponudbo. Tako torej niti z umikom zahteve po obličnosti iz slovenske zakonodaje zaradi pomanjkanja najmanj dveh bistvenih sestavin vrednostnega papirja (obveznosti in izdajatelja) žetonov ne moremo kvalificirati kot vrednostnih papirjev. Tako ICO ne sodijo v področje navedene zakonodaje in kot takšni ne morejo predstavljati javne ponudbe (prenosljivih) vrednostnih papirjev javnosti.

4.2. ICO in ureditev kolektivnih naložbenih podjetij

V skladu z definicijo iz Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 31/15, 81/15 in 77/16, v nadaljevanju: ZISDU-3) je investicijski sklad kolektivni naložbeni podjetje, katerega edini namen je, da zbira premoženje vlagateljev in ga v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko nalaga v različne vrste naložb v izključno korist imetnikov enot tega investicijskega sklada.

Investicijski skladi se glede na svoje značilnosti delijo na kolektivne naložbene podjetje za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (UCITS) in alternativne investicijske sklade.

Ključni elementi, z vidika katerih ATPV ocenjuje, ali je podjetje lahko bil investicijski sklad so:

- odsotnost splošnega poslovnega ali gospodarskega namena,
- zbiranje premoženja vlagateljev za namene nalaganja tega premoženja, da se tem vlagateljem zagotovi združen donos;
- nalaganje sredstev v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko in
- lastniki enot kot skupina nimajo vsakodnevne presoje ali nadzora.

Poleg ZISDU-3 to področje ureja še ZUAIS.

4.2.1. Kolektivni naložbeni podjetji za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (UCITS)

UCITS sklad je odprt investicijski sklad, ki javno zbira premoženje in katerega edini namen je nalaganje sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj. V Sloveniji so UCITS skladi oblikovani kot vzajemni skladi ali kot krovni skladi z več podskladi. Poslovanje UCITS skladov je z namenom zaščite malih vlagateljev strogo regulirano (ZISDU-3) in podvrženo nadzoru ATPV.

Dosedanji ICO praviloma niso bili izdani z namenom skupnega vlaganja v likvidne finančne naložbe, temveč so predvsem namenjeni zbiranju sredstev za izvedbo določenih poslovnih projektov. Koristnost izdaje enote UCITS sklada v obliki žetona je omejena z dejstvom, da so investicijski kuponi, ki predstavljajo enote UCITS skladov v Republiki Sloveniji, neprenosljivi, v primeru izdaje prenosljivih investicijskih kuponov pa velja obveznost izdaje v obliki nematerializiranega vrednostnega papirja.

4.2.2. Alternativni investicijski skladi (AIS)

Alternativni investicijski skladi (AIS) so vsi ostali investicijski skladi, ki jih ne uvrščamo med UCITS sklade. Za razliko od UCITS skladov naložbena politika AIS ni omejena zgolj na vrednostne papirje, temveč ti skladi lahko nalagajo v različne vrste naložb, enote pa ponujajo javno ali omejeno na določeno skupino potencialnih vlagateljev.

Dosedanji ICO so bili predstavljeni kot zbiranje sredstev, katerih cilj je financiranje projekta, kot namen izdaje žetonov pa ni bilo opredeljeno ustvarjanje združenega donosa za vlagatelje. Glede na zadnje razvoje na trgu pa ni mogoče izključiti možnosti, da bi nekatere vrste ICO lahko šteli za AIS.

Ker zakonodaja v primeru enot AIS ne zahteva obličnosti enote, je medij zapisa enote nerelevanten (ne glede na prenosljivost). Tako bi žeton lahko štel za enoto, v kolikor bi vplačilo vanj pomenilo podporo projektu, ki izpolnjuje pogoje za investicijski sklad, kot jih opredeljuje zakonodaja in so navedeni zgoraj.

Za AIS velja, da se lahko tržijo zgolj profesionalnim vlagateljem, kot jih opredeljuje 31. člen Zakona o upravljalcih alternativnih investicijskih skladov (Uradni list RS, št. 32/15; v nadaljevanju: ZUAIS), izjemoma, kadar lokalna zakonodaja tako dopušča pod posebnimi pogoji, pa tudi neprofesionalnim vlagateljem. Dopustitev trženja AIS tudi neprofesionalnim vlagateljem velja le na teritoriju zadevne države članice in ne more biti predmet notifikacijskega postopka.

Prav tako velja, da mora upravljavec AIS, če želi opravljati storitve upravljanja AIS (kamor sodi tudi trženje enot AIS) na področju celotne EU, pridobiti dovoljenje ATVP v skladu z ZUAIS in v relevantnih državah članicah opraviti postopek notifikacije.

4.3. Ali so žetoni izdani v postopku ICO izveden finančni instrument ali instrument denarnega trga?

V zvezi z vprašanjem, ali je žeton lahko spoznan za instrument denarnega trga ali izvedeni finančni instrument velja, da njuna definicija ni odvisna od medija, na katerem sta izdana, ali od vprašanja, ali vsebujeta sestavine, katere OZ zahteva za vrednostni papir. Njuna definicija je namreč odvisna le od njune vsebine. Posledično žeton, ki nima vsebine, sam po sebi ne bi mogel predstavljati izvedenega finančnega instrumenta ali instrumenta denarnega trga. Žetoni, ki funkcionirajo kot del pametne pogodbe, ki določa njihovo vsebino, pa bi lahko predstavljali instrument denarnega trga ali izvedeni finančni instrument.

Izvedeni finančni instrument bi odvisno od njene vsebine lahko predstavljala tudi že sama pametna pogodba, saj se za izvedene finančne instrumente prenosljivost ne zahteva.

4.4. Kaj to pomeni v kontekstu delitve na naložbene in uporabniške žetone ter kripto valute?

ATVP uvodoma opozarja, da je klasifikacija žetonov po skupinah vedno arbitrarna in je lahko enakemu poimenovanju navkljub podrejena različnim merilom, vsak žeton pa predmet posamične presoje. Ne glede na to pa se je v kripto svetu oblikovala delitev na naložbene žetone, uporabniške žetone in kripto valute.

Podlaga za delitev so pravice, ki naj bi jih žeton dajal imetniku.³ Naložbeni žetoni so tako žetoni, ki imetniku žetona dajejo oziroma obljublajo pravice, primerljive s pravicami, ki jih imetniku finančnega instrumenta dajejo finančni instrumenti:

- v primeru vrednostnih papirjev: dolg, glasovalne pravice⁴, pravica do dobička;

³ Ne glede na to ali so inkorporirane v žeton ali zgolj zapisane v dokumentacijo ob izdaji žetona.

⁴ Glasovalne pravice se morajo nanašati na vsebine, ki po zakonu predstavljajo izvajanje delničarskih pravic. Glasovalna pravica v zvezi z upravljanjem družbe nepovezanimi vsebinami ne more pripeljati do opredelitve žetona v navedeno kategorijo.

- v primeru kolektivnih naložbenih podjemov: pravica do fiktivnega deleža na skupno upravljanem premoženju;
- v primeru izvedenih finančnih instrumentov: pravica do denarnega plačila.

Uporabniški žetoni omogočajo dostop do storitve, pri čemer je ta storitev dostopna ob izdaji žetona za znano količino žetonov, ali (pogosteje) kasneje za neznano količino žetonov. Najpogosteje so kot uporabniški žetoni opredeljeni žetoni, katerih izdajatelj je znan, saj bo v zameno za žetone v prihodnosti nudil neko storitev. Uporabniški žetoni so običajno izdani v okviru neke platforme namenjene izdaji žetonov (Neo, Waves, Omni, Bitshares, Stellar, Counterparty, Qtum, Ubiq, Ardor...).

Kot kripto valute se običajno obravnavajo žetoni, ki:

- nimajo izdajatelja ali osebe, ki bi skrbelo za platformo in katerih namen je uporaba žetonov kot plačilnega sredstva (BTC, BCH); ali
- imajo izdajatelja oziroma osebo, ki skrbi za platformo (ETH,⁵ XRP) in katerih namen je uporaba žetonov kot plačilnega sredstva (vsaj kot plačilo storitev platforme).

Trenutno so lahko predmet urejanja v okviru obstoječe zakonodaje zgolj žetoni, ki jih je mogoče glede na vsebino uvrstiti pod kolektivne naložbene podjeme ali izvedene finančne instrumente. Žetoni, ki bi vsebinsko ali ekonomsko predstavljali (prenosljiv) vrednostni papir, ne sodijo v obstoječo zakonodajo. Ti žetoni ne izpolnjujejo zahtev iz OZ, saj jim manjka zahtevana obličnost ter bistvene sestavine.

5. OPREDELITVE ATVP DO VPRAŠANJ IZ JAVNEGA POSVETOVANJA

5.1. Samoregulacija, obstoječa regulacija ali nova regulacija

Skupno stališče vseh sodelujočih v posvetovanju in s katerim se v celoti strinja tudi ATVP je, da je samoregulacija izven pristojnosti ATVP, zakonodajalca in/ali morebitnih drugih državnih organov. Po mnenju ATVP mora samoregulacija ostati v domeni samih udeležencev na trgu, tako regulator nima in ne more imeti vloge v usmerjanju ali potrjevanju vsebin ter vplivanju na vsebino samoregulacije. Ob odsotnosti regulacije ima samoregulacija vlogo, ki pomembo usmerja dejavnosti, ob prisotni regulaciji pa je samoregulacija lahko pomemben dejavnik pri nadgraditvi vsebin. ATVP opozarja, da je vprašljivo, ali lahko zgolj samoregulacija zagotovi primerno varstvo vlagateljev. Samoregulacija namreč ne vzpostavlja pravno zavezujočih pravil, njene kršitve pa tudi niso sankcionirane s strani državnih organov.

Velik del vprašanj in odzivov je bil namenjen pridobivanju mnenj v zvezi z aplikativnostjo obstoječe zakonodaje na pojav ICO ter vprašanju morebitnih prilagoditev oziroma vzpostavitve novega zakonodajnega okvira. ATVP predvsem želi pojasniti, da je njeno delovanje omejeno ter določeno z zakonodajo. Aplikativnost trenutne zakonodaje na žetone je mogoča zgolj z interpretacijo obstoječih zakonskih besedil. Novi zakonodajni okvir je v pristojnosti zakonodajalca, ATVP lahko v tem oziru zgolj zastopa določena stališča, ter predlaga zakonodajalcu posamične rešitve.

Zakonodajo s področja ATVP, ki opredeljuje njene pristojnosti in delovanje, je mogoče najti na naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=25>.

⁵ Za ETH skrbi Ethereum Foundation - <https://www.ethereum.org/foundation>

ATVP se financira s taksami in nadomestili, ki jih plačujejo udeleženci trga finančnih instrumentov, nad katerimi ATVP izvaja nadzor in podeljuje dovoljenja za opravljanje dejavnosti. Trenutna privlačnost ICO je v pomembni meri v poenostavitvi in pocenitvi običajnih transakcij z vrednostnimi papirji. Med deležniki na trgu je nujno zavedanje, da bo zunanji nadzor primerljiv nadzoru, kot ga izvaja ATVP nad preostalimi deležniki, poleg varnosti za vlagatelje povečal tudi stroške izdaj in transakcij. Slednje po mnenju ATVP sicer ni in ne more biti razlog, da se regulacija in nadzor ne uvedeta, je pa potrebno zavedanje javnosti, da se nadzor nad navedenimi subjekti ne more posredno financirati iz taks, ki jih ATVP plačujejo subjekti, ki z dejavnostjo ICO niso povezani. Z uvedbo nadzora se bodo neizogibno poleg povečanja varnosti in transparentnosti poslovanja tako povečali tudi stroški poslovanja trenutno nereguliranih subjektov.

Nadalje je potrebno nasloviti tudi vprašanje peskovnikov (sandbox). Peskovnik kot instrument nadzornika, ki olajša poslovanje tehnološko inovativnim podjetjem, se v evropskem prostoru pojavlja v več neenotnih oblikah. Tako gre v primeru peskovnikov za zagotavljanje testnega prostora v nadzorovanem okolju, z ali brez regulatornih odpustkov oziroma oprostitev. Peskovnik kot zakonsko določen institut ima po mnenju ATVP smisel zgolj takrat, ko ima regulator v rokah orodja, ki mu za čas testiranja omogočajo apliciranje zakonodaje na drugačen način, kot sicer velja za preostale subjekte na trgu. Trenutno zakonodaja ATVP takega pristopa ne omogoča, saj ji ne daje dovolj širokih pooblastil. Medtem ko ATVP spremlja in pozdravlja prakse peskovnikov, ki so jih uvedli nekateri drugi evropski regulatorji, pa je potrebno ob morebitnih spremembah zakonodaje, ki bi v tem pogledu povečala pristojnosti ATVP in njene diskrecijske pravice ob uporabi zakonodaje na posamičen subjekt, upoštevati tudi vire, s katerimi ATVP trenutno razpolaga. Delovanje znotraj peskovnikov zahteva časovno in strokovno vključitev virov regulatorja, ki pa znatno presega trenutne zmogljivosti ATVP. Financiranje takega delovanja zato ne morejo pokrivati posredno drugi udeleženci na trgu, ki od takega delovanja ATVP nimajo koristi oziroma zanj nimajo interesa.

ATVP lahko ob obstoječi zakonodaji obravnava subjekte zgolj ob apliciranju pravil proporcionalnosti v obsegu in na način kot to dopušča zakonodaja. Z omejenimi viri in ob obstoječih zakonodajnih omejitvah tako ATVP meni, da institucionaliziranje peskovnika ni nujno potrebno, da pa so določeni ukrepi okrepljenega sodelovanja v fazah pred pridobitvijo dovoljenj pred ATVP smiselni, predpostavljajo pa jasno pristojnost ATVP nad subjektom in cilj sodelovanja – izdajo dovoljenja.

Pri vprašanju regulacije je potrebno nasloviti tudi vprašanje smiselnosti lokalne zakonodaje v primeru pojava, ki presega slovensko jurisdikcijo ter ima izrazito čezmejni značaj. Že iz analize odgovorov, ki se dotikajo jurisdikcije in pristojnosti, ni mogoče izločiti enostavnega odgovora - medtem ko se v odgovorih najpogosteje v zvezi s pristojnim nadzornim organom pojavlja rešitev uporabe jurisdikcije izdajatelja (pri čemer dodaten izziv predstavljajo skupine fizičnih oseb, različnih državljanstev, ki niso združene v pravno osebo z določljivim sedežem), predstavlja vprašanje izbire prava oziroma uporabljivo pravo popolnoma nov izziv. Na tem mestu želi ATVP opozoriti, da bo lahko lokalna zakonodaja določala zgolj pravila poslovanja na ozemlju Republike Slovenije. Ob odsotnosti usklajene evropske zakonodaje nobena izmed rešitev, sprejetih izključno znotraj Republike Slovenije, ne bo omogočala poslovanja podjetij na celotnem območju EU.

Ne glede na zapisana stališča v tem dokumentu, lahko evropske institucije (ESMA, Evropska komisija) sprejmejo drugačne interpretacije ali uredijo področje drugače, kot to predlaga ATVP v tem dokumentu. ATVP bo v vsakem primeru sledila zavezujočim aktom evropskih institucij, ter zainteresirano javnost redno obveščala o stališčih evropskih institucij, ko bodo le-ta javno dostopna.

5.2. O bodoči pravni ureditvi kripto sredstev

V zvezi z morebitno prihodnjo ureditvijo kripto sredstev in na podlagi prejetih mnenj iz posvetovalnega dokumenta, ATVP podaja sledeče mnenje.

Kripto sredstva se delijo na dve skupini. V prvi skupini so tista kripto sredstva, ki nimajo izdajatelja, imetniku ne dajejo nobenih pravic in katerih vrednost izhaja le iz ponudbe in povpraševanja. Ta kripto sredstva navadno predstavljajo enote kripto valut (npr. BTC, BCH).

V drugi skupini kripto sredstev so tista kripto sredstva, ki imajo izdajatelja. Prvo podskupino kripto sredstev z izdajateljem predstavljajo kripto sredstva, ki ne izkazujejo pravice imetnika, se pa uporabljajo kot menjalno sredstvo na izdajateljevi platformi. Takšna sredstva so npr. WAN, EOS, XRP. Tudi za ta kripto sredstva se pogosto uporablja izraz kripto valute. Drugo podskupino kripto sredstev z izdajateljem predstavljajo kripto sredstva, ki izkazujejo neko pravico imetnika. Ta kripto sredstva najpogosteje izkazujejo pravico zamenjati kripto sredstvo za storitev izdajatelja, taka kripto sredstva so npr. TRON, IPL. Za ta kripto sredstva se navadno uporablja izraz uporabniški žeton. Kripto sredstva, ki imajo izdajatelja in izkazujejo imetništvo neke pravice lahko izkazujejo tudi imetništvo katere izmed pravic primerljivih s pravicami, ki jih inkorporirajo vrednostni papirji (pravica do dobička, glasovalna pravica, dolg). V tem primeru gre za tako imenovane naložbene žetone.

Primerno bi bilo, da bi nova ureditev izhajala iz načela tehnološke nevtralnosti. Zato je potrebno kripto sredstva, ki imajo podobno dejansko (ekonomsko) naravo kot finančni instrumenti, obravnavati podobno kot finančne instrumente. Tista, ki take narave nimajo, pa spet drugače.

Medtem ko je zaradi nekaterih pravic, ki jih zakonodaja jasno opredeljuje, vsebinsko naložbene žetone relativno enostavno uvrstiti med finančnim instrumentom podobne instrumente, pa je primer uporabniških žetonov nekoliko kompleksnejši. V povezavi z uporabniškimi žetoni, ATVP poudarja, da imetnik ob nakupu takega žetona, ne ve, koliko le-teh bo dejansko potrebnih za plačilo storitve izdajatelja. Običajno namreč ob nakupu uporabniškega žetona ni znana niti cena storitve, ki jo bo v prihodnosti mogoče plačati z žetoni, niti vrednost uporabniškega žetona v trenutku nakupa storitve. To pa pomeni, da imetnik tovrstnega žetona, s tem ko ga kupi, prevzame tveganje, da bo vrednost njegovih sredstev v prihodnje lahko tudi manjša. Imetnik se mora zavedati obstoja naložbenega tveganja, katerega višina je v veliki meri odvisna od uspešnosti poslovanja pri izpeljavi projekta izdajatelja. Naložbeno tveganje je ena izmed osnovnih značilnosti lastniških vrednostnih papirjev. Enako značilnost, da je njihova vrednost v pomembni meri odvisna od poslovanja izdajatelja, je mogoče opaziti pri vseh kripto sredstvih, ki imajo izdajatelja.

Posledično velja, da bi morali, v kolikor bi želeli preprečiti regulatorno arbitražo med produkti z enakim ciljem izdajatelja (zbrati denar vlagateljev) in enakim interesom imetnika (dobro poslovanje izdajatelja, višja vrednost izdanega instrumenta), tako naložbene kot uporabniške žetone obravnavati po smiselno enakih načelih kot vrednostne papirje. Pri tem ATVP poudarja, da obstoječ pravni okvir tako nudi primerno teoretično in načelno izhodišče za obravnavo kripto sredstev, ne vsebuje pa nujno primernih odgovorov na vsa, s kripto sredstvi, povezna vprašanja.

Natančneje so posamična vprašanja, kjer so po mnenju ATVP potrebne prilagojene rešitve, izpostavljena v naslednjih poglavjih.

5.3. O pravicah, ki izhajajo iz kripto sredstev in njihovih spremembah

V zvezi z vsebino pravic in obveznosti, katerih imetništva lahko izkazujejo žetoni, ATVP poudarja, da v Republiki Sloveniji velja načelo prostega urejanja obligacijskih razmerij. V skladu s tem je vsebina obligacijskih razmerij omejena le z ustavo, prisilnimi predpisi in moralnimi načeli. Navedeno velja tudi v povezavi z vrednostnimi papirji. Ne OZ in ne ZNVP-1 ne omejujeta vsebine obveznosti, ki je inkorporirana v vrednostnem papirju. Prav tako danes ne vemo, kakšna bi lahko bila standardizirana vsebina kripto sredstev. Tako menimo, da je vsaj v prvem obdobju normiranja kripto sredstev primerno obdržati navedeni pristop.

Če bi sledili načelu tehnološke nevtralnosti, bi spremembe pravic, ki jih imajo imetniki kripto sredstev morale biti dopustne pod enakimi pogoji kot spremembe pravic iz vrednostnih papirjev. Le te so dopustne, če sta možnost njihove spremembe in postopek odločanja o njej, imetnikom znana vnaprej. Smiselno enako bi morale veljati za kripto sredstva.

V povezavi z možnostjo spremembe platforme (blockchaina) velja, da bi sprememba, ki bi bila le tehnične narave in ne bi vplivala na pravice imetnikov, morala biti dovoljena tudi brez soglasja imetnikov. A tak primer je malo verjeten. Sprememba platforme bi najverjetneje zahtevala tudi spremembo infrastrukture, ki jo uporabljajo imetniki – npr. kripto denarnic. Taka sprememba bi lahko otežila imetništvo kripto sredstev, vsaka otežitev imetništva pa bi pomenila poseg v pravice imetnikov in bi morala biti dovoljena na način, v skladu s katerim se spreminjajo pravice, ki jih imajo imetniki.

5.4. O ponudbi žetonov javnosti

ATVP meni, da morajo vlagatelji dobiti čim bolj podrobne in verodostojne podatke v zvezi s posamezno izdajo žetonov. Izdajatelji v zvezi z izdajo žetonov v večini že sedaj pripravijo neke vrste ponudbeni dokument (z ločenimi ali vključenimi pogoji izdaje), ki bolj ali manj natančno navaja informacije o pogojih izdaje žetonov. Gre za tako imenovane predstavitvene dokumente (white paper) ter pravila in pogoje izdaje (terms and conditions), ki jih izdajatelji objavljajo na spletu. Vsebina obstoječih dokumentov ni pravno urejena.

Ali je potrebno posamezno izdajo žetonov zakonsko regulirati ali ne in posledično ali je za posamezno izdajo žetonov potrebno pripraviti zakonsko predpisan ponudbeni dokument, je po mnenju ATVP odvisno predvsem od vrste žetona, ki se izdaja.

V primeru izdaje tistih žetonov, ki bi jih lahko obravnavali kot vrednostni papir (glede na vsebino ali ekonomsko podobnost, torej tako naložbene kot uporabniške žetone), se ATVP zavzema za pripravo zakonsko predpisanega ponudbenega dokumenta, ki bi zasledoval načela, predpisana v Prospektni direktivi in uredbi. Informacije, ki bi jih vseboval takšen ponudbeni dokument, bi morale biti pravilne in popolne ter predstavljene tako, da bi bil ponudbeni dokument pregleden in razumljiv za potencialnega vlagatelja. Iz ponudbenega dokumenta bi morala biti tudi jasno razvidna odgovornost v zvezi z vsebino ponudbenega dokumenta, zato bi moral ponudbeni dokument vsebovati podatke o vseh osebah, ki so odgovorne za pravilnost in popolnost informacij, vsebovanih v ponudbenem dokumentu. V zvezi z osebami, odgovornimi za vsebino ponudbenega dokumenta, bi moral ponudbeni dokument vsebovati podatke, na podlagi katerih je odgovorne osebe mogoče jasno identificirati in izjavo vsake od teh oseb, da so po njenem najboljšem vedenju informacije, ki jih vsebuje prospekt, v skladu z resničnimi dejstvi in da ni bila iz ponudbenega dokumenta izpuščena nobena informacija, ki bi lahko vplivala na pomen ponudbenega dokumenta. Odgovorne osebe bi lahko bile vlagatelju tudi odgovorne za škodo, ki bi mu bila povzročena zaradi nepravilnih ali nepopolnih informacij, vsebovanih v ponudbenem dokumentu.

Predpisana oblika in vsebina ponudbenega dokumenta bi morala upoštevati tudi specifičnost izdajateljev žetonov, zakonsko predpisan ponudbeni dokument pa bi moral biti (v primerjavi z obstoječimi predstavitvenimi dokumenti) podrobnejši in konkretnejši pri predstavitvi tako samega projekta, kot postopka izdaje žetonov in potrebnih zbranih sredstev. Priporočljivo je, da bi bila vsebina ponudbenega dokumenta, standardizirana na ravni EU, saj bi se s tem zagotovila primerljivost informacij na ravni EU.

Vsebina zakonsko predpisanega ponudbenega dokumenta bi bila lahko (neobvezno) tudi pregledana/potrjena s strani neodvisnih strokovnjakov (npr. revizorjev), glede na željo samega izdajatelja žetonov. Pregled/potrditev vsebine zakonsko predpisanega ponudbenega dokumenta s strani neodvisnih strokovnjakov (revizorjev) torej ne bi bila obvezna, bi pa bilo obvezno razkritje ali je bil takšen pregled (revizija) dejansko opravljen in če da, v kakšnem obsegu. Izdajatelj bi moral ponudbeni dokument po potrebi tudi samoiniciativno posodobljati.

Glede potrditve ponudbenega dokumenta je ATVP mnenja, da bi bilo potrebno zasledovati sistem, ki bo v zvezi s ponudbenimi dokumenti pri izdaji žetonov sprejet na ravni EU.

Glede določitve višine zbranih sredstev (v kripto sredstvih ali fiat valuti) pri izdaji žetonov ATVP zagovarja stališče, da zgornja meja zbranih sredstev ne more biti določena z zakonom, jo pa lahko določi sam izdajatelj žetonov, ki poleg zgornje meje lahko določi tudi spodnjo mejo, saj s tem poveča transparentnost projekta. Če izdajatelj zgornje meje zbranih sredstev ne določi vnaprej, bi moral to po mnenju ATVP v ponudbenem dokumentu utemeljiti.

Glede seznanjanja vlagateljev o višini zbranih sredstev projekta v realnem času se ATVP strinja z večinskim mnenjem sodelujočih pri posvetovalnem dokumentu, da takšna informacija za vlagatelje v realnem času ni potrebna, bi pa bilo primerno, da izdajatelj žetonov vlagatelje obvesti o višini zbranih sredstev po koncu projekta.

ATVP meni, da lahko začetno vrednost žetona določi izključno izdajatelj ter da je sprejemljivo v pred prodajni fazi ICO prodajati žetone po ceni nižji od začetne cene, objavljene ob objavi ponudbenega dokumenta. Pred prodajna faza, katere namen je zbrati sredstva za zagon samega ICO, predstavlja večje tveganje od samega ICO. Dejstvo, da je cena v predprodaji nižja od tiste v prodajni fazi ICO, bi moralo biti jasno razkrito tudi v ponudbenem dokumentu. ATVP je mnenja, da zaenkrat ne obstaja potreba po zakonski ureditvi izplačila dobičkov imetnikom žetonov, bi bilo pa o tem potrebno razmisliti v prihodnosti, ob upoštevanju razvoja žetonov.

5.5. O mestih trgovanja s kripto sredstvi

Trenutno mesta trgovanja s kripto sredstvi delimo na dve kategoriji. V prvi kategoriji se hranijo kripto sredstva uporabnikov na računih mesta trgovanja, pri čemer se sklenjeni posli tudi poravnajo v okviru računov, katerih imetnik je mesto trgovanja. V takih primerih gre za tako imenovane skrbniške borze. Njihova najpomembnejša značilnost je, da je v blockchainu kot imetnik sredstev zapisana borza, ne pa imetnik računa. Borza tako dejansko nastopa kot mesto hrambe sredstev imetnika. Zaradi dejstva, da poteka na skrbniški borzi poravnava poslov preko računov, ki imajo istega imetnika, je na takih borzah mogoče trgovati s sredstvi, izdanimi v različnih blockchainih ter tudi s fiat valutami. Navidezno gre pri skrbniških borzah za DVP poravnavo. Poravnava je navidezna zato, ker se stanje na podračunih, ki jih vodi mesto hrambe sicer res spremeni DVP, a dejansko oseba, ki s sredstvi trguje, postane imetnik sredstev šele, ko jih z računa borze prenese na svoj račun, oziroma ko je tak prenos zabeležen v blockchainu.

Drugo kategorijo predstavljajo tako imenovane decentralizirane borze. Njihova glavna značilnost je, da s sredstvi posameznega uporabnika lahko razpolaga le ta uporabnik. Decentralizirana borza tako ne opravlja storitev hrambe. Navedeno je doseženo z uporabo pametnih pogodb. Ravno uporaba pametnih pogodb pa zahteva, da se na decentraliziranih borzah lahko trguje le s sredstvi, ki so izdana v enem blockchainu. Tako se na decentraliziranih borzah lahko trguje npr. le s kripto sredstvi, izdanimi v omrežju Ethereum, kar pomeni, da se na decentraliziranih kripto borzah ne more trgovati npr. z BTC proti ETH ali XRP. In prav tako ne s fiat valutami.

V povezavi z regulacijo kripto borz ATPV meni, da je pri upoštevanju zgoraj opisanega načela tehnološke nevtralnosti primerno, da se jih regulatorno uredi, pri čemer naj njihova ureditev temelji na načelih, ki veljajo za mesta trgovanja s finančnimi instrumenti, kot so npr. načelo zanesljivosti trgovalnega sistema, sočasnosti poravnave, nediskriminatornih pravil izvrševanja naročil, preglednosti ponudbe in povpraševanja ter preglednosti sklenjenih poslov. Ta ureditev se lahko smiselno uporabi tako za skrbniške kot za decentralizirane borze, saj samo dejstvo, da je neko mesto trgovanja ustanovljeno kot decentralizirana borza, še ne pomeni, da tako mesto trgovanja nima upravljalca oziroma osebe, ki bi jo pravo označilo kot odgovorno za pravilnost trgovanja. V zvezi s skrbniškimi borzami bi bilo potrebno urediti tudi pravice in obveznosti, ki bi za kripto borze izhajale iz skrbništva nad žetoni strank.

O uvrstitvi določenega kripto sredstva na kripto borzo se danes odločajo kripto borze same. Kripto sredstvo se tako lahko uvrsti na borzo, ne glede na želje izdajatelja. Navedena praksa lahko postane vprašljiva, če bo kotacija kripto sredstva na kripto borzi izdajatelju nalagala nove obveznosti.

5.6. O informacijski asimetriji med izdajatelji in imetniki žetonov ter celovitosti trga

Slovenska (in evropska) ureditev vsebuje številna pravila, ki so namenjena zmanjševanju informacijske asimetrije med samimi imetniki vrednostnih papirjev (imetniki z večinskim deležem, manjšinski delničarji, delničarji, ki so hkrati člani posloводства, ipd.) ter med imetniki vrednostnih papirjev in morebitnimi novimi kupci le teh. Pravila, ki zmanjšujejo navedeno asimetrijo so vsebovana v ZTFI, v poglavju o razkrivanju nadzorovanih informacij ter do določene manjše mere tudi v Uredbi o preprečevanju zlorabe trga. Nadalje se prav z namenom zagotoviti pravilne informacije vsem zainteresiranim, javne družbe po ZGD-1, štejejo za subjekte javnega interesa. V skladu z vsemi navedenimi akti morajo izdajatelji vrednostnih papirjev objavljati revidirane računovodske izkaze, njihova letna poročila morajo vsebovati določena razkritja, imetniki delnic javnih družb pa morajo izdajatelju sporočiti informacije o pomembnih deležih.

Prav tako pravila ZGD-1 zmanjšujejo informacijsko asimetrijo med imetniki vrednostnih papirjev in člani posloводства oziroma organov vodenja in nadzora družbe ter med manjšinskimi in večinskimi delničarji. Navedeno ZGD-1 doseže s tem, ko določa obveznosti javnih objav korporacijskih pravnih poslov (npr. sklic skupščine, imenovanje posloводства) ter številne pravice manjšinskih delničarjev.⁶ Tako ZGD-1 zagotavlja vsem delničarjem dostop do resničnih in aktualnih podatkov o stanju družbe in o sprejetih poslovnih odločitvah.

Imetniki žetonov niso delničarji. To pa pomeni, da čeprav imajo tako kot delničarji in kot je to navedeno zgoraj, enak interes, da izdajatelj sprejema poslovne odločitve, ki jim koristijo, za razliko od delničarjev nimajo pravil, ki bi jim omogočala vsaj seznanjenost z odločitvami izdajatelja. Še manj pa imajo možnost nadzora ali vpliva nad delovanjem izdajatelja.

⁶ Glej npr.: http://www.mgrt.gov.si/fileadmin/mgrt.gov.si/pageuploads/SOJ/ZGD_dolocila_151110.doc (8. 6. 2018)

Prav tako v povezavi z žetoni ne veljajo pravila o zlorabi trga. Trenutno tako ni prepovedano niti trgovanje na podlagi notranjih informacij (ki je neposredna posledica informacijske asimetrije) niti tržna manipulacija.

ATVP tako opozarja, da bi bilo potrebno, če želimo, da uporaba tehnologije razpršenih evidenc res zmanjša informacijsko asimetrijo, zgoraj opisana pravila smiselno vpeljati tudi v kripto svet.

5.7. O ciljni skupini vlagateljev

Obstoječe izdaje ICO nagovarjajo vse vlagatelje, ne glede na njihovo znanje, premoženje in ostale dejavnike, ki se upoštevajo pri nalaganju v finančne instrumente (prenosljive vrednostne papirje in enote kolektivnih naložbenih podjetij). Medtem ko obstoječa zakonodaja vlagatelje v regulirane finančne instrumente ščiti tako v postopku prodaje, kot tudi v kasnejših fazah, pa je postopek ICO popolnoma nereguliran, kar z vidika tehnološke nevtralnosti prinaša nesorazmernost na področju investiranja zlasti neprofesionalnih vlagateljev.

V kolikor izhajamo iz načela tehnološke nevtralnosti bi za zaščito vlagateljev v tiste žetone, ki so podobni finančnim instrumentom, morala veljati smiselno enaka pravila, kot veljajo za zaščito vlagateljev v finančne instrumente. Tako morajo npr. investicijska podjetja, ko prodajajo finančne instrumente vlagateljem, opraviti test primernosti (ali vlagatelj razume finančni instrument), če pa opravlja tudi investicijsko storitev svetovanja ali upravljanja premoženja pa tudi test ustreznosti (ali je finančni instrument ustrezen za naložbene potrebe in značilnosti vlagatelja). Če investicijsko podjetje ugotovi, da nek produkt ni primeren za posameznega vlagatelja, mu ga lahko vseeno proda, mora pa vlagatelja na neprimernost opozoriti. Prav tako morajo investicijska podjetja za vsak naložbeni produkt, ki ga nudijo, opredeliti relevantno ciljno skupino, pri čemer morajo, če ugotovijo, da posamezna ciljna skupina ni več ustrezna, tej ciljni skupini prenehati tržiti produkt.

ATVP meni, da bi bilo potrebno za ICO v zvezi s ciljno skupino vlagateljev regulatorno določiti »varovalke«, s katerimi bi se omogočilo oziroma zahtevalo, da se vlagatelj seznaní, kakšnim tveganjem se izpostavlja oziroma kako bi se ta tveganja lahko omejila. Z upoštevanjem posebnosti tako produkta samega kot tehnologije, na kateri ICO temelji, ATVP predlaga dve možni rešitvi, in sicer:

1. postavitev maksimalnega vložka posamičnega vlagatelja: kot možnost zmanjševanja tveganj za posameznega neprofesionalnega vlagatelja se nakazuje uvedba zgornje meje vplačila. Gre za nasprotno ureditev, kot je na primer obstoječa v zakonu, ki ureja upravljavce alternativnih investicijskih skladov, v kateri je postavljen minimalni vložek, s katerim vlagatelj dobi status profesionalnega vlagatelja. Na ta način bi se neprofesionalnim vlagateljem preprečila previsoka izpostavljenost do posameznega projekta, posledično pa se bi zmanjšalo tudi njegove tveganje. Takšna zneskovna omejitev bi veljala zgolj za neprofesionalne vlagatelje, medtem ko bi lahko tako imenovani kvalificirani vlagatelji (v skupino katerih bi na primer uvrstili posameznike, ki sodelujejo pri ICO ali pa profesionalne vlagatelje) lahko investirali tudi večji obseg sredstev;

2. ureditev, ki izhaja iz *Predloga uredbe o množičnem financiranju (Proposal for a Regulation of the European parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business)*: glede na to, da postopki ICO pogosto vključujejo elemente množičnega financiranja, bi se bilo smiselno zgledovati oziroma prilagoditi ureditev iz 15. člena navedenega predloga uredbe. V tem primeru bi izdajatelj ICO (ali tretja oseba) moral izvesti začetno oceno primernosti naložbe za potencialnega vlagatelja in vlagatelju omogočiti, da izvede simulacijo sprejemljive višine izgube vloženih sredstev glede na njegovo premoženje.

V začetni oceni primernosti naložbe za potencialnega vlagatelja mora izdajatelj ICO zbrati informacije o osnovnem znanju bodočega vlagatelja in njegovem razumevanju tveganj pri investiranju, tako v tradicionalne oblike naložb, kot v kripto sredstva. S simulacijo sprejemljive višine izgube vloženih sredstev bi izdajatelj ICO omogočil potencialnim in obstoječim vlagateljem, da si izračunajo kakšna višina izgube je za njih še sprejemljiva glede na njihovo premoženje. Pri tem pa velja, da ne glede na to, da bi začetna ocena primernosti naložbe za potencialnega vlagatelja ali simulacija sprejemljive višine izgube vloženih sredstev pokazale, da naložba v ICO ni primerna za (potencialnega) vlagatelja, izdajatelj ICO ne bi zavrnil vlagatelja, temveč bi ga zgolj opozoril kakšnim tveganjem se izpostavlja.

5.8. O kolektivnih naložbenih podjetjih

Z upoštevanjem načela tehnološke nevtralnosti ostajajo ključni elementi, z vidika katerih ATVP ocenjuje, ali bi določen podjem lahko bil investicijski sklad ali ne, enaki ne glede na vrsto sredstev, v katera naložbeni podjem nalaga. Ključni elementi investicijskega sklada so opredeljeni v točki 4.2. tega dokumenta.

Ker zakonodaja v primeru enot alternativnih investicijskih skladov⁷ ne zahteva obličnosti enote, je medij zapisa enote nerelevanten (ne glede na prenosljivost). Tako bi žeton lahko štel za enoto, v kolikor bi vplačilo vanj pomenilo podporo projektu, ki izpolnjuje pogoje za investicijski sklad, kot jih opredeljuje zakonodaja in so navedeni zgoraj.

Glede na značilnosti, ki so se pokazale na trgu kolektivnega nalaganja sredstev v kripto naložbe, je z vidika tehnološke nevtralnosti relevantna ureditev, ki velja za upravljavca alternativnih investicijskih skladov, z dovoljenjem pristojnega organa in sklade, ki jih upravlja. Takšna odločitev temelji na dejstvu, da so pri upravljanju tovrstnih podjetij sredstva vlagateljev zbirajo v različnih državah, torej imajo element čezmejnega opravljanja storitev.

Pravila, ki veljajo za upravljavca alternativnih investicijskih skladov in sklade, ki jih upravlja, so določena z ZUAIS, ki je implementiral določbe evropske direktive AIFMD⁸. Gre predvsem za pravila, ki se nanašajo na poslovanje upravljavca samega (osnovni kapital, pravila poslovanja, organizacijske zahteve) pa tudi na upravljanje in poslovanje skladov samih (transparentnost poslovanja, obveznost imenovanja skrbnika, pristopanje k skladu).

Vendar pa bo po mnenju ATVP zaradi značilnosti ICO in posebnosti kripto sredstev potrebno prilagoditi določena pravila.

V prvi vrsti bo po mnenju ATVP potrebno prilagoditi pravila o skrbniku in izvajanju skrbniških storitev, ki obsegajo tako storitve hrambe sredstev skladov, kot tudi storitve izvajanja nadzora nad poslovanjem AIS. S tega vidika ATVP meni, da bi bilo potrebno:

- razširiti nabor oseb, ki lahko opravljajo skrbniške storitve, saj gre za popolnoma novo obliko naložb, za katere obstoječi skrbniki niso zmožni ali pa tudi ne želijo ponuditi skrbniških storitev;
- določiti, kakšna hramba sredstev se lahko izvaja za kripto sredstva. Obstoječa ureditev namreč predvideva, da so finančni instrumenti, ki jih je mogoče evidentirati na ločenem računu, odprtem pri skrbniku in finančni instrumenti, ki so bili izdani kot pisne listine v skrbništvu pri skrbniku, ki za njihov izgubo tudi odškodninsko odgovarja. Za vsa ostala sredstva skrbnik preverja, ali so v lasti sklada ter za njih vodi in redno posodablja evidence. Po mnenju ATVP v primeru kripto sredstev skrbništvo, kot je trenutno definirano po ZUAIS, ne bi bilo mogoče (mogoče tudi nepotrebno zaradi narave

⁷ Investicijski sklad, ki svoje premoženje nalaga v kripto sredstva v skladu z zakonodajo sodi med alternativne investicijske sklade.

⁸ Direktiva 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 8. junija 2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in spremembah direktiv 2003/41/ES in 2009/65/ES ter uredb (ES) št. 1060/2009 in (EU) št. 1095/2010

tehnologije) bi pa skrbnik lahko izvajal pregled lastništva ter vzpostavil in vodil evidenco sredstev.

Drugi pomemben vidik bi bil glede pristopa neprofesionalnih vlagateljev. Kot je bilo ugotovljeno že pri izdajah ICO, so tovrstni produkti namenjeni prodaji neprofesionalnim vlagateljem. Sedanja ureditev v ZUAIS je prilagojena dejstvu, da so vlagatelji v alternativne investicijske sklade profesionalni vlagatelji. ATVP v tem delu odpira možnost, da se pristop spremeni v smeri, da se kriterij za vlaganje v AIS, ki nalagajo v kripto sredstva, enaki kot za sodelovanje v ICO.

5.9. O mednarodnem elementu v ICO

Mednarodni element v postopkih ICO je dejstvo, saj je ICO neločljivo povezan z uporabo interneta. Mednarodni element prispeva k uspešnosti ICO postopka, saj omogoča vlagateljem v Republiki Sloveniji enostavno dostopnost tujih ICO, slovenskim ICO izdajateljem pa enostaven dostop do tujih vlagateljev. Hkrati pa mednarodni element pomembno vpliva na varnost (slovenskih) vlagateljev.

Zaradi obstoja mednarodnega elementa v ICO postopkih obstaja možnost, da se v sporih, ki so vezani na ICO postopke, uporabijo različni pravni redi. V povezavi z ICO postopki moramo tako ločiti med pravom, ki ureja:

- vsebino obveznosti izdajatelja,
- statusno - pravno obliko izdajatelja,
- postopek izdaje žetonov,
- delovanje sodišč, pristojnih za reševanje sporov.

Dodatno se v primeru, da je spor, povezan z ICO postopkom, potrošniški spor, lahko uporabijo tudi pravila države prebivališča potrošnika.

Ne glede na navedeno, pa po mnenju ATVP ni primerno, da bi predpisali pravni red, ki bi moral biti uporabljen v postopku ICO izdaje ali glede vprašanj, ki so povezana z izdajo, razen določb, ki urejajo postopek izdaje žetonov. Podoben pristop že danes vsebuje ZNVP-1, ki določa, da lahko izdajatelj določi pravo, ki bo urejalo obveznost, ki je inkorporirana v vrednostni papir. Morajo pa nematerializirani vrednostni papirji, ki so izdani v Republiki Sloveniji, biti izdani na način, ki ga predpisuje ZNVP-1.

5.10. Druga relevantna vprašanja

ATVP je na podlagi prejetih odgovorov ter analize širšega okolja, v katerem delujejo izdajatelji žetonov, zaznala še nekatera druga odprta vprašanja, ki izvirajo iz zakonodaje, ki ni v njeni pristojnosti. Kljub temu ATVP meni, da jih je potrebno nasloviti oziroma vsaj opozoriti na nekatere morebitne težave, na katere bi lahko naleteli izdajatelji.

Poleg očitne ovire, da se žetoni obravnavajo kot vrednostni papirji, ki jo predstavlja zahteva OZ po obličnosti, je ATVP zaznala odprta vprašanja tudi na področju potrošniške zakonodaje, vprašanja izbire prava (Zakon o mednarodnem zasebnem pravu), vprašanja gospodarskega prava in stečajne zakonodaje, ipd.

Spodaj so zgolj okvirno naštetih zakoni, katerih posamične določbe bi po mnenju ATVP morale biti naslovljene med diskusijo o bodoči pravni ureditvi ICO⁹:

- **Zakon o varstvu potrošnikov** (Uradni list RS, št. 98/04 – uradno prečiščeno besedilo, 114/06 – ZUE, 126/07, 86/09, 78/11, 38/14, 19/15, 55/17 – ZKoliT in 31/18):
 - Vprašanje »digitalnih vsebin« kot oblike blaga; potrebna jasno stališče glede žetonov in (ne)uporabe določb ZVPot o prodaji blaga;
 - Vprašanje vlagatelja v žetone kot potrošnika, kadar gre za nakup s kripto valuto (ki ni plačilno sredstvo), ter gre tako načeloma za menjalno pogodbo in ne kupoprodajno pogodbo; poslednično gre za vprašanje uporabe celotne potrošniške zakonodaje ter tudi varovalk Uredb Rim I in Bruselj I, ki omejujeta pravico do izbire prava oziroma foruma v potrošniških pogodbah;

- **Zakon o mednarodnem zasebnem pravu in postopku** (Uradni list RS, št. 56/99 in 45/08 – ZArbit) in povezano Uredbi Rim I in Bruselj I:
 - Vprašanje ali je žeton vrednostni papir in v skladu z OZ enostranski pravni posel; v slednjem primeru ZMZPP določa uporabo prava države izdajatelja, ne da bi bila dopuščena izbira prava. V primeru, da žeton to ni, ZMZPP dopušča izbiro prava.
 - Za večino pravnih razmerij bo namesto ZMZPP porabljiva Uredba Rim I, pri čemer se pravo države članice uporablja za »obveznosti, ki izhajajo iz menic, čekov in zadolžnic ter iz drugih prenosljivih vrednostnih papirjev, kolikor obveznosti iz teh drugih prenosljivih vrednostnih papirjev izvirajo iz njihove prenosljive narave«.
 - Od vprašanja ali je imetnik žetona potrošnik po opredelitvi iz Uredb Rim I in Bruselj I¹⁰ je odvisno ali se bodo uporabile določbe, ki omejujejo pravico izbire prava oziroma pristojnega sodišča (Člen 6 Rim I oziroma Člen 17 Bruselj I)

- **Zakon o gospodarskih družbah** (Uradni list RS, št. 65/09 – uradno prečiščeno besedilo, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13, 55/15 in 15/17)
 - Zahteva po izdaji delnic v nematerializirani obliki (182. člen ZGD-1);

- **Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju** (Uradni list RS, št. 13/14 – uradno prečiščeno besedilo, 10/15 – popr., 27/16, 31/16 – odl. US, 38/16 – odl. US in 63/16 – ZD-C)
 - Vprašanje pametnih pogodb in prepoved opravljanja dejanj, zaradi katerih bi bili upniki, ki so v razmerju do družbe v enakem položaju neenako obravnavani (34. člen ZFPPIP) – ali pametne pogodbe, na podlagi katerih se imetnikom žetonov prenaša določen del premoženja izdajatelja, omogočajo zaustavitev takih prenosov ob morebitni uvedbi insolvenčnega postopka zoper izdajatelja.

- **Zakon o izvršbi in zavarovanju** (Uradni list RS, št. 3/07 – uradno prečiščeno besedilo, 93/07, 37/08 – ZST-1, 45/08 – ZArbit, 28/09, 51/10, 26/11, 17/13 – odl. US, 45/14 – odl. US, 53/14, 58/14 – odl. US, 54/15, 76/15 – odl. US in 11/18)
 - Ali je mogoča izvršba sodnih odločb, ki se nanašajo na spremembo zapisov v blockchainu, glede na to, da je bistveni element blockchaine ravno nespremenljivost, se pravi odsotnost možnosti, da bi tretji

⁹ Med področja ATVP ni uvrstila vsebin, ki so že danes predmet obravnave pred drugimi pristojnimi organi, in ki so bila že identificirana kot problematična oziroma neprilagojena področju ICO, t.j. področje davkov, bančne zakonodaje (plačilni promet) in zakonodaje na področju pranja denarja in finančarja terorizma.

¹⁰ Pogodbo, ki jo fizična oseba sklene za namen, ki ga ni mogoče obravnavati kot poslovno ali poklicno dejavnost te osebe.

samovoljno (ne da bi poznal zasebni ključ imetnika) spreminjal zapise v blockchainu?

To so zgolj nekatera področja, ki jih je ATVP zaznala kot relevantna za diskusijo, pri čemer nedvomno obstajajo dodatna področja zakonodajnega urejanja, kjer bo nova tehnologija trčila ob določene ovire in nejasnosti.

6. ZAKLJUČEK

Na podlagi analize mnenj, stanja na trgu ter postopkov pred evropskimi organi, po mnenju ATVP trenutna zakonodaja ne omogoča uvrstitve ICO v okvir ustreznih pravnih institutov.

Tako stanje ne omogoča ustrezne pravne varnosti - ne vlagateljem ne izdajateljem žetonov.

ATVP meni, da je tudi ob upoštevanju načela tehnološke nevtralnosti mogoče zaključiti, da gre za pojav in instrumente, ki se tako razlikujejo od obstoječih finančnih instrumentov na trgu, ter postavljajo toliko novih izzivov in vprašanj, da je za te instrumente primernejša *sui generis* ureditev, ločeno – a primerljivo in v skladu z enakimi načeli kot veljajo na področju finančnih instrumentov. Pri tem ATVP meni, da ni razloga za razlikovanje med naložbenimi in uporabniškimi žetoni, saj načeloma zasledujejo isti ekonomski namen.

Zaradi številnih novih izzivov in odprtih vprašanj, ki se pojavljajo ob uporabi novih načinov financiranja z žetoni, je nujen celovit pristop zakonodajalca, ki naj v celoti uredi poslovanje z žetoni, tudi izven strogih okvirov finančne zakonodaje.

Po mnenju ATVP gre za izrazito čezmejni pojav, zato sprejem lokalne zakonodaje, uporabljive zgolj na domačem trgu, udeležencem ne bo nudilo ustrezne varnosti in stanja ne bo ustrezno uredilo. ATVP meni, da bo ustrezna le taka ureditev, ki bo uvedla evropski potni list po že uveljavljenem zgledu drugih področij finančne zakonodaje.

ATVP bo stališča in izhodišča predstavljena v tem dokumentu zastopala primarno pred evropskimi organi ter v primeru morebitnega zakonodajnega urejanja področja tudi v Republiki Sloveniji.