

УДК 347.2

DOI: 10.17223/22253513/39/16

Ю.С. Харитонов, Л.В. Санникова

ЦИФРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ДЛЯ СОЦИАЛИЗАЦИИ ЧАСТНОГО ПРАВА¹

Конкретные примеры выпуска токенов в России и за рубежом демонстрируют основные глобальные тренды трансформации частного права. Платформизация экономики приводит к токенизации и демократизации имущественных отношений. Социализация частного права направлена на достижение социальной справедливости и проявляется в создании механизмов защиты прав слабой стороны, правил защиты частных инвесторов. Глобализация требует изучения как российского, так и зарубежного права.

Ключевые слова: социализация права; альтернативное инвестирование; токен; цифровой финансовый актив.

Введение

Достижение социальной справедливости с помощью правовых норм стало одной из самых заметных тенденций развития законодательства XXI в., что особенно заметно на фоне пандемии COVID-19. В России и других государствах на смену размышлениям о свободе и равенстве участников имущественного оборота все чаще приходят идеи создания механизмов защиты прав слабой стороны, решения общих социальных задач, стоящих перед обществом, инструментами частного права. В противовес принципам свободы договора и равенства экономических субъектов в условиях существующего неравенства нормы права разворачиваются в сторону нуждающихся в его защите. На это обратили внимание ученые-юристы [1–3], разрабатывающие концепцию социального предпринимательства.

Так, А.В. Баркова, исследуя вопросы социального предпринимательства, подчеркивает, что государство все больше поддерживает деятельность, при которой малое или среднее предприятие обеспечивает занятость социально уязвимых категорий граждан, способствует реализации производимой ими продукции, само производит товары для социально уязвимых групп или осуществляет деятельность, направленную на «достижение общественно полезных целей, способствующих решению социальных проблем граждан и общества в целом» [4. С. 15].

В условиях цифровизации экономики процесс токенизации активов придал новый импульс развитию социального предпринимательства. Под

¹ Статья подготовлена по гранту РФФИ № 18-29-16145 мк «Механизм правового регулирования отношений с использованием технологии распределенных реестров».

токенизацией активов понимается выпуск токенов, представляющих стоимость реального актива. Токены блокчейна могут демократизировать предпринимательство, предоставляя предпринимателям новый способ сбора средств и привлечения заинтересованных сторон. Они могут также демократизировать инновации, предоставляя инноваторам новый способ разработки, развертывания и распространения децентрализованных приложений [5]. Соответственно, социальная направленность цифровизации бизнеса проявляется в открывающихся для малого бизнеса возможностях по привлечению инвестиций [6]. В этой связи особая роль отводится правовому регулированию, так как правовая неопределенность признается на сегодняшний день основным препятствием для токенизации. Именно частное право располагает тем потенциалом, который позволит выработать новые инструменты для регламентации экономических отношений, возникающих вследствие использования цифровых технологий в экономике. Процессы токенизации наглядно демонстрируют как открывающиеся экономические возможности, так и правовые вызовы.

Правовые формы выпуска токенов как инструмент социализации права

Основным механизмом привлечения инвестиций в цифровой шеринговой экономике сегодня стал такой инструмент, как краудфандинг. В России краудфандинг рассматривается как «коллективное финансирование – альтернативный источник финансирования проектов субъектов малого и среднего предпринимательства на ранних стадиях развития (в первую очередь высокотехнологичных компаний)» [7]. При краудфандинге предприниматель привлекает внешнее финансирование от большой аудитории («толпы»), в которой каждый человек предоставляет очень небольшую сумму, вместо того чтобы привлекать небольшую группу опытных инвесторов.

В этом ключе наиболее популярными способами создания и выпуска в оборот криптоактивов являются две формы краудфандинга: предприниматели просят физических лиц либо сделать предварительный заказ продукта, либо выдавать фиксированную сумму денег в обмен на долю будущей прибыли (или капитала). В любом случае предполагается, что «краудфандеры» пользуются «общественными благами», которые увеличивают их полезность» [8. Р. 586]. То есть, как правило, речь идет о прямом заимствовании или дарении средств инвесторов либо о выпуске токенов утилитарной природы. При этом наиболее защищенным будет размещение с применением технологий блокчейн-платформ. По данным некоторых исследователей, «большинство предоставленных средств имеет право на получение либо финансовых компенсаций (распределение капитала и распределения прибыли), либо нефинансовых выгод (конечный продукт и знак признательности), в то время как пожертвования встречаются реже» [9. Р. 320].

Привлечение инвестиций путем выпуска криптоактивов с использованием как механизмов краудфандинга [10], так и ему подобных [11], стало

объектом правового регулирования. Законодатели различных государств поставили своей целью защитить права инвесторов, принимающих участие в краудсейлах. При этом зачастую во главу угла ставится финансово-правовой подход.

В то же время часто краудфандинговые технологии применяются именно так называемыми субъектами малого бизнеса, давая возможность получить доступ к финансированию широкому кругу эмитентов. В качестве инвесторов таких проектов могут выступать лица с небольшими объемами свободных средств, что служит демократизации доступа на рынки субъектов с разными возможностями.

С функциональной и технологической точек зрения выделяют несколько механизмов токенизации. Хронологически первой наибольшей известностью приобрела процедура ICO, которая изначально рассматривалась в качестве инструмента привлечения инвестиций. Ослабление интереса к механизму привлечения инвестиций посредством ICO потребовало от криптоиндустрии создания новых возможностей завоевания доверия инвесторов, в результате были выработаны такие технологии привлечения инвестиций, как IEO и STO. В первом случае эмитенты стараются завоевать доверие к утилитарным токенам, во втором выпускаются так называемые обеспеченные токены. Перечисленные способы привлечения инвестиций требуют пристального внимания со стороны исследователей в целях определения оптимальных правовых подходов к защите прав инвесторов и фандрайзеров. Тем самым социализация права проявляется в создании ограничительных механизмов, преимущественно направленных на регистрацию проектов выпуска токенов, а также правил регистрации и функционирования обменных платформ. В подтверждение данной гипотезы рассмотрим особенности правового регулирования разных способов выпуска токенов в современном мире.

ICO: анализ регуляторных подходов

Initial Coin Offering (ICO) – «первичное размещение монет» (либо «первичное предложение токенов»; Initial Token Offering – ITO) – возникло как криптовалютный подвид краудфандинга, практикуемый криптовалютными проектами, которые не хотели связываться с венчурным капиталом. Это напоминает размещение на бирже ценных бумаг, однако токены обмениваются на криптовалюту. ICO, как правило, не подкрепляется активами, но в основном включает выдачу криптовалюты или утилитарного токена. Впоследствии приобретенные в ходе ICO за криптовалюту утилитарные токены можно обменять на продукт той компании, которая осуществляет ICO.

В основном во время проведения ICO используются криптовалюты Ethereum (ETH) или Bitcoin (BTC). В качестве инициатора первоначального монетного размещения может рассматриваться любое лицо. Деятельность осуществляется в режиме онлайн, проект не проходит проверок, если на

это не установлены специальные правила законодательства. В таких предложениях, как подчеркивали исследователи, полностью опосредованных онлайн, предприниматели продают токены, зарегистрированные на блокчейне, в обмен на криптовалюты [12]. Для привлечения инвесторов, в отличие от венчурного капитала и ангельских инвестиций, краудфандинг требует от предпринимателей публично раскрыть свою бизнес-идею и стратегию [13]. Процедура размещения напоминает IPO и предполагает подготовку и размещение предложения об инвестировании – оферту с объявлением срока реализации идеи, объема требуемых для этого средств. В ряде случаев осуществляются предварительные продажи токенов, которые являются закрытыми от посторонних. Также есть возможность реализовать полученные токены на вторичном рынке.

Особенностью регулирования выпуска токенов и защиты прав инвесторов стало то, что во многих государствах принимается за основу финансовая характеристика криптоактивов. Поэтому в первую очередь на эту сферу экономики обращают внимание органы финансового контроля и центральные банки государств. Это подтверждает наш тезис о том, что демократизация экономических отношений создается инструментами частного права, но при этом за счет разного рода ограничений и запретов. Причем такой подход распространяется практически во всех государствах.

Необходимость устранения информационной асимметрии при ICO привела к тому, что в июле 2017 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) опубликовала отчет о расследовании, в котором подчеркивалось, что инвестиционные токены могут быть предметом полного регулирования законодательства США о ценных бумагах [14]. Сегодня в США блокчейн-проекты находятся под строгим контролем не только SEC, но и FinCEN (межведомственный орган по борьбе с финансовыми преступлениями при Министерстве финансов США) и IRS (Internal Revenue Service – Налоговое управление США).

В США Закон о товарных биржах предусматривает порядок допуска к торгам новых инструментов, которые распространяются преимущественно на коммерческие проекты. Исследователи подчеркивают, что жесткие правила оправдывает гибкий подход. Комиссия по ценным бумагам применяет фактический анализ к каждому отдельному токenu, чтобы определить, является ли он ценной бумагой, потому что форма не должна превалировать над сущностью, и основное внимание должно уделяться экономическому смыслу сделки (инвестиционный контракт), а не ее названию [15].

Нужно отметить, что по похожему пути пошли и российские власти. В недавно принятом Законе о цифровых финансовых активах [16] под давлением Центрального Банка России Государственная Дума Российской Федерации предприняла попытку подчинить выпуск токенов – цифровых финансовых активов – правилам о выпуске ценных бумаг как наиболее подробно урегулированных объектов. При этом, как и в США, выпуск любых цифровых финансовых активов возможен только в рамках зарегистрированных информационных систем, обращение и учет этих токенов также

возможны только через контролируемых Центральным банком России посредников, обслуживающих специализированные онлайн-платформы.

В то же время в связи с оттоком проектов из США по причине такой жесткости регулирования в марте 2020 г. SEC подготовила изменения в правилах для гармонизации, упрощения и улучшения структуры освобожденных из-под регулирования в сфере рынка ценных бумаг предложений токенов. Как ожидается, предлагаемые поправки обеспечат более рациональную основу, устранят сложность и увеличат доступ к капиталу, сохраняя и усиливая важные средства защиты инвесторов, предпринимателей и эмитентов. Предлагается введение десяти исключений, каждое из которых будет иметь различные требования, а также создание так называемых регуляторных безопасных гаваней¹.

Возможно, и российскому законодателю следовало бы учесть опыт коллег и задуматься о смягчении регулирования.

Принципы регулирования выпуска криптоактивов разделяет Канада, хотя в ее законодательстве применен более гибкий подход. Как и в США, в Канаде отсутствует специальное законодательство в сфере ICO. Финансовый регулятор Канады (CSA) установил, что токен можно рассматривать как ценную бумагу (инвестиционный инструмент), и указал на применимость законов о ценных бумагах для ICO (CSA Notice 46-307. 24 Aug. 2017). Для ICO необходима регистрация проспекта эмиссии в местном регуляторе. Цель – защита инвестирующей общественности путем требования полного и справедливого раскрытия информации. Должны быть выполнены требования к содержанию проспекта, получено подтверждение риска от каждого инвестора по форме, соблюдены инвестиционные лимиты, предоставлены годовые финансовые отчеты. CSA требует регистрацию эмитента в местном регуляторе в качестве дилера, если он занимается торговлей ценными бумагами в коммерческих целях (распространяются правила о предоставлении отчетности). «Коммерческая цель» ICO оценивается по следующим критериям:

- привлечение широкого круга инвесторов;
- использование Интернета для привлечения большого количества потенциальных инвесторов;
- посещение публичных мероприятий для рекламы продажи токенов;
- привлечение значительного капитала от большого количества инвесторов.

Таким образом, в части юрисдикций речь идет о признании процедуры ICO способом размещения ценных бумаг с акцентом на раскрытие информации и совершение действий, направленных на регистрацию как самой эмиссии, так и участников проекта. В то же время, как можно видеть из приведенных примеров, не обязательно создавать самостоятельное регулирование как токенов, так и блокчейн-технологий. Законодатель может исходить из того, что на рассматриваемые отношения распространяется за-

¹ <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-55>

конодательство о сходных отношениях – чаще всего о рынке ценных бумаг, и дополнительное регулирование либо создается в рамках полномочий органов финансового контроля, либо апробируется в регуляторных песочницах.

Такой подход можно встретить и в Европе. Однако тут особенностью будет наличие наднационального трансгосударственного регулирования. Также в данной сфере применимы Директива ЕС о проспектах (Prospectus Directive) – предоставление достоверной информации для инвесторов, Директива ЕС по управлению альтернативными инвестиционными фондами (AIFMD) – порядок деятельности лиц, осуществляющих управление альтернативными инвестициями, Директива ЕС о рынках финансовых инструментов (MiFID) – защита инвесторов, Четвертая Директива ЕС о противодействии отмыванию денежных средств (4 AML) – идентификация клиентов. Европейский союз вырабатывает единый подход к регулированию технологии блокчейн и криптоактивов. Так, 10 апреля 2018 г. 22 европейские страны (при этом число участников данного партнерства неуклонно растет) приняли Декларацию европейского партнерства (содружества) блокчейн (European Blockchain Partnership, ЕВР)¹.

В европейском праве распространено понятие «переводные ценные бумаги» (the category of “transferable securities”), аналогичное англосаксонской концепции «инвестиционный контракт» (the concept of “investment contract”). Категория переводных ценных бумаг в соответствии с законодательством ЕС не имеет фиксированных границ.

Статья 4 (1) (44) Директивы ЕС «О рынках финансовых инструментов» (The Markets in Financial Instruments Directive – MiFID) определяет переводные ценные бумаги как «классы ценных бумаг, которые являются оборотными на рынке капитала, за исключением платежных инструментов». В указанной статье приводится пояснительный перечень того, что представляет собой ценная бумага, а именно:

- а) акции компаний;
- б) облигации или другие формы секьюритизированного долга;
- в) «любые другие ценные бумаги, дающие право приобретать или продавать любые такие переводные ценные бумаги» (Article 4(1) (44) of Directive 2014/65/EU).

Суды ЕС и финансовые органы используют набор функциональных критериев для определения того, что представляет собой ценная бумага для целей MiFID и вспомогательного законодательства. В частности, исходя из взаимосвязанного прочтения регламента проспекта ценных бумаг и MiFID, ценные бумаги характеризуются такими признаками, как оборотоспособность, обращаемость на рынках капитала² и стандартизация. Кроме

¹ <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/european-countries-join-blockchain-partnership>

² The essence of the definition of transferable securities in Article 4 (18) MiFID is that, as a class, they are negotiable on the capital markets. Prospectuses. Questions and Answers, 29th updated version – January 2019 // ESMA. 2019. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-780_qa_on_prospectus_related_topics.pdf

того, они должны обеспечивать функциональную сопоставимость с другими формами обеспечительных долгов, что, по существу, означает, что они должны включать финансовый риск.

Но и на национальном уровне, сталкиваясь с проблемой разграничения инвестиционных и других видов токенов, европейские государства, решившие идти по пути применения прежних правовых конструкций к специфическим отношениям, возникающим по поводу токенов, предпочитают распространять на них законодательство о рынке ценных бумаг, если это возможно.

В то же время недостаточность общеевропейского регулирования позволяет многим государствам Европейского союза создавать собственную правовую базу для развития цифровой экономики и привлечения инвестиций путем легализации криптоактивов. В большинстве случаев речь идет о распространении на оборот криптоактивов правил о рынке ценных бумаг и инвестициях, так как это позволяет наиболее полно определиться с объемом предоставляемой инвесторам защиты.

Швейцария утвердилась в роли ведущей криптодружественной юрисдикции в Европе. Местный финансовый регулятор (FINMA) разработал стратегию развития криптовалютного сектора и представил нормативно-правовую базу для ICO. FINMA определил различные типы цифровых токенов и правовые последствия передачи их третьим лицам. Это создает прозрачность и правовую определенность, что выгодно не только стартапам, пытающимся привлечь капитал через продажи токенов, но и всем другим крипто- и блокчейн-компаниям¹.

FINMA дала официальные рекомендации по проведению ICO – Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs) (опубликованы 16.02.2018). Документ разъясняет предпринимателям случаи, когда применяются законы о борьбе с отмыванием денег и о ценных бумагах. В частности, для целей применимого регулирования FINMA определяет три категории ICO, основанные на категоризации на базовой экономической функции токена.

В соответствии с позицией FINMA трейдинговая платформа (криптовалютная биржа) до начала операций должна либо стать членом саморегулируемой организации (self-regulated organization – SRO), либо обратиться в FINMA для получения специальной лицензии, чтобы осуществлять деятельность в качестве непосредственно контролируемого финансового посредника (Directly Subordinated Financial Intermediary – DSFI).

Установлен также минимум информационных требований к ICO, включая полное описание проекта, сведения обо всех участниках проекта (включая адреса и (или) юридический адрес компании), в частности об учредителе проекта, эмитенте, продавце токенов, других участниках вто-

¹ <https://bitnovosti.com/2019/02/03/zolotaya-lihoradka-proshla-no-optimizm-ostalsya-shvejtsarskie-kriptostartapy-privlekli-1-25-mlrd/>

ричной торговли (платформа, организаторы ICO и т.д.), а также данные о том, предоставляли ли вышеуказанные лица лицензии, выданные финансовыми регуляторами в других странах. Если да, то необходимо предоставить соответствующие данные.

После получения лицензии компания будет подвергаться надзору со стороны FINMA, которое будет следить за деятельностью компании, проверять соответствие такой деятельности всем установленным для ведения определенного вида деятельности правилам, а также соответствие требованиям по достаточности капитала, которые установлены для банковских учреждений.

В Испании также развивается криптоиндустрия, что находит свое отражение в праве. К выпуску криптоактивов применяется Закон Испании 22/2014 от 12 ноября 2014 г., регулирующий деятельность венчурных организаций, других групповых инвестиционных организаций закрытого типа и управляющих обществ коллективных инвестиционных организаций закрытого типа и вносящий поправки в Закон 35/2003 от 4 ноября 2003 г. о коллективных инвестиционных учреждениях. Токены рассматриваются регулятором как репрезентативные ваучеры на определенные права, зарегистрированные в соответствии с технологией блокчейна. К субъектам, организующим ICO, применяются правила о компаниях коллективных инвестиций, которые имеют свой зарегистрированный офис в Испании, либо о закрытых инвестиционных фондах (EICC), которые были зарегистрированы в Испании или зарегистрированы в другом государстве и управляемые компаниями. При этом наднациональное регулирование основано на правилах Директивы 2011/61/ЕС Европейского Парламента и Совета от 08.06.2011 об управляющих фондах альтернативных инвестиций.

При проведении первичного размещения криптоактивов изъятие инвестиций фонда должно происходить одновременно для всех инвесторов, или участников, и то, что получено каждым инвестором, или участником, основывается на правах, соответствующих каждому из них в связи с установленными условиями в его уставе или правилах для каждого класса акций или доли. Для инвестиций с помощью закрытых инвестиционных фондов (FICC) не требуется одобрения Испанской национальной комиссии по рынку ценных бумаг (CNMV), если общая сумма привлекаемых инвестиций не превышает 5 млн евро, а минимальная сумма инвестиций на одного инвестора составляет не менее 100 тыс. евро.

В Эстонии ICO рассматривается как финансовый инструмент или инвестиционная услуга. В связи с применением правил Закона о рынке ценных бумаг, Закона об инвестиционных фондах (сбор инвестиций с последующим их вложением в определенный проект), Закона о кредитных учреждениях (предоставление займов от своего имени и со своего счета), Закона о публикациях (использование ICO в благотворительных целях), а также общеевропейского законодательства, требуется получение лицензии для субъектов ICO (Бюро данных по отмыванию денег). При условии, что применимы положения, регулирующие токены в качестве ценных бумаг, важно опреде-

лить, является ли это публичным размещением ценных бумаг в соответствии с § 12 (2) SMA. В соответствии с § 17 (4) и (четыре верхних индекса 1) SMA, в случае предложения с общей стоимостью менее 5 млн евро проспект следует подготовить в соответствии с Регламентом о проспекте № 809/2004/ЕС Европейского союза (Регламент о проспекте) или положением, установленным министром, ответственным за эту область. В случае публичной оферты бумаг с общей стоимостью более 5 млн евро проспект ценных бумаг следует подготовить в соответствии с указанным Регламентом о проспекте.

В то же время в ряде государств Европы принято самостоятельное законодательство в сфере регулирования блокчейн-технологии и ICO. Наиболее известным примером такого регулирования является законодательство Мальты. Согласно Закону о виртуальных финансовых активах (Virtual Financial Assets Act), для распространения специальных правил на ICO требуется прохождение теста финансовых инструментов (Financial Instrument Test) с целью определения характера токена (art. 47).

Субъектом ICO – эмитентом (issuer) – может выступать зарегистрированное на Мальте юридическое лицо. Эмитент должен получить лицензию в MFSA (Управление финансовых услуг Мальты). Лицензия выдается на конкретные операции: ICO, которое оценивается на основе проспекта, или обмен криптовалют, если токены считаются электронными деньгами. Эмитент обязан назначить VFA-агента. VFA-агент может быть физическим (резидент Мальты) или юридическим лицом (если юридическое лицо – иностранное, то оно должно действовать через свой филиал в стране). Квалификация агентов VFA должна быть признана сертификатом, выданным в MFSA. Именно через агента осуществляются все коммуникации с регулятором. Агент контролирует выполнение всех требований законодательства Мальты в данной сфере (part 2 (art. 7) VFAA).

Для реализации инвестиционного криптопроекта необходимо зарегистрировать Whitepaper (part 2 (art. 4) VFAA) с отчетом с основной информацией о токенах и предупреждениями об основных рисках, эмитентах, условиях публичного предложения токенов с детальным описанием проекта, характеристик выпуска и самих токенов.

Документ (WP) регистрируется не менее чем за десять рабочих дней до запуска ICO или размещения соответствующего VFA на бирже, действующей на Мальте или с ее территории. Агент должен предоставить MFSA ключевую информацию о компании и всю документацию, которая относится к ICO.

Франция пошла по пути введения лицензирования ICO проектов. Во Франции защитой прав инвесторов ведает Управление по финансовым рынкам Франции (AMF). Согласно Закону от 22.05.2019 № 2019-486 о росте и преобразовании компаний, французский финансовый регулятор утверждает и выдает разрешения предприятиям, планирующим проводить ICO во Франции, но только если «эти проекты предоставляют конкретные гарантии для инвесторов». ICO похожи на первое публичное размещение акций (IPO), но без строгого регуляторного надзора.

В соответствии со ст. L. 552-2 Закона токен – это «любое нематериальное имущество (*bien incorporel*), представленное в цифровой форме, одно или несколько прав, которые могут быть выпущены, записаны, сохранены или переданы с помощью распределенного электронного записывающего устройства (*dispositif d'enregistrement électronique partagé*), позволяющего идентифицировать непосредственно или косвенно владельца указанного имущества».

Французское законодательство в рассматриваемом контексте не ограничивает цели использования токенов; однако только те токены, которые предназначены для публичного предложения, которые зачастую действуют по принципу работы ценных бумаг или служат для привлечения финансирования, должны получать специальное разрешение.

Публичное предложение ценных бумаг и различных финансовых инструментов происходит в рамках деятельности поставщиков инвестиционных услуг, т.е. лиц, которые осуществляют продажу ценных бумаг, исполняют поручения от имени третьих лиц в отношении ценных бумаг, управляют портфелем ценных бумаг от имени третьих лиц и т.д. В отличие от режима, установленного в отношении эмитентов токенов, поставщики инвестиционных услуг должны соблюдать ряд дополнительных правил, связанных с формированием совета директоров, охраной профессиональной тайны, раскрытием информации и т.д.

Для осуществления деятельности поставщик инвестиционных услуг, так же как и эмитент токенов, должен получить разрешение на осуществление соответствующей деятельности, однако такое разрешение выдается только при наличии определенного размера капитала (размер устанавливается AMF для каждого отдельного случая). Таким образом, для эмитентов токенов действует упрощенная процедура осуществления публичного предложения. Эмитенту достаточно быть зарегистрированным в качестве юридического лица, раскрыть информацию о своей деятельности и публичном предложении, а также предоставить гарантии инвесторам, чтобы получить разрешение AMF на публичное предложение токенов. Для лиц, выпускающих ценные бумаги, которые являются разновидностью финансовых инструментов, предусмотрена более сложная процедура, требующая наличия специальных внутренних органов в рамках юридического лица; существуют дополнительные требования к подаче заявления, например требование о размере капитала и т.д. Эмитентом может быть только компания, зарегистрированная во Франции.

В декабре 2019 г. французский финансовый регулятор *Autorités des Marchés Financiers* (AMF) пояснил, что он одобряет только предложение ICO, а не эмитента токена.

Регуляторные особенности IEO и STO

Initial Exchange Offering (IEO, первоначальное биржевое предложение) проводится на платформе биржи. По существу, оно управляется биржей

от имени стартапа, который пытается собрать средства с помощью своих недавно выпущенных токенов. Поскольку продажа токенов осуществляется на платформе биржи, эмитенты токенов должны заплатить листинговый сбор вместе с процентом токенов, проданных во время IEO.

Участники IEO не отправляют деньги в смарт-контракт, такой как управляет ICO. Вместо этого они должны создать учетную запись на платформе биржи, где проводится IEO. Проекты сначала передают токены бирже, а та распределяет их между инвесторами по определенной цене. Затем участники вносят средства в свои обменные кошельки с помощью криптовалюты и используют эти средства для покупки токенов компании по сбору средств.

Все больше бирж начали создавать IEO. Одним из первых в линейке стал Binance, выпустивший свою платформу IEO Binance Launchpad. В январе 2019 г. BitTorrent, купленный TRON, инициировал продажу токенов на Binance Launchpad и собрал 7,2 млн долл. США менее чем за 15 минут. Следующее IEO на платформе побilo этот рекорд и закрылось всего за 22 секунды.

По существу, IEO можно определить как форму привлечения инвестиций в виде реализации на базе криптобиржи фиксированного количества токенов, выпущенных путем разовой или ускоренной эмиссии [17]. В этой процедуре обнаруживается сходство как с краудфандингом, так и с торговлей фьючерсами, которые сегодня являются активом сами по себе и не так сильно зависят от товара, на основе которого они выпускались.

С точки зрения права юрисдикция биржи не имеет большого значения, как и национальность продавца и инвестора, пока эти активы не будут выведены в криптовалюту. Биржи, проводящие на своих платформах начальные биржевые предложения (IEO) и взимающие за это комиссии, скорее всего, подпадают под американское законодательство о дилерах ценных бумаг. Об этом в ходе конференции Consensus 2019 в Нью-Йорке заявила старший консультант по цифровым активам и инновациям Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC) Валери Щепаник¹. ICO-проекты боятся подпасть под действие этого законодательства и не допускают к участию граждан США.

Сам процесс IEO, как правило, не обладает спецификой с точки зрения регуляторов, если мы говорим о защите прав инвесторов. Но в отдельных государствах установлены специальные требования к биржам, позволяющие требовать раскрытия информации эмитентами.

Учитывая тенденции ужесточения подхода регуляторов к токенам и криптовалютам, привлечение инвестиций посредством процедуры Security Token Offering (STO) стало логичным следующим шагом для индустрии в целом и определяет вектор ее развития в сторону более цивилизованного и прозрачного рынка. Security Token Offering предполагает выпуск цифро-

¹ <https://forklog.com/sec-provodyashhie-ieo-birzhi-mogut-narushat-zakony-ssha-o-tsennyh-bumagah/>

вых активов в полном соответствии с требованиями законодательства о ценных бумагах.

В Германии регулирование криптопроектами происходит при помощи консультативных писем и публикаций финансового ведомства – BaFin. Но на отношения, связанные с выпуском токенов, распространены и действующие законы: Kreditwesengesetz (KWG) – закон о банковской деятельности; Gesellschaftsrecht Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) – закон о надзоре за платежными услугами; Geldwäschegesetz (GwG); Wertpapierprospektgesetz (WpPG) – закон о торговле ценными бумагами; Vermögensanlagegesetz – закон об инвестициях. Кроме того, данная деятельность подлежит лицензированию, для получения лицензии необходимо иметь уставный капитал 730 тыс. евро, отчитываться BaFin, а также опубликовать проспекты и whirpaper. Требования к безопасности включают в себя обязательное раскрытие информации, предотвращение анонимности (связано с законодательством ПОД / ТФ), авторизацию, консультации перед началом деятельности, обязательства о предоставлении информации немецким инвесторам.

В силу немецкого законодательства предложение инвестиционного токена является публичной офертой. Владелец токена получает права в компании или договорные претензии на активы, что удостоверено ценной бумагой. Исследователи отмечают [18], что в Германии, согласно разъяснениям BaFin, предложения по секьюрити токенам подпадают под действие закона о ценных бумагах [19], если токен:

- а) обладает оборотоспособностью;
- б) может быть продан на финансовом рынке или рынке капитала (BaFin также включает сюда криптообменные платформы);
- в) представляет права, такие как права акционеров или договорные права;
- г) не является платежным инструментом.

Вследствие признания инвестиционного токена ценной бумагой, необходимо подготовить проспект эмиссии ценных бумаг, что обеспечит инвесторам повышенную безопасность, хотя и приведет к увеличению транзакционных издержек, в том числе объема работы и потенциальной ответственности за любые ошибки в проспекте. Например, проспект ценных бумаг Bitbond Finance GmbH, утвержденный BaFin, подробно описывает, что представляет собой токен. Ценная бумага является субординированной облигацией.

Security Token Offering как финансовый инструмент является разновидностью частного размещения ценных бумаг, что делает его разновидностью эмиссии, уводя все дальше от понятия краудфандинга. Участвовать в подобных размещениях могут исключительно профессиональные инвесторы. Обязательной для эмитентов секьюрити токенов является процедура KYC / AML, требования по due diligence возложены и в отношении эмитента и др.¹

¹ <https://www.coinbase.com/legal/securities-law-framework.pdf>

Следует также помнить, что для успешного STO не требуется построения комьюнити и активности в социальных сетях, в нем смогут принять участие лишь профессиональные инвесторы.

Большим своеобразием обладает регулирование выпуска токенов в Сингапуре. В стране выпущено Общее руководство по применению законов о ценных бумагах, администрируемых Центральным банком Сингапура (Monetary Authority of Singapore – MAS), в отношении предложений или выпусков цифровых токенов в Сингапуре¹. Законодательно утверждена необходимость регистрации таких токенов после авторитетной юридической оценки деятельности компании.

Денежно-кредитное управление Сингапура определяет цифровые токены, являющиеся объектами рынка капиталов:

- цифровые токены, определяющие капитал корпорации;
- долговое обязательство эмитента;
- механизм коллективного инвестирования.

Любое предложение о покупке цифровых токенов, попадающих под вышеуказанные требования, должно соответствовать Securities and Futures Act (SFA), включая регистрацию проспекта, что влечет за собой раскрытие значительного объема информации. Исключение по SFA:

- малая сумма сделки (до 5 млн долл. в течение 12 месяцев);
- «частное» предложение о покупке токена (не более 50 человек в течение 12 месяцев);
- предложение о покупке только для институциональных инвесторов;
- предложение о покупке в пользу аккредитованных инвесторов.

Большинство токенов, согласно Руководству по ICO (Guide to digital token offering), подпадают под действие SFA. В этом случае эмитент должен зарегистрироваться и получить лицензию в соответствии с SFA. Однако регулятор в отношении конкретного вида токена может решить вопрос о распространении на него SFA и по своему усмотрению.

Если токен не подпадает под регулирование SFA, то провести процедуру ICO могут частные компании, зарегистрированные в Сингапуре (Private companies). При этом Денежно-кредитное управление Сингапура проверяет ICO-проекты. Необходимо регистрировать проспект с подробной информацией о проекте (whitepaper). Участниками ICO также являются лица, предоставляющие консультационные услуги. Такие лица должны получить лицензию на оказание консультационных услуг либо входить в список лиц, которые освобождены от данной обязанности в соответствии с Financial Advisers Act.

Выводы

Проведенный анализ законодательства России, стран Европы и США показал, что в поисках надлежащего правового регулирования государства

¹ <https://www.mas.gov.sg/regulation/explainers/a-guide-to-digital-token-offerings>

избирают одну из политик. В некоторых странах создается прямое регулирование ICO и смежных эмиссионных отношений, в каких-то речь заходит о распространении действующего законодательства на новые изменчивые отношения токенизации. Страны Европейского союза стремятся к выработке единых правил для формирования регуляторной среды в целях привлечения инвесторов в криптоиндустрию и их защиты. Страны Азии преимущественно развивают национальное законодательство по отдельности, однако большинство из них движется по единому курсу поощрения инвестирования в криптоактивы, при этом вводя жесткие правила против мошенничества на финансовых рынках.

Общим в исследованных юрисдикциях является понимание того, что токенизация экономики дает доступ к ресурсам широким слоям бизнеса, позволяет в некоторой степени минимизировать последствия кризисных явлений экономики на данном этапе. В то же время общим для всех подходов можно назвать упор на защиту прав инвесторов или акционеров, держателей токенов, путем установления регуляторных рамок и границ, в том числе преимущественно с помощью инструментов частного права. В этом, на наш взгляд, проявляется социальная направленность частного права.

Литература

1. Барков А.В. Проблемы социализации частного права и законодательства // Концепция частного и публичного права России : азбука частного права / под ред. В.И. Иванова, Ю.С. Харитоновой. М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2014. С. 91–115.
2. Беликова К.М. Договорное право стран БРИКС: опыт Бразилии в свете новой парадигмы построения частноправового регулирования // Вопросы российского международного права. 2012. № 9-10. С. 58–85.
3. Матвеев М.М. Вопросы экономической сущности социализации рыночной экономики // Экономика, предпринимательство и право. 2011. № 8. С. 21–25.
4. Правовое обеспечение социального предпринимательства : учеб. пособие для магистрантов / А.В. Барков, Я.С. Гришина, О.А. Золотова, Ю.Г. Лескова [и др.]; под ред. С.Ю. Морозова. Ульяновск : Изд-во Ульяновск. гос. ун-та, 2019.
5. Chen Yan. Blockchain tokens and the potential democratization of entrepreneurship and innovation // Business Horizons. 2018. № 64. P. 567–575.
6. Hill R.P. Disadvantaged consumers: an ethical approach to consumption by the poor // Journal of Business Ethics. 2008. Vol. 80.1. P. 77–83.
7. Об утверждении Стратегии развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации на период до 2030 года : распоряжение Правительства РФ от 02.06.2016 № 1083-р. URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/71318202/>
8. Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Crowdfunding: Tapping the right crowd // Journal of business venturing. 2014. Vol. 29, № 5. P. 585–609.
9. Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Individual crowdfunding practices // Venture Capital. 2013. Vol. 15, № 4. P. 313–333.
10. Benedetti H., Kostovetsky L. Digital tulips? Returns to investors in initial coin offerings // Returns to Investors in Initial Coin Offerings. 2018. URL: https://www.researchgate.net/publication/332303853_Digital_Tulips_Returns_to_Investors_in_Initial_Coin_Offerings
11. Furnary S.L. Trough equity crowdfunding evolution and involution: initial coin offering and initial exchange offering. 2021. URL: https://www.researchgate.net/publication/348625931_Trough_Equity_Crowdfunding_Evolution_and_Involution_Initial_Coin_Offering_and_Initial_Exchange_Offering

12. Hacker P., Thomale C. Crypto-securities regulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law // *European Company and Financial Law Review*. 2018. Vol. 15, № 4. P. 645–696.

13. Wilson K.E. Testoni M. Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets // *Bruegel Policy Contribution Issue*. 2014. URL: https://www.researchgate.net/publication/314502166_Improving_the_Role_of_Equity_Crowdfunding_in_Europe's_Capital_Markets

14. Rosner M.T., Kang A. Understanding and Regulating Twenty-First Century Payment Systems: The Ripple Case Study // *Mich. L. Rev.*, 2016. Vol. 114. P. 649. URL: <http://repository.law.umich.edu/mlr/vol114/iss4/4>

15. Digital and Digitized Assets: Federal and State Jurisdictional Issues Prepared By: American Bar Association Derivatives and Futures Law Committee Innovative Digital Products and Processes Subcommittee. URL: https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/buslaw/committees/CL620000pub/digital_assets.pdf

16. О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ // *Собрание законодательства РФ*. 2020. № 31, ч. I. Ст. 5018.

17. Wonglimpiyarat J. The influence of capital market laws and initial public offering (IPO) process on venture capital // *European Journal of Operational Research*. 2009. Vol. 192, № 1. P. 293–301.

18. Grohé S. What is a Security Token Offering (STO)? 16 April 2019. URL: <https://paytechlaw.com/en/security-token-offering/>

19. Frank M. Regulators mount up – BaFin provides further guidance on ICOs URL: <https://paytechlaw.com/en/regulators-mount-up-bafin-provides-further-guidance-on-icos-2/>

Kharitonova Julia S., Moscow State University (Moscow, Russian Federation), Sannikova Larisa V., State Academic University of Humanities (Moscow, Russian Federation)

DIGITAL FINANCIAL TOOLS FOR SOCIALIZING PRIVATE LAW

Keywords: socialization of law, alternative investing, token, digital financial asset.

DOI: 10.17223/22253513/39/16

Nowadays, the law is being transformed as a regulator of relations. The idea of strengthening the regulatory role of technologies in the field of streamlining public relations is making much headway in the world. This trend is most pronounced in the area of regulation of private relations. The way of such access to the market as crowdfunding is becoming increasingly widespread. The issuing of the so-called secured tokens is becoming popular for both small businesses and private investors. The trust in new ways of attracting investments is conditioned by the applied technology - the use of blockchain as a decentralized transparent database management system. Under these conditions, there is such a phenomenon as the democratization of property relations. Every individual receives unlimited opportunities to invest via technologies. Thus, legal scholars all over the world face the question about the role of the law and law in these relations? We believe that we are dealing with such a worldwide trend of regulating public relations as the socialization of the law.

Specific examples of issuing tokens in Russia and abroad show the main global trends in the transformation of private law. The platformization of economics leads to the tokenization and democratization of property relations. In this aspect, the aim of lawyers should be to create a comfortable legal environment for the implementation of projects aimed at democratizing property relations in Russia. The socialization of private law is aimed at achieving social justice and is manifested in the creation of mechanisms to protect the rights of the weak party and rules to protect private investors. Globalization requires the study of both Russian and foreign law.

To confirm their hypothesis, the authors conducted a detailed analysis of the legislation of Russia, Europe and the United States to identify the norms allowing to see the process of

socialization of law in the above field. The generalization of Russian and foreign experience showed that when searching for proper legal regulation, the states elect one of the policies. In some countries, direct regulation of ICOs and related emission relations are being created, in others, it is about the extension of the existing legislation to a new changing tokenization relationship. The European Union countries are seeking to develop common rules to create a regulatory environment to attract investors to the crypto industry and protect them. Asian countries are predominantly developing national legislation in isolation from one another, but most of them are following a unified course to encourage investment in crypto assets while introducing strict rules against fraud on financial markets.

The emphasis on the protection of the rights of investors or shareholders, token holders by setting a framework, including private law mechanisms, can be called common to all approaches. This is the aim of private law on the way to social justice.

References

1. Barkov, A.V. (2014) Problemy sotsializatsii chastnogo prava i zakonodatel'stva [Problems of socialization of private law and legislation]. In: Ivanov, V.I. & Kharitonova, Yu.S. (eds) *Kontseptsiya chastnogo i publichnogo prava Rossii: azbuka chastnogo prava* [Concept of private and public law of Russia: the alphabet of private law]. Moscow: YuNITI-DANA. pp. 91–115.
2. Belikova, K.M. (2012) Dogovornoe pravo stran BRIKS: opyt Braziii v svete novoy pa-radigmy postroeniya chastnopravovogo regulirovaniya [The contract law of the BRICS countries: the experience of Brazil in the light of the new paradigm of building private law regulation]. *Voprosy rossiyskogo mezhdunarodnogo prava*. 9–10. pp. 58–85.
3. Matveev, M.M. (2011) Issues of economic nature of socialization of market economy. *Ekonomika, predprinimatel'stvo i pravo – Journal of Economics, Entrepreneurship and Law*. 8. pp. 21–25. (In Russian).
4. Morozov, S.Yu. (ed.) (2019) *Pravovoe obespechenie sotsial'nogo predprinimatel'stva* [Legal support of social entrepreneurship]. Ulyanovsk: Ulyanovsk State University.
5. Chen Yan. (2018) Blockchain tokens and the potential democratization of entrepreneurship and innovation. *Business Horizons*. 64. pp. 567–575. DOI: 10.1016/j.bushor.2018.03.006
6. Hill, R.P. (2008) Disadvantaged consumers: an ethical approach to consumption by the poor. *Journal of Business Ethics*. 80.1. pp. 77–83. DOI: 10.1007/s10551-007-9443-z
7. The Government of the Russian Federation. (2016) *Ob utverzhdenii Strategii razvitiya malogo i srednego predprinimatel'stva v Rossiyskoy Federatsii na period do 2030 goda: rasporyazhenie Pravitel'stva RF ot 02.06.2016 № 1083-r*. [On the approval of the Strategy for the development of small and medium-sized businesses in the Russian Federation for the period up to 2030: Order No. 1083-r of the Government of the Russian Federation dated June 2, 2016]. [Online] Available from: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/71318202/>
8. Belleflamme, P., Lambert, T. & Schwienbacher, A. (2014) Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*. 29(5). pp. 585–609. DOI: 10.1016/j.jbusvent.2013.07.003
9. Belleflamme, P., Lambert, T. & Schwienbacher, A. (2013) Individual crowdfunding practices. *Venture Capital*. 15(4). pp. 313–333.
10. Benedetti, H. & Kostovetsky, L. (2018) *Digital tulips? Returns to investors in initial coin offerings*. [Online] Available from: https://www.researchgate.net/publication/332303853_Digital_Tulips_Returns_to_Investors_in_Initial_Coin_Offerings
11. Furnary, S.L. (2021) *Trough equity crowdfunding evolution and involution: initial coin offering and initial exchange offering*. [Online] Available from: https://www.researchgate.net/publication/348625931_Trough_Equity_Crowdfunding_Evolution_and_Involution_Initial_Coin_Offering_and_Initial_Exchange_Offering
12. Hacker, P. & Thomale, C. (2018) Crypto-securities regulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law. *European Company and Financial Law Review*. 15(4). pp. 645–696. DOI: 10.2139/ssrn.3075820

13. Wilson, K.E. & Testoni, M. (2014) Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets. *Bruegel Policy Contribution Issue*. January. DOI: 10.2139/ssrn.2502280

14. Rosner, M.T. & Kang, A. (2016) Understanding and Regulating Twenty-First Century Payment Systems: The Ripple Case Study. *Michigan Law Review*. 114. p. 649. [Online] Available from: <http://repository.law.umich.edu/mlr/vol114/iss4/4>

15. Americanbar.org. (n.d.) *Digital and Digitized Assets: Federal and State Jurisdictional Issues Prepared By: American Bar Association Derivatives and Futures Law Committee Innovative Digital Products and Processes Subcommittee*. [Online] Available from: https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/buslaw/committees/CL620000pub/digital_assets.pdf

16. Russian Federation. (2020) O tsifrovyykh finansovykh aktivakh, tsifrovoy valyute i o vnesenii izmeneniy v otdel'nye zakonodatel'nye akty Rossiyskoy Federatsii: federal'nyy zakon ot 31.07.2020 № 259-FZ [On digital financial assets, digital currency and on amendments to certain legislative acts of the Russian Federation: Federal Law No. 259-FZ dated July 31, 2020]. *Sobranie zakonodatel'stva RF – Legislative Bulletin of the Russian Federation*. 31(1). Art. 5018.

17. Wonglimpiyarat, J. (2009) The influence of capital market laws and initial public offering (IPO) process on venture capital. *European Journal of Operational Research*. 192(1). pp. 293–301. DOI: 10.1016/j.ejor.2007.09.007

18. Grohé, S. (2019) *What is a Security Token Offering (STO)?* 16th April. [Online] Available from: <https://paytechlaw.com/en/security-token-offering/>

19. Frank, M. (n.d.) *Regulators mount up – BaFin provides further guidance on ICOs*. [Online] Available from: <https://paytechlaw.com/en/regulators-mount-up-bafin-provides-further-guidance-on-icos-2/>