

## Mišljenje Hanfe vezano za izdavanje digitalne imovine utemeljenoj na [Ethereum blockchainu](#)

### Uvod

Hanfa je zaprimila zahtjev za pravnim mišljenjem vezanim uz izdavanje digitalne imovine u utemeljenoj na [Ethereum blockchainu](#) (Dalje u tekstu: **Token**), od strane društva **Izdavatelj**. Izdavatelj je društvo osnovano u državi članici Europske unije.

Izdavatelj želi javnom ponudom Tokena prikupiti novac za pokretanje kreditne institucije (dalje: *Digitalna Banka*), a jedan od poslovnih modela *Digitalne Banke* se temelji na izdavanju nove digitalne imovine „*Digitalni Novci*“. Izdavatelj je u svom podnesku naveo da bi ovakvu ponudu podveo pod sudjelovanjem ulagatelja u javnom pozivu na nagradu.

Hanfa je pregledom informacija u podnesku utvrdila kako je namjera Izdavatelja neosporno da provede javnu ponudu Tokena radi stjecanja financijskih sredstava koja bi mu poslužila za daljnje djelovanje. Drugim riječima jasno je da Token ima prvenstveno investicijsku svrhu, a ne svrhu sudjelovanja ulagatelja u javnom pozivu na nagradu, što Izdavatelj tvrdi u svom podnesku. To neosporno proizlazi i iz toga da materijalna korist za ulagatelje ovisi isključivo o rezultatima djelovanja samog Izdavatelja.

U nastavku se detaljnije prikazuje sadržaj zahtjeva za mišljenjem kojega je podnio Izdavatelj, kao i samo pravno mišljenje koje je Hanfa donijela temeljem podataka iz podneska Izdavatelja.

### Opis zahtjeva za mišljenjem

Izdavatelj razmišlja o aktivnoj prodaji Tokena u Republici Hrvatskoj na način da:

- aktivno promovira prodaju Tokena:
  - (i) oglašavanjem Tokena;
  - (ii) otvaranjem online prodajnog kanala na hrvatskom jeziku;
  - (iii) otvaranjem računa u nekoj od hrvatskih banaka gdje bi se primile uplate.
- sklopi ugovore sa zastupnicima (prodajnim agentima).

U zahtjevu je istaknuto da Tokeni imaju sljedeće karakteristike:

- regulirani su pametnim ugovorima na adresi *Ethereum blockchaina*;
- nisu namijenjeni za trgovanje na sekundarnom tržištu jer pametni ugovor ima funkciju da zamrzne sve izdane Tokene;
- jedina svrha im je buduća zamjena za Digitalne Novce u odnosu 1:4 ako i nakon što Digitalna Banka stekne bankarsku licencu.

Tumačenje Izdavatelja je da se Tokeni ne bi trebali smatrati „ni prenosivim vrijednosnim papirom niti drugom vrstom financijskog instrumenta“ u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala (Narodne novine br. 65/2018, dalje: Zakon o tržištu kapitala, dalje: ZTK).

U zahtjevu je Izdavatelj istaknuto kako je glavna karakteristika prenosivog vrijednosnog papira njegova prenosivost odnosno sposobnost da bude predmet trgovine na tržištu kapitala. Podnositelj zahtjeva ističe da Tokeni nisu namijenjeni za trgovinu na sekundarnom tržištu, a i da ne mogu biti predmet trgovine budući da pametni ugovor koji ih regulira sadrži funkciju koja „zamrzava“ sve izdane Tokene. Također se navodi i da Tokeni ne daju prava karakteristična za „prenosive vrijednosne papire“ poput članskih prava ili prava na udio u kapitalu.

S obzirom na sve navedeno Izdavatelj je Hanfi postavio sljedeća pitanja:

- Smatra li Hanfa Tokene „prenosivim vrijednosnim papirima“ ili drugim „financijskim instrumentom“ prema Zakonu tržištu kapitala?
- Bi li Hanfa ponudu, prodaju i isporuku Tokena smatrala djelatnošću koja zahtjeva odobrenje/suglasnost?

Kako bi mogla izdati traženo mišljenje, Hanfa je pozvala Izdavatelja na dopunu predmetnog zahtjeva za mišljenjem i to u vezi sa:

- mogućnosti pružanja financijskih usluga,
- izdavanjem elektroničkog novca,
- formiranjem cijene imovine Digitalni Novci,
- potencijalnim trgovanjem Tokenom na platformi,
- načinom izvršavanja zamjene između Tokena i instrumenta Digitalni Novci,
- poslovnim modelom društva Digitalna Banka i svrhe izdavanja instrumenta Token.

Izdavatelj je odgovorio na upit u najbitnijem dijelu kako slijedi:

- Digitalni Novci neće sadržavati nikakva prava karakteristična za financijske instrumente (pr. članska prava ili prava na udio u kapitalu);
- Digitalna Banka neće primati Digitalne Novce kao sredstvo plaćanja (reguliranih) financijskih usluga prije nego što ishodi potrebna odobrenja za pružanje takvih usluga;
- Nakon izdavanja instrumenta Digitalni Novac, Digitalna Banka namjerava razviti likvidno sekundarno tržište za Digitalne Novce.
- Prije razvoja tog tržišta Digitalna Banka namjerava otkupljivati Digitalne Novce po fiksnoj cijeni kao sredstvo plaćanja za kupnju proizvoda i usluga;
- Nakon što budu izdani, Digitalni Novci će predstavljati 'druga sredstva plaćanja' sukladno Prilogu 1. točke 5. Direktive 2013/36/EU (CRD IV), a koji je preuzet i u hrvatsko zakonodavstvo člankom 8. točka 9. Zakona o kreditnim institucijama;
- Digitalna Banka planira otkupljivati Digitalne Novce ne ograničavajući se na određena područja, proizvode ili usluge, ili vremenski;
- Nakon što se stvori likvidno tržište, Digitalni Novci se vjerojatno više neće moći smatrati 'drugim sredstvima plaćanja' jer je plan Digitalne Banke da tada više ne otkupljuje Digitalne Novce po fiksnoj cijeni, već da ih kupuje i prodaje za klijente na sekundarnom tržištu po tržišnim cijenama.
- Prije razvitka likvidnog tržišta, vrijednost instrumenta Digitalni Novci će biti fiksirana od strane Digitalne Banke te neće predstavljati pohranjenu vrijednost Tokene ili bilo koju drugu vrijednost;
- Ako ne postoji likvidno tržište za Digitalne Novce, Digitalna Banka će odrediti vrijednost. Inače će vrijednost biti određena tržišnom cijenom, koja ovisi o ponudi i potražnji na platformama za trgovanje kripto valutama;
- Ne postoji mogućnost primanja novca za Tokene. Digitalna Banka će početi s formiranjem instrumenta Digitalni Novci kada ishodi bankarsku licencu te će tada ponuditi četiri instrumenta Digitalni Novci za svaki Token;
- Digitalni Novci će se moći koristiti za plaćanje usluga i proizvoda društva Digitalna Banka,
- Tokeni se izdaju u svrhu (1) skupljanja kapitala radi troškova ishođenja bankarske licence, (2) kapitaliziranja buduće Digitalne banke, (3) investiranja u blockchain tehnologiju, (4) razvoja povezanih proizvoda i (5) plaćanja drugih troškova za unapređivanje poslovnih djelatnosti buduće banke.

Također, Izdavatelj je istaknulo da ako, iz bilo kojeg razloga Digitalna Banka ne bude u stanju pribaviti potrebnu licencu odnosno ne bude u mogućnosti izdavati Digitalne Novce, kupac neće imati mogućnost zamijeniti Token za Digitalne Novce niti će Token moći koristiti na bilo koji drugi način niti će dobiti povrat novca od Izdavatelja.

## Mišljenje Hanfe

Uvodno, skrećemo pozornost da je Hanfa, u okviru svojih ovlasti kao nadzornog tijela, a u svrhu obavljanja svojih propisanih ovlasti u nadzornim aktivnostima, ovlaštena zauzimati stajališta u primjeni i drugih propisa, ali se navedeno ne odnosi i na davanje službenih mišljenja o primjeni propisa koji nisu predviđeni odredbom članka 15. stavka 1. točke 1. Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga („Narodne novine“ 140/05 i 12/12).

Slijedom navedenog, postavljeni upit Hanfa je razmatrala isključivo u kontekstu odredbi ZTK, te primjenjivih Uredbi Europske unije. Okolnosti koje Izdavatelj navodi u ovom zahtjevu, kao što su:

- javno nuđenje nagrade,
- nepostojanje općih uvjeta,
- ugovorno pravo protiv Izdavatelja,
- i drugo,

ne predstavljaju nužno odlučujući element za utvrđivanje pravne naravi određenog instrumenta u skladu sa odredbama ZTK. To ne znači da se i takve ostale okolnosti ne bi trebale uzeti u obzir kao pomoćno sredstvo prilikom tumačenja i primjene odredbi ZTK.

Odredbama članka 3. točke 24. ZTK određeno je da su financijski instrumenti:

- a) prenosivi vrijednosni papiri
- b) instrumenti tržišta novca
- c) udjeli u subjektima za zajednička ulaganja
- d) izvedenice

Prema odredbama članka 3. točke 96. ZTK prenosivi vrijednosni papiri su one vrste vrijednosnih papira koji su prenosivi na tržištu kapitala. Drugim riječima, u skladu sa tom odredbom ZTK, konstitutivni element prenosivih vrijednosnih papira je njihova prenosivost, kako uopće tako i na tržištu kapitala. Ovdje napominjemo kako je prenosivost na tržištu kapitala širi pojam od prenosivosti na sekundarnom tržištu, a kako je navedeno i u Pitanjima i odgovorima (dalje u tekstu: Q&A) koje je Europska komisija objavila za Direktivu 2004/39/EC (MiFID). U ovom Q&A je navedeno da pojam tržište kapitala širok pojam koji uključuje sav kontekst u kojem se interesi za kupnjom i prodajom vrijednosnih papira spajaju. To podrazumijeva da i instrumenti čija namjena nije da budu prenosivi na sekundarnom tržištu, odnosno kojima se ne trguje na sekundarnom tržištu, ipak mogu biti prenosivi na tržištu kapitala i ući u definiciju prenosivog vrijednosnog papira iz članka 3. točke 96. ZTK.

U zahtjevu je navedeno da bi instrument Token trebao biti „zamrznut“, što po shvaćanju Hanfe podrazumijeva da jedan Token nije prenosiv sa jedne adrese Ethereum *blockchaina*, na drugu adresu Ethereum *blockchaina*. U skladu s tim, za pretpostaviti je da bi Token bio prenosiv isključivo promjenom osobe koja drži privatne ključeve određene adrese Ethereum *blockchaina* (jer je „zamrznuto“ prenošenje s jedne adrese na drugu) ili ugovorno izvan samog Ethereum *blockchaina* ako je ostavljena takva mogućnost, odnosno ako ona nije isključena, a o čemu nema spomena u ovom zahtjevu za mišljenjem. Opisani način „zamrzavanja“ instrumenta Token kao i alternativni načini mogućeg prenošenja tog instrumenta impliciraju da Token nije prenosiv na tržištu kapitala jer je prenošenje značajno ograničeno ako ne i do kraja onemogućeno. Ipak, ostaje otvorena mogućnost da se ovakav instrument učini prenosivim na tržištu kapitala a temeljem okolnosti koje nisu izričito navedene u ovom zahtjevu za mišljenjem i neovisno od funkcije „zamrzavanja“ tokena na blockchainu. U tom slučaju bi bio zadovoljen uvjet „prenosivosti“, te bi se moralo procjenjivati spada li Token u definiciju „vrijednosnog papira“ iz članka 3. točke 96. ZTK, s tim da se napominje da su u istoj samo dani primjeri, **koji ne predstavljaju iscrpnu listu:**

- a. dionice i drugi ekvivalentni vrijednosni papiri koji predstavljaju udio u kapitalu ili članskim pravima u društvu ili drugom subjektu te potvrde o deponiranim vrijednosnim papirima za dionice,
- b. obveznice i drugi oblici sekuritiziranog duga, uključujući i potvrde o deponiranim vrijednosnim papirima za takve vrijednosne papire
- c. svi ostali vrijednosni papiri koji daju pravo na stjecanje ili prodaju prenosivih vrijednosnih papira ili koji se namiruju u novcu pozivanjem na prenosive vrijednosne papire, valute, kamatne stope ili prinose, robu ili druge indekse ili mjerne veličine

Prema navodima iz zahtjeva, Token ne bi spadao u ni jedan od primjera vrijednosnog papira navedenih u točkama (a) do (b), s tim da se kod točke (c) mogu razmatrati isti kriteriji koji se odnose na izvedenice (u dijelu definicije „c. svi ostali vrijednosni papiri (...) koji se namiruju u novcu pozivanjem na (...) ili druge indekse ili mjerne veličine“), a koje navodimo u nastavku. Ovdje je dana ograda da u zahtjevu nije dano dovoljno informacija o instrumentu Digitalni Novci i modalitetima u kojima bi se mogla provesti zamjena Tokena za Digitalne Novce da bi se moglo procijeniti da li bi ti kriteriji bili ispunjeni ili ne.

Nadalje, u skladu s člankom 3. točkom 30. ZTK *instrumenti tržišta novca* su one vrste instrumenata kojima se uobičajeno trguje na tržištu novca, kao što su trezorski, blagajnički i komercijalni zapisi i certifikati o depozitu, osim instrumenata plaćanja. Ovakva definicija instrumenata tržišta novca podrazumijeva da se tim instrumentima uobičajeno trguje, što u svakom slučaju implicira mogućnost prenošenja instrumenta. Iz opisa instrumenta Token koji je naveden u zahtjevu za mišljenjem također ne proizlazi da bi takav proizvod moglo klasificirati pod definiciju instrumenta tržišta novca iz članka 3. točke 30. ZTK, prvenstveno jer se ovakvom vrstom instrumenta uobičajeno ne trguje na tržištu novca.

Odredbama članka 458. stavka 3. ZTK udjeli u subjektima za zajednička definirani su kao vrijednosni papiri koje izdaje subjekt za zajednička ulaganja i na temelju kojih imatelj udjela ima pravo nad imovinom tog subjekta. U opisu instrumenta Token nije navedeno postojanje prava nad imovinom subjekta za zajednička ulaganja, s obzirom da je jedino pravo koje ste naveli „zamjena u omjeru 1:4 za buduće Digitalne Novce (ako i nakon što Digitalna banka stekne bankarsku licencu)“. Navedeno bi podrazumijevalo pravo na zamjenu za određenu drugu vrstu imovine tek u slučaju dobivanja bankarske licence društva Digitalna banka, a u zahtjevu nije navedeno da bi to podrazumijevalo i „pravo nad imovinom“ subjekta sukladno odredbi članka 458. stavka 3. ZTK.

Odredbama članka 3. točke 24. d) ZTK navedeni su primjeri izvedenica koje ulaze u okvir financijskog instrumenta u skladu sa odredbama ZTK. Da bi neki instrument smatrali izvedenicom u skladu sa odredbama ZTK, njegova vrijednost mora ovisiti, odnosno mora biti izvedena iz vrijednosti određene temeljne imovine. Drugi bitan element koji određuje izvedenice u skladu sa odredbama ZTK je činjenica da se mora raditi o budućoj obvezi - bez obvezivanja na neku činidbu u budućnosti, određeni instrument ne može biti kvalificiran kao izvedenica. Drugim riječima, mora biti prisutan vremenski razmak (engleski: *time-lag*) između zaključivanja i izvršenja ugovora, a neovisno o vremenu dospjeća koje ne mora biti fiksno određeno. Osim toga, temeljna imovina mora biti kvalificirana, odnosno ispunjavati uvjete da bi se neki instrument mogao smatrati izvedenicom. Uzimajući u obzir odredbe članka 3. točke 24. d) ZTK, vidljivo je da temeljna imovina može biti financijske ili nefinancijske naravi. Temeljna imovina financijske naravi u svakom slučaju se smatra kvalificiranom, te se obveza može namirivati ili fizički ili u novcu. Kao primjer, članak 3. točka 24. da) ZTK se odnosi na „opcije (engl. options), budućnosnice (engl. futures), zamjene (engl. swaps), kamatni unaprijedni ugovori (engl. forward rate agreements) i sve druge ugovore o izvedenicama koji se odnose na *vrijednosne papire, valute, kamatne stope ili prinose, emisijske jedinice ili druge izvedene instrumente financijske indekse ili financijske mjerne veličine* koje se mogu namiriti fizički ili u novcu.“ Svi tipovi temeljne imovine navedeni u točki (da) se smatraju imovinom

financijske naravi. Temeljna imovina nefinancijske naravi se smatra kvalificiranom ako se obveza iz ugovora o izvedenici namiruje u novcu (engleski: *cash-settled*) ili se ugovorom o izvedenici trguje na mjestima trgovanja. Primjerice, odredbama članka 3. točke 24. dg) određeno da se izvedenicom smatraju i bilo koji drugi ugovori o izvedenicama koji se odnose na imovinu, prava, obveze, indekse i mjerne veličine, a koji imaju obilježja drugih izvedenih financijskih instrumenata, uzimajući u obzir, među ostalim, trguje li se njima na uređenom tržištu, multilateralnoj trgovinskoj platformi ili organiziranoj trgovinskoj platformi. Napominje se da kriterij „trguje li se njima na uređenom tržištu, multilateralnoj trgovinskoj platformi ili organiziranoj trgovinskoj platformi“ ne predstavlja presuđujući kriterij za ovu klasifikaciju, već se samo uzima u obzir. Prvo pitanje je spada li instrument Digitalni Novci u bilo koju od kategorija „imovine“, „prava“, „obveza“ ili „indeksa i mjernih veličina“. Ako instrument Digitalni Novci spada u bilo koju od ovih kategorija, drugo pitanje je ima li ugovor koji se odnosi na instrument Digitalni Novci (što bi onda bio instrument Token) „obilježja drugih izvedenih financijskih instrumenata“.

Što se tiče kategorije „imovine ili prava“, relevantne bi bile odredbe članka 8. točke (f) Delegirane uredbe (EU) 2017/565<sup>1</sup>, koje tu kategoriju pobliže definiraju kao „svaku drugu imovinu ili pravo zamjenjive naravi koji se mogu prenositi, osim prava na primanje usluge“. Za ovu vrstu kvalifikacije je važan kriterij prenosivosti (primjerice, trguje li se instrumentom Digitalni Novci na platformi), fungibilnost (jesu li sve jedinice instrumenta Digitalni Novci međusobno potpuno zamjenjive, ili se mogu tretirati drugačije radi njihovog podrijetla li korištenja, što može dovesti do razlike vrijednosti<sup>2</sup>) ili je li korištenje instrumenta Digitalni Novci ograničeno na pravo na primanje usluge Izdavatelja (što bi predstavljalo izuzetak od ove klasifikacije).

Što se tiče kategorije „indeksi i mjerne veličine“, relevantne bi bile odredbe članka 3. stavka 1. točke 1. Uredbe (EU) 2016/1011, koja daje definiciju „indeksa“ kao svake brojke koja je objavljena ili dostupna javnosti, koja se redovito utvrđuje

- u cijelosti ili djelomično primjenom formule, ili nekom drugom metodom izračuna, ili procjenom;
- na osnovi vrijednosti jedne ili više vrsta vezane imovine, ili cijena, uključujući procijenjene cijene, stvarnih ili procijenjenih kamatnih stopa, ponuda i obvezujućih ponuda ili drugih vrijednosti ili pregleda

kao i odredbe članka 8. točke g) Delegirane uredbe (EU) 2017/565, koje pojam indeksa ili mjere vežu za na cijenu, vrijednost ili volumen transakcija bilo kojom imovinom, pravom, uslugom ili obvezom. "Mjera" se uobičajeno definira kao "radnja pri kojoj se vrijednosti procjenjuje na temelju njezinog odnosa prema vrijednosti iste vrste, koja se koristi kao jedinica mjere i referentna vrijednost". Vrijednost virtualne valute kao temeljne imovine izvedenice bi mogla ispunjavati ove definicije, kao i kriterije utvrđene Delegiranom uredbom (EU) 2017/565. Naime, takve vrijednosti obično proizlaze iz prosjeka cijena zabilježenih na jednoj ili više platformi, s tim da su cijene na svakoj platformi rezultat ponude i potražnje na platformi. Ako se instrumentom Digitalni Novci trguje na platformi, isti bi mogao ispunjavati ove kriterije.

Ako bi se instrument Token mogao svrstati u bilo koju od navedenih kategorija, također je potrebno utvrditi ima li „obilježje drugih izvedenih financijskih instrumenata“. U tom smislu su relevantne odredbe članka 7. stavka 3. Delegirane Uredbe (EU) 2017/565, prema kojima se smatra da ugovor o izvedenicama koji se odnosi na temeljnu imovinu iz gore navedenih kategorija ima karakteristike drugih izvedenih financijskih instrumenata ako je ispunjen **jedan** od sljedećih uvjeta:

- (a) namira se obavlja u novcu ili se može obavljati u novcu po izboru jedne ili više strana, osim ako je razlog neplaćanje ili drugi razlog za raskid ugovora;

---

<sup>2</sup> Engl. „blacklisting“.

- (b) njime se trguje na uređenom tržištu, multilateralnoj trgovinskoj platformi, organiziranoj trgovinskoj platformi ili mjestu trgovanja treće zemlje koje obavlja sličnu funkciju kao uređeno tržište, multilateralna trgovinska platforma ili OTP;
- (c) ispunjeni su uvjeti iz stavka 1. članka 7. Delegirane Uredbe (EU) 2017/565 u vezi s tim ugovorom (u slučaju instrumenta Digitalni Novci ova točka ne bi bila primjenjiva s obzirom da se stavak 1. članka 7. Delegirane Uredbe (EU) 2017/565 odnosi na izvedenice na robu).

Izdavatelj je naveo da se Tokenom nije tehnički moguće trgovati i da se radi o neprenosivom instrumentu. Također, dodatno su naveli da nije moguća namira u novcu prilikom zamjene sa instrumentom Digitalni Novci. Ipak, treba istaknuti da izraz „namira u novcu“ podrazumijeva da dužnik u trenutku izvršenja obveze isplaćuje razliku izraženu u novcu između cijene ugovora o izvedenici prilikom njegova sklapanja i prilikom izvršenja obveze odnosno namire. To najčešće podrazumijeva, kako kaže samo ime, doslovnu namiru u novcu, primjerice u EUR. Ipak, izraz „namira u novcu“ obuhvaća i namiru u bilo kojoj drugoj imovini koja je izražena u novcu.

Ako se imatelju Tokena obeća zamjena u budućnosti za instrument Digitalni Novac, a koja je izražena u novcu kao što je primjerice EUR, bez obzira na pravnu kvalifikaciju sredstva s kojim će biti namirena obveza prema imateljima Tokena, takva vrsta izvršenja obveze može se smatrati „namirou u novcu“ u skladu sa odredbama članka 3. točke 24 d) ZTK. Posljedično, i Token bi se mogao smatrati izvedenicom u skladu sa odredbama tog istog članka.

S druge strane, ako se prilikom izdavanja Tokena ne odredi takva mogućnost namire u novcu kakva je prethodno opisana, već samo zamjena za određeni instrument (Digitalni Novci) bez mogućnosti izražavanja novčane protuvrijednosti takve zamjene koja bi se trebala dogoditi u budućnosti, Token ne bi po toj osnovi moglo klasificirati kao izvedenicu.

Međutim, bez obzira na klasifikaciju Tokena, nesporno je da je namjera Izdavatelja da javnu ponudu Token provede radi stjecanja financijskih sredstava koja bi poslužila za daljnje djelovanje, te da ako njemu povezano društvo Digitalna Banka iz bilo kojeg razloga ne bude u stanju pribaviti potrebnu licencu i ne bude u mogućnosti izdavati Digitalne Novce, kupac neće imati mogućnost zamijeniti Token za Digitalne Novce niti će Token moći koristiti na bilo koji drugi način. Drugim riječima jasno je da Token ima prvenstveno investicijsku svrhu, a ne svrhu sudjelovanja ulagatelja u javnom pozivu na nagradu, što Podnositelj tvrdi u svom podnesku, što neosporno proizlazi i iz toga da materijalna korist za ulagatelje ovisi isključivo o rezultatima djelovanja samog Izdavatelja odnosno njemu povezanog društva Digitalna Banka.

Hanfa smatra da način na koji je strukturiran Token predstavlja pokušaj provođenja investicijske aktivnosti, odnosno javne ponude proizvoda čija je svrha prvenstveno investicijske naravi, izvan postojećeg regulatornog okvira. S obzirom da se time izbjegava i primjena odredbi Zakona o tržištu kapitala koje se odnose na zaštitu ulagatelja, ovakva vrsta javne ponude nosi visoku razinu rizika za ulagatelje. To podrazumijeva da ulaganje u instrumente koji izbjegavaju regulatorni okvir:

- ima veću mogućnost prijevara i drugih nepravilnosti koje mogu ugroziti povrat ulaganja,
- ima manjak pouzdanih i relevantnih informacija za ulagatelje,
- ima visok rizik od gubitka dijela ili svih uloženi sredstava, a za fond zaštitu ulagatelja se ne primjenjuje na takva ulaganja,
- nosi sa sobom otežanu ili potpunu nemogućnost „izlaska“ iz ulaganja,
- ima u konkretnom slučaju i izrazito visok rizik vezan uz informatičku tehnologiju koja se koristi za izradu i distribuciju tokena (primjerice, hakerski napadi, nemogućnost pristupa tokenima, gubitak ključa za pristup tzv. digitalnom novčaniku).