



## ČLANEK

# Prva javna ponudba žetonov - še vedno »divji zahod«?

Urška Arzenšek

## Uvod

Zagonska podjetja nenehno iščejo nove vire financiranja svojih projektov. Ker so ta podjetja šele v začetnih fazah poslovanja, so precej tvegana, saj je verjetnost njihovega uspeha majhna, zato jim bančna posojila načeloma niso dostopna. Takšna podjetja želijo najti ugodno financiranje, ki jim omogoča ohranitev nadzora nad podjetjem, in vlagatelje, ki so pripravljeni prevzeti ta visoka tveganja. Z razvojem spleta in kasneje s tehnologijo veriženja blokov (ang. blockchain) so se pojavile prve javne ponudbe žetonov (ang. *initial coin offering* – ICO). Gre za zbiranje sredstev z izdajo kripto žetonov – digitalnih kriptografskih zapisov pravic imetnika, kjer decentralizirano omrežje s pomočjo tehnologije razpršene evidence (ang. *distributed ledger*) beleži lastništvo in njegov prenos brez sodelovanja posrednikov, npr. bank.<sup>1</sup> Vlagatelji v zameno za izdane žetone investirajo fiat valuto ali pa Bitcoin-e ali Ether-e.

Razširjenost ICO-jev je dosegla vrh leta 2018, ko je bilo z ICO-ji zbranih dobrih 11 milijard dolarjev.<sup>2</sup> To je mogoče pripisati želji vlagateljev po hitrem dobičku in prepričanju, da so ICO-ji neregulirani. Naraščajoče številke zbranih sredstev in mnoge prevare (80 odstotkov ICO-jev je prevar)<sup>3</sup> so pritegnile pozornost mnogih regulatorjev. To pa sta razloga, da je priljubljenost ICO-jev precej upadla. Danes ima ICO večinoma negativen prizvok, podobno kot je imelo na začetku trgovanje

1 Guerrea-Martínez, Léon, THE LAW AND FINANCE OF INITIAL COIN OFFERINGS (2019), str. 118.

2 Holden, Malani, THE ICO PARADOX – TRANSACTIONS COSTS, TOKEN VELOCITY, AND TOKEN VALUE (2019), str. 1.

3 Satis, CRYPTOASSET MARKET COVERAGE INITIATION (2018), str. 24.

z delnicami, kljub temu pa gre za odličen vir financiranja z mnogo prednostmi za organizacije, ki imajo pogosto zgolj idejo svojega projekta. Posledično imajo regulatorji ključno vlogo pri dojemanju družbe in zaupanju v ICO-je.

Za predstavitev značilnosti ICO bom v prispevku najprej primerjala prvo javno ponudbo delnic (IPO) in ICO, saj sta si na prvi pogled podobni. Nato bom orisala izzive trenutne ureditve in njene uporabljivosti za žetone. V tretjem delu bom prikazala različne pristope regulatorjev po svetu z namenom presoditi, ali so ICO-ji še vedno »*divji zahod*«, kot je bilo razširjeno dojemanje na začetku te evforije (v letih 2016–2018).

## Primerjava ICO in IPO

Podobno ime daje vtis, da sta ICO in IPO slična, vendar imata več razlik kot pa podobnosti. Skupno jima je, da vlagatelji vložijo denar, organizacija pa s tem pridobi sredstva za financiranje. Posledično prihaja do asimetrije informacij, saj imajo po naravi stvari izdajalci več podatkov o sami organizaciji kot vlagatelji.<sup>4</sup> To je tudi ključni razlog stroge regulacije finančnih trgov, zlasti obveznost izdaje prospekta s podrobnimi informacijami o izdajatelju delnic, da se lahko potencialni investitorji informirano odločijo o nakupu in prospektna odgovornost. Uporabljivost pravne ureditve finančnih trgov pa je odvisna od narave žetonov, izdanih z ICO (več v drugem delu).

Med ICO in IPO pa je mnogo razlik. Že samo ime IPO nam pove, da izdajatelj na trgu ponudi lastniški vrednostni papir – delnice, ki imetniku dajejo pravico do udeležbe na dobičku (dividende) in glasovalne pravice. Izdani žetoni pa niso nujno investicijske narave, temveč so lahko uporabniški ali plačilni. To je tudi prednost žetonov, saj se z izdajo uporabniških ali plačilnih ne vpliva na strukturo kapitala oz. na lastniške deleže. Poleg tega se za IPO odločajo že uveljavljena podjetja, medtem ko je ICO priljubljen za organizacije, ki pogosto sploh še nimajo svojega izdelka, temveč zgolj idejo, zato so drugi načini financiranja (skladi tveganega kapitala, bančni kredit) zanje precej nedostopni.<sup>5</sup> Prav tako je podjetje, ki se odloči za IPO, ustanovljeno po pravu določene države in ima sedež, medtem ko se za ICO pogosto odločijo tudi decentralizirane avtonomne organizacije (DAO). To so torej entitete, ki nimajo sedeža, ampak gre za digitalno povezavo članov, ki to strukturo upravljajo.<sup>6</sup> Nadalje pri IPO sodelujejo posredniki, zlasti investicijske banke, ki opravijo skrbni pregled, vrednotijo vrednostne papirje, pripravijo prospekt in promovirajo IPO pri institucionalnih investitorjih.<sup>7</sup> V postopku ICO pa to delo pogosto opravijo

4 Maume, INITIAL COIN OFFERINGS AND EU PROSPECTUS DISCLOSURE (2020), str. 190.

5 Prav tam, str. 189.

6 Hassann, Filippi, DECENTRALIZED AUTONOMOUS ORGANIZATION (2021).

7 Klöhn, Parhofer, Resas, INITIAL COIN OFFERINGS (2018), str. 12.

kar sami izdajatelji, vendar se v zadnjem času pojavlja vedno več ICO analitikov, še vedno pa njihova vloga ni identična vlogi investicijskih bank pri IPO. Prav tako delnice kotirajo na borzi, kot so NYSE, NASDAQ in LSE, z žetoni pa se trguje na kripto menjalnicah.<sup>8</sup> Tudi tehnologija, na kateri temelji ICO, je drugačna, saj gre za tehnologijo razpršene evidence.

Vse te značilnosti ICO in razlike z IPO pa povzročajo marsikatero izzive glede uporabljivosti obstoječe regulacije vrednostnih papirjev in tradicionalnega denarja.

## Izzivi

S skoraj vsako noviteto (npr. umetna inteligenca, prvi avtomobili ipd.) se poraja vprašanje, ali jo obstoječi pravni sistem zadovoljivo ureja ali pa so potrebne prilagoditve. Tudi tehnologija veriženja blokov in razpršene evidence niso izjema. Pomanjkanje specifične ureditve, ki bi neposredno naslavljal to področje, je eden izmed glavnih razlogov, zakaj so se organizacije v preteklosti odločale za ICO.<sup>9</sup> ICO namreč izkorišča neskladje med čezmejno naravo, psevdonimizacijo ter različnimi upravičenji, ki jih daje žeton na eni strani in s trenutno ureditvijo ter cilji regulatorjev na drugi.<sup>10</sup>

Vprašanje regulacije je odvisno od same narave izdanega žetona, saj jih lahko razdelimo v tri kategorije – plačilni, naložbeni in uporabniški žetoni.<sup>11</sup> Plačilni se uporabljajo kot plačilno sredstvo ali hranilec vrednosti (npr. Bitcoin), uporabniški omogočajo dostop do različnih aplikacij, storitev ali platform (npr. Ether in Filecoin), naložbeni žetoni pa imajo naravo vrednostnega papirja, saj dajejo imetniku podobna upravičenja kot tista, ki mu jih dajejo vrednostni papir (npr. trenutni spor, ali je XRP naložbeni žeton).<sup>12</sup> Če se izdajo naložbeni žetoni, govorimo o prvi ponudbi naložbenih žetonov (ang. *security token offering* – STO).<sup>13</sup> Problem pa je, da je žetone težko enozačno umestiti v eno kategorijo.

Zaradi tehnološke nevtralnosti se v večini držav za naložbene žetone ob izpolnitvi pogojev (zlasti, da gre za prenosljiv vrednostni papir) uporabi stroga ureditev finančnih instrumentov.<sup>14</sup> Npr. v EU je posledično treba izdati prospekt (če gre za prenosljive vrednostne papirje),<sup>15</sup> spoštovati Uredbo o zlorabi trga (prepoved trgov-

8 Cohny, Hoffman, Sklaroff, Wishnick, COIN-OPERATED CAPITALISM (2019), str. 609.

9 Brown, CRYPTOASSETS AND INITIAL COIN OFFERINGS (2021), str. 74.

10 Prav tam, op. 8, str. 607.

11 Prav tam, op. 11, str. 75.

12 Annunziata, SPEAK, IF YOU CAN – WHAT ARE YOU? (2020), str. 138.

13 Lambert, Liebau, Roosenboom, SECURITY TOKEN OFFERINGS (2021), str. 2.

14 Odzivi regulatorjev po svetu, URL: <<https://www.iosco.org/publications/?subsection=i-co-statements>>.

15 1. člen Uredbe o prospektu, Ur. l. EU, št. 168/12.

anja na podlagi notranjih informacij in prepoved tržnih manipulacij),<sup>16</sup> platforme, na katerih se trguje s takšnimi žetoni morajo poslovati skladno z Direktivo o trgih finančnih instrumentov (MiFID II),<sup>17</sup> ipd. Pri klasifikaciji žetonov je precej negotovosti, saj regulator presoja vsak primer posebej, pri čemer je pomembna vsebina upravičenj, ki jih imetnik pridobi.<sup>18</sup> V izogib prepovedi izdaje in trgovanja, globam in prospекtni odgovornosti so pogoste navidezne prve ponudbe naložbenih žetonov (ang. *disguised STO*), kjer izdajatelj plačilnih ali uporabniških žetonov izpolnejo vse obveznosti za izdajo finančnih instrumentov, čeprav v resnici izdani žetoni nimajo takšne narave.<sup>19</sup>

Glede obveznosti izdaje prospекta se pojavi vprašanje, kako vrednotiti ICO, saj pogosto ni obveznosti priprave prospекta, če skupna vrednost ICO ne presega določenega zneska, npr. v EU milijonov evrov (država članica pa lahko določi znesek, ki ne preseže osem milijonov evrov),<sup>20</sup> v ZDA pet milijonov dolarjev.<sup>21</sup> Vrednotenje ICO je težavno, saj se vanje pogosto ne vlaga v obliki fiat valut, temveč z Bitcoin-i ali Ether-i, njuna vrednost pa lahko precej niha tudi na dnevni ravni.<sup>22</sup> Pri izdaji prospекta je nadalje problem strogo določena vsebina, ki jo mora vsebovati prospект, saj se za ICO predvsem odločajo organizacije, ki še nimajo svojega izdelka, temveč zgolj idejo – tako je skoraj nemogoče vključiti podrobne finančne izkaze prejšnjih let.<sup>23</sup> V EU to rešuje določba, da se razkrite informacije lahko razlikujejo med drugim glede na naravo in okoliščine izdajatelja.<sup>24</sup> Hkrati se postavlja vprašanje, ali se tudi za *hard fork* (stvaritev novega žetona, ki ima podobno programsko kodo kot prvotni žeton)<sup>25</sup> in *airdrop* (nov žeton je naključno in brezplačno poslan na javne naslove, zlasti z namenom promoviranja žetona)<sup>26</sup> uporablja stroga ureditev finančnih instrumentov.

Če so žetoni izključno uporabniški ali plačilni zanje ureditev finančnih instrumentov ne pride v poštev. Kljub temu pa se za plačilne žetone lahko uporablja ureditev, ki ureja digitalni denar, odvisno od vsake posamezne nacionalne ureditve, če ta

16 2. in 3. člen Uredbe o zlorabi trga, Ur. l. EU, št. 173/1.

17 44. točka prvega odstavka 1. člena Direktive o trgih finančnih instrumentov, Ur. l. EU, št. 173/349.

18 Npr. FINMA, Supplement to the guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for ICOs, URL: <<https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-stable-coins.pdf?la=en>>.

19 Prav tam, op. 13, str. 3.

20 Točka b drugega odstavka 3. člena in tretji odstavek 1. člena Uredba o prospекtu.

21 1. točka b oddelka 77.c člena United States Code: Securities Act of 1933, 15 U.S.C.

22 Prav tam, op. 4, str. 196.

23 Prav tam, op. 4, str. 205.

24 Točki a in c prvega odstavka 6. člena Uredbe o prospекtu.

25 What is a fork?, URL: <<https://www.coinbase.com/learn/crypto-basics/what-is-a-fork>>.

26 Sergeenkov, WHAT IS A CRYPTO AIRDROP?, URL: <https://www.coindesk.com/learn/what-is-a-crypto-airdrop/>.

šteje tudi denar, ki ni zakonito plačilno sredstvo in ga ne izda centralna banka, za digitalno plačilno sredstvo. Ne glede na naravo samega žetona pa izdajatelji prosto-voljno že sedaj izdajo belo knjigo (ang. *whitepaper*), v kateri predstavijo svoj projekt z namenom zmanjšanja informacijske asimetrije.<sup>27</sup> Njena pomanjkljivost pa je, da vsebina močno variira in zelo redko vsebuje opozorila glede tveganj, finančne projekcije in je pogosto precej tehnična ter v nerazumljivem jeziku.<sup>28</sup> Vseeno pa se izdajatelje posredno spodbuja k razkritju podatkov o programski kodi, vodstvu organizacije in namembnosti zbranih sredstev, saj je to pozitivno povezano z uspešnostjo njihovega ICO.<sup>29</sup>

Glavni problem pa je individualni pristop vsake države,<sup>30</sup> kar je popolno nasprotje čezmejne narave žetonov. S tem se povečujejo stroški izdajateljev, da poslujejo skladno s pravno ureditvijo v vsaki državi posebej, hkrati pa prihaja do regulatorne arbitraže, kjer izdajatelji izdajo prilagodijo tako, da se zanjo uporabi ugodnejša pravna ureditev.

## Različni pristopi

Oblasti do ICO pristopajo na različne načine, nekatere so jih prepovedale v celoti (npr. Kitajska<sup>31</sup> in Južna Koreja,<sup>32</sup> čeprav je v slednji verjetnost odprave te prepovedi<sup>33</sup>) zaradi velike možnosti prevar. Druge spodbujajo njihov razvoj z regulatornimi peskovniki (ang. *regulatory sandbox*), npr. Švica in Singapur. Gre za ureditev, ki podpira finančne inovacije, tako, da lahko potrjena podjetja testirajo tehnologijo veriženja blokov in kripto žetone v nadzorovanem okolju, nacionalni regulator pa z nadzorom in analizo pridobi znanje in empirične podatke, ki jih lahko nato uporabi pri pripravi smernic in zakonodaje.<sup>34</sup> Večina pa jih z razlago želi umestiti v obstoječi pravni sistem, npr. ZDA, Nemčija, Slovenija. V nadaljevanju bom na kratko predstavila nekaj ureditev po svetu in trende razvoja.

V **ZDA** SEC poudarja, da se lahko žetoni obravnavajo kot vrednostni papirji in da

---

27 Brummer, Kiviat, Massari, WHAT SHOULD BE DISCLOSED IN AN INITIAL COIN OFFERING? (2019), str. 167.

28 Bourveau, George, Ellahie, idr., THE ROLE OF DISCLOSURE AND INFORMATION INTERMEDIARIES IN AN UNREGULATED CAPITAL MARKET: EVIDENCE FROM INITIAL COIN OFFERINGS (2022), str. 131.

29 Prav tam.

30 Npr. v EU glej Predlog Uredbe o trgih kriptoinetij COM (2020) 593, str. 1.

31 Public Notice of the People's Bank of China on Preventing Risks of Fundraising through Coin Offering (2017).

32 Blandin, Cloots, Hussain, idr., GLOBAL CRYPTOASSET REGULATORY LANDSCAPE STUDY (2019), str. 103.

33 Erazo, South Korea Might Reverse Its Ban on ICOs (2021).

34 Prav tam, op. 32, str. 48.

morajo takšni ICO-ji upoštevati pravo vrednostnih papirjev zlasti 1933 *Securities Act*.<sup>35</sup> Za presojo, ali gre pri izdanih žetonih za investicijsko pogodbo (druge oblike redko pridejo v poštev), se uporablja Howey-ev test, kjer morajo biti kumulativno izpolnjeni štirje pogoji: (1) gre za finančno investicijo, (2) v skupni podjem, (3) pričakovanje dobička in (4) dobiček je ustvarjen zaradi truda tretjih oseb, neodvisno od vlagatelja.<sup>36</sup> V to skupino zaenkrat ne spadata Bitcoin in Ether. SEC je presodil, da je DAO Token finančni instrument, decentralizirana organizacija The DAO pa izdajatelj finančnih instrumentov.<sup>37</sup> Pri tem je poudarilo, da se pravo vrednostnih papirjev uporablja ne glede na to, ali je izdajatelj tradicionalno podjetje ali decentralizirana avtonomna organizacija, ali so ti žetoni kupljeni z zakonitim plačilnim sredstvom ali z digitalnimi valutami in ali so razdeljeni v certificirani obliki ali pa preko razpršene evidence.<sup>38</sup> Precej odmevna pa je bila zadeva Munchee, kjer je SEC široko razlagalo pojem vrednostnega papirja, tako da je ta zajel tudi MUN Token, ki je imel precej značilnosti uporabniškega žetona.<sup>39</sup> Ogromno prahu pa je dvignila na začetku tega leta predlagana ureditev kriptomenjalnic »Trojan Horse *Crypto Regulation*«, ki pa še ni sprejeta.<sup>40</sup>

V **Švici** je FINMA zgodaj razvrstila žetone v tri zgoraj navedene kategorije, po kateri se zgleduje veliko držav, prav tako pa je izdala veliko podrobnih smernic. Naložbeni in določeni hibridni žetoni se obravnavajo kot vrednostni papirji, če gre za standardiziran vrednostni papir, primeren za masovno trgovanje, za izvedeni finančni instrument, ali pa predstavlja upravičenje za pridobitev žetona v prihodnosti v primeru pre-ICO.<sup>41</sup> Posledica takšne uvrstitve je objava prospekta. Za plačilne žetone pa je za posrednike obvezno skladno poslovanje z ureditvijo preprečevanja pranja denarja.<sup>42</sup> Prav tako je omenila, da stablecoins niso ločena kategorija, temveč so lahko naložbeni ali hibridni žetoni.<sup>43</sup> Hibridni žetoni pa morajo spoštovati ureditev, ki velja za vsako relevantno kategorijo.

Poleg že omenjenih ureditev **EU**, ki pridejo v poštev v primeru naložbenega žetona, morajo ponudniki, ki sodelujejo pri storitvah menjav med fiat in virtualnimi

---

35 SEC, Statement on Cryptocurrencies and ICOs, URL: <<https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>>.

36 SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293, 298–99 (1946).

37 SEC, The DAO Report (2017), str. 11.

38 Prav tam, op. 37, str. 18.

39 SEC v. Munchee Inc., 3-18304 (2017), str. 9.

40 Rearick, SEC Crypto Regulation Alert: Will One New Proposal Threaten Decentralized Finance (2022).

41 FINMA, Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for ICOs, URL: <<https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-stable-coins.pdf?la=en>>.

42 Prav tam.

43 Prav tam, op. 18.

valutami, ter ponudniki skrbniških denarnic spoštovati AML5.<sup>44</sup> Pomanjkljivost te ureditve pa je, da ne zajame velike večine ICO, saj pri njih večinoma pride do menjave med dvema virtualnima (npr. Bitcoin in Ether). SEU je sicer pri razlagi Direktive o DDV odločilo, da Bitcoin ni plačilni instrument v smislu te direktive.<sup>45</sup> To pomanjkljivost pa je odpravila Uredba AML6, ki razširja uporabljivost na vse ponudnike storitev v zvezi s kriptosredstvi.<sup>46</sup>

Za žetone, ki niso zajeti s finančno ureditvijo (npr. uporabniški žetoni), je Komisija EU predlagala uredbo (MiCA), katere cilj je zlasti varstvo potrošnikov, saj ti niso varovani po drugih ureditvah,<sup>47</sup> pri tem pa je potrebno poudariti, da je po raziskavah več kot 80 odstotkov žetonov uporabniških.<sup>48</sup> V primeru sprejetja predloga bo pri teh žetonih potrebno pripraviti in objaviti belo knjigo s predpisano vsebino, vendar predhodna odobritev s strani pristojnega organa ne bo potrebna, vseeno pa bo izdajatelj odškodninsko odgovoren za nepopolne, nepošteno, nejasne ali zavajajoče informacije.<sup>49</sup> Za varstvo vlagateljev je določen tudi *cooling-off* obdobje 14 dni, v katerem lahko ti brez obrazložitve odstopijo od pogodbe.<sup>50</sup> Za pridobitev dovoljenja za javno ponudbo stabilnih kovancev in uvrstitev teh sredstev v trgovanje je eden izmed pogojev, da ima pravni subjekt sedež v EU<sup>51</sup> (kar je problem za DAO), prav tako pa je ureditev zanje strožja, saj lahko ti kovanci po mnenju Komisije resno ogrozijo finančno stabilnost – iz tega razloga lahko tudi pristojni organ zavrne izdajo dovoljenja.<sup>52</sup> Predlog ureja tudi ponudnike storitev v zvezi s kriptometji (potrebujejo dovoljenje) in preprečevanje zlorabe trga. V trenutnem postopku sprejemanja je predlagana uredba doživela buren odziv glede okoljskih posledic t. i. *proof-of-work*.

## Sklepno

Po kratki primerjalnopравни analizi in trendih razvoja postaja ICO vedno bolj reguliran, saj se želi uravnotežiti interese izdajateljev in varstvo vlagateljev. Pri tem se postavlja vprašanje, do kam lahko gre »*paternalizem*« pravodajalca. Hkrati pa je pomembno, da se prepreči razdrobljenost pravne ureditve po svetu, saj se tem le po nepotrebnem povečujejo stroški izdajateljev.

44 Točka e in f prvega odstavka 2. člena Direktive o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma, Ur. l. EU, št. 141/73.

45 C-264/14 Skatteverket proti Hedqvistu, 22. 10. 2015, odst. 42–43.

46 Točka g prvega odstavka 3. člena Predloga Uredbe o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma, COM (2021) 420.

47 Prav tam, op. 30, str. 2.

48 Prav tam, op. 28, str. 135 in 141.

49 5. člen, prvi odstavek 7. člena in prvi odstavek 14. člena.

50 Prvi odstavek 12. člena.

51 Drugi odstavek 15. člena.

52 Drugi odstavek 15. člena in točka c drugega odstavka 19. člena.



## SEZNAM LITERATURE

Annunziata, Filippo: SPEAK, IF YOU CAN – WHAT ARE YOU? AN ALTERNATIVE APPROACH TO THE QUALIFICATION OF TOKENS AND INITIAL COIN OFFERINGS, Bocconi Legal Studies Research Paper št. 2636561.

Blandin, Apolline; Cloots, Ann Sofie; Hussain, Hatim: GLOBAL CRYPTOASSET REGULATORY LANDSCAPE STUDY, URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2019-04-ccaf-global-cryptoasset-regulatory-landscape-study.pdf> (25. marec 2022).

Bourveau, Thomas; De Gorge, Emanuel; Ellahie, Atif; Macciocchi, Daniele: THE ROLE OF DISCLOSURE AND INFORMATION INTERMEDIARIES IN AN UNREGULATED CAPITAL MARKET – EVIDENCE FROM INITIAL COIN OFFERINGS, v: Journal of Accounting Research, 60 (2022) 1, str. 129–167.

Brown, Claude; Dolan, Tim; Butler, Karen: CRYPTOASSETS AND INITIAL COIN OFFERINGS, v: Fintech – Law and Refulation (ur. J. Madir), Edward Elgar Publishing, Cheltenham Glos 2019, str. 74–101.

Brummer, Chris; Kiviat, Trevor; Massari, Jai: WHAT SHOULD BE DISCLOSED IN AN INITIAL COIN OFFERING?, v: Cryptoassets – Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives (ur. C. Brummer), Oxford University Press, New York 2019, str. 157–202.

Cohney, Shaanan; Hoffman, David; Sklaroff, Jeremy; Wishnick, David: COIN-OPERATED CAPITALISM, v: Columbia Law Review, 119 (2019) 3, str. 591–676.

Coinbase: WHAT IS A FORK?, URL: <https://www.coinbase.com/learn/crypto-basics/what-is-a-fork> (24. marec 2022).

Erazo, Felipe: SOUTH KOREA MIGHT REVERSE ITS BAN ONN INITIAL COIN OFFERINGS (ICOs), URL: <https://finance.yahoo.com/news/south-korea-might-reverse-ban-230533307.html> (25. marec 2022).

Financial Market Supervisory Authority (FINMA): GUIDELINES FOR ENQUIRIES REGARDING THE REGULATORY FRAMEWORK FOR INITIAL COIN OFFERINGS (ICOs), URL: <https://www.finma.ch/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1be-willigung/fintech/wegleitung-ico.pdf> (26. marec 2022).

Financial Market Supervisory Authority (FINMA): SUPPLEMENT TO THE GUIDELINES FOR ENQUIRIES REGARDING THE REGULATORY FRAMEWORK FOR INITIAL COIN OFFERINGS



(ICOs), URL: <https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokument-encenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-stable-coins.pdf?la=en> (26. marec 2022).

Gurrea-Martínez, Aurelio; Remolina León, Nydia: THE LAW AND FINANCE OF INITIAL COIN OFFERINGS, v: Cryptoassets – Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives (ur. C. Brummer), Oxford University Press, New York 2019, str. 117–156.

Hassan, Samer; De Filippi, Primavera: DECENTRALIZED AUTONOMOUS ORGANIZATION, URL: <https://policyreview.info/glossary/DAO> (23. marec 2022).

Holden, Richard; Malani, Anup: THE ICO PARADOX - TRANSACTIONS COSTS, TOKEN VELOCITY, AND TOKEN VALUE, URL: <https://www.nber.org/papers/w26265> (23. marec 2022).

International Organization of Securities Commissions: REGULATORS' STATEMENTS ON INITIAL COIN OFFERINGS, URL: <https://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements> (24. marec 2022).

Klöhn, Lars; Parhofer, Nicolas; Resas, Daniel: INITIAL COIN OFFERINGS (ICOs) – ECONOMICS AND REGULATION, URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3290882](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290882) (23. marec 2022).

Lambert, Thomas; Liebau, Daniel; Roosenboom, Peter: SECURITY TOKEN OFFERINGS, URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3634626](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3634626) (24. marec 2022).

Maume, Philipp: INITIAL COIN OFFERINGS AND EU PROSPECTUS DISCLOSURE, v: European Business Law Review, 31 (2020) 2, str. 185–208.

Rearick, Brenden: SEC CRYPTO REGULATION ALERT – WILL ONE NEW PROPOSAL THREATEN DECENTRALIZED FINANCE?, URL: <https://finance.yahoo.com/news/sec-crypto-regulation-alert-one-173430918.html> (25. marec 2022).

Sergeenkov, Andrey: WHAT IS A CRYPTO AIRDROP?, URL: <https://www.coindesk.com/learn/what-is-a-crypto-airdrop/> (24. marec 2022).

Statis Group: CRYPTOASSET MARKET COVERAGE INITIATION – NETWORK CREATION, URL: [https://research.bloomberg.com/pub/res/d28giW28tf6G7T\\_Wr77aU0gDg-FQ](https://research.bloomberg.com/pub/res/d28giW28tf6G7T_Wr77aU0gDg-FQ) (23. marec 2022).

The People's Bank of China: PUBLIC NOTICE ON PREVENTING RISKS OF FUNDRAISING THROUGH COIN OFFERING, URL: [http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3377816/index.html?\\_\\_hstc=172477884.47f4fea8ab884286c11d72f5acbed2a.1512086400087.1512086400088.1512086400089.1&\\_\\_hssc=172477884.1.1512086400090&\\_\\_hsfp=528229161](http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3377816/index.html?__hstc=172477884.47f4fea8ab884286c11d72f5acbed2a.1512086400087.1512086400088.1512086400089.1&__hssc=172477884.1.1512086400090&__hsfp=528229161) (25. marec 2022).

U. S. Securities and Exchange Commission: ORDER INSTITUTING CEASE-AND-DESIST PROCEEDINGS PURSUANT TO SECTION 8A OF THE SECURITIES ACT OF 1933, MAKING FINDINGS, AND IMPOSING A CEASE-AND-DESIST ORDER IN THE MATTER OF MUNCHEE INC., URL: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf> (25. marec 2022).

U. S. Securities and Exchange Commission: STATEMENT ON CRYPTOCURRENCIES AND INITIAL COIN OFFERINGS, URL: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11> (25. marec 2022).

U. S. Securities and Exchange Commission: REPORT OF INVESTIGATION PURSUANT TO SECTION 21(A) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 – THE DAO, URL: <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf> (25. marec 2022).