

# «А вы можете от меня инвестиции в крипте принять?»

Автор: Валерий Тутыхин

Адрес статьи: <http://vvtlaw.com/articles/a-vy-mozhete-ot-menya-investitsii-v-kriptе-prinyat/>



Как дать владельцам криптонакоплений удобный способ инвестировать в любые активы.

*Спойлер*

Люди с накоплениями в криптовалютах это **большой новый класс инвесторов**. Как принимать у них инвестиции? Что можно им предложить для юридически надежного закрепления прав? Рассказываю про технологию, как владельцы криптонакоплений, не желающие связываться с банковскими счетами, брокерами и депозитариями, тем не менее могут удобно вкладываться в *обычные* инвестиционные активы –

от обращающихся на фондовом рынке ценных бумаг до private equity и даже недвижимости.

Мысль на заметку тем, **кто привлекает деньги инвесторов**: в «крипте» хранятся миллиарды, и надо просто дать их владельцам технически удобное и юридически защищенное решение для инвестирования. Разумеется, не выталкивающее их опять в работу с «фиатными» институтами.

Вопрос, вынесенный в заголовок, слышали многие управляющие активами.

То, что в банках стало невозможно держать деньги и проводить платежи, в последние годы обсуждается чуть ли не в каждом втором деловом разговоре, где упоминаются банки. Стало привычным, что деньги на счете – не совсем ваша собственность: вы ими можете распоряжаться только с согласия банка. Причем право банка отказаться их переводить, а то и вовсе задержать на неопределенное время, является абсолютным, не ограниченным никакими объективными юридическими критериями. Достаточно сослаться на субъективное «подозрение», «риски» или «внутренние правила», и всё – деньги остаются у банка на столько, сколько ему будет нужно. Законность их происхождения и законность операции не являются защитным аргументом. Мы живем в странные времена, когда законодательно легализован рэкет со стороны финансовых организаций.

Неудивительно, что на фоне этого огромные частные состояния и даже корпоративные «копилки» переводятся в криптовалюты. Несмотря на сопутствующие технологические риски и определенные неудобства, по крайней мере там никто не покушается на право свободного распоряжения ценностями. А все потому, что при владении и перемещении учитываемых на блокчейне цифровых единиц можно обойтись без регулируемых финансовых посредников. Нет посредника – некому заблокировать.

Криптофинансовая сфера за последние годы развилась настолько, что превратилась в параллельную финансовую систему глобального масштаба. На мой взгляд, самая приятная из инноваций – в ней стало возможно убрать риск волатильности за счет использования стейблкоинов, то есть цифровых двойников обычной валюты. По ценности это те же доллары, евро или франки, но ими можно платить, не используя банки. Полная аналогия с

наличными расчетами, только тут вместо купюр – токены на блокчейне.

О том, почему этой сфере на удивление позволено так активно развиваться, я писал в другой статье – The Bank of the World. Какими бы ни были глобально-политические причины продвижения криптоэкономики по всему миру, важно то, что она растет, становится все более и более надежной и дружелюбной, и это не может не радовать.

Из всех аспектов этой темы я больше интересуюсь не инженерными решениями внутри криптосферы, а тем, как можно с ее помощью решать обычные деловые и финансовые задачи. Про одну такую актуальную задачу рассказываю здесь.

## **Появился новый класс инвесторов**

Вынужденная зависимость от банковских прихотей устраивает активных инвесторов все меньше и меньше; поэтому появилось множество людей, переводящих свои инвестиционные значки в криптовалюты. Однако, «бегство в крипту» очень ограничивает дальнейшие инвестиционные возможности. Например, непонятно, как можно после этого продолжать покупать обычные ценные бумаги и другие инвестиционные активы, давать денежные займы, и так далее.

Инвестиционных возможностей внутри самой криптосферы становится каждый день все больше (пару лет назад появились даже синтетические «двойники» популярных акций), но все равно ограничивать личную инвестиционную активность только ценностями, учитываемыми на блокчейнах, это как обречь себя на скудную диету. Что, как известно, хорошо для здоровья, но не приносит никакого позитива и удовольствия, что в свою очередь очень плохо для здоровья.

Есть ли способ инвестировать криптовалютой в активы обычного мира, не связываясь с финансовыми посредниками, которые могут наложить лапу на ваши средства?

Есть. Правда, не так уж совсем напрямую. Нужно будет (по инициативе того, кто организует привлечение инвестиций):

оформить инвестируемые активы на промежуточную компанию;

выпустить от этой компании на 100% привязанные к ее активам ценные бумаги;

организовать параллельный учет прав на них в виде токенов на блокчейне;

принимать за эти токены криптовалюту.

Юридически это будет обычным выпуском ценных бумаг – с проспектом, ISIN, CFI, и всё такое. Только владельцы смогут управлять своими бумагами через токены – учитываемые на блокчейне цифровые единицы.

В большинстве юрисдикций, где традиционно организуются международные эмиссии, это не противоречит законодательству. В некоторых странах даже приняли специальные нормы, напрямую позволяющие вести реестр ценных бумаг на блокчейне – например, в Швейцарии такой закон действует с февраля 2021 года.

Но и без специальных законов, легализующих блокчейн-реестры, эмитент может вести список владельцев своих ценных бумаг в любом виде, если при этом соблюдает предписанные законом формальности. Никто не обязывает передавать реестр ценных бумаг регистратору или в депозитарий: эмитент вправе взаимодействовать с держателями своих бумаг напрямую и вести реестр самостоятельно.

Вся описываемая тут инновация сводится к тому, что выпуск ценных бумаг не передается на обслуживание в депозитарий и клиринговые системы (чтобы избежать необходимости иметь дело с банками и брокерами), а организуется эмитентом самостоятельно. При этом реестр владельцев ценных бумаг привязывается к данным блокчейна. На котором токены выполняют роль сертификатов ценных бумаг. Такие ценные бумаги легко продавать за крипту – чтобы довести средства инвесторов до цифрового кошелька эмитента без участия банков, брокеров или иных финансовых посредников.

Почетная функция вывода в «фиат» полученных за такие ценные бумаги криптовалют и покупки необходимых активов возлагается на эмитента

ценных бумаг. Но это не страшно. Почему – поясню дальше.

Да, если что, это не я всё придумал. Инвестиционные инструменты в статусе ценных бумаг выпускаются на разных блокчейнах на миллиарды долларов в год. Концепции как таковой – больше пяти лет. Просто у нас в John Tiner & Partners давно работает сервис по выпуску самых разных ценных бумаг (в том числе и таких), поэтому я и занимаюсь ликбезом. А то еще подумаете, что я тут описываю какую-то непроверенную идею.

Чуть подробнее.

## На кого оформляется объект инвестиций?

В роли «мостика» между крипто-накоплениями и объектами инвестиций выступает компания, которая под обеспечение этих объектов выпускает производные ценные бумаги. Это, кстати, не дорого и не сложно. Для тех, кто профессионально работает на инвестиционном рынке, речь идет об обыкновенной *SPV*. Можете назвать это *секьюритизацией*, будете правы.

Актив, оформляемый на компанию-эмитента при такой секьюритизации, может быть любым. Управляемый или статичный портфель ценных бумаг, пакет акций еще не вышедшей на биржу корпорации (*pre-IPO equity*), любая другая частная инвестиция, даже девелоперский проект или готовый объект недвижимости. Подо всё, на что можно выпустить обычные ценные бумаги, можно выпустить ценные бумаги на блокчейне.

Ценные бумаги (*asset-backed securities, certificates* и пр.) выпускаются **под полное обеспечение** оформляемого на компанию объекта инвестиций. Бумаги получаются как бы «зеркальные» – их экономическая ценность равна ценности базового актива. Это обычная практика на инвестиционном рынке. Только в нашем случае ценные бумаги выпускаются так, чтобы их было удобно купить за криптовалюту, а также учитывать не через брокера, а напрямую у эмитента в реестре. Который, ради дополнительной надежности, ведется с применением блокчейна.

Эмитентом ценных бумаг (*SPV*) может быть обычная офшорная или не очень офшорная компания. При желании можно использовать компанию с «защищенными ячейками» (*segregated portfolio company / protected cell*

*company*), чтобы на одного эмитента оформлять множество выпусков, не перемешивая обеспечивающие их активы.

## Что получает на руки инвестор?

Юридически, инвестор покупает ценные бумаги. Фактически же он может управлять ими в виде токенов через свой криптовалютный кошелек.

Параллельно, и это очень важно, инвестор учитывается в реестре владельцев ценных бумаг, который по закону обязан вести эмитент. Это обеспечивает права инвестора в юридической плоскости.

Создание и поддержание такого централизованного реестра – юридическая обязанность эмитента, поэтому хорошей практикой при выпуске бумаг-токенов является его ведение по всем правилам закона.

Реестр держателей бумаг и данные на блокчейне взаимосвязаны через программное обеспечение. Число ценных бумаг у владельца, учтенное в реестре, обновляется автоматически из данных блокчейна.

Когда нужно, владелец может получить от эмитента на руки обычную бумажную выписку, в которой будет указано число принадлежащих ему бумаг. Все, как при работе с обычными бумагами.

Технологически никто не мешает выпустить и полностью анонимные токены, но по практике **сами инвесторы обычно хотят**, чтобы существовала дополнительная степень защиты на случай, если они утратят доступ к криптокошельку, либо произойдет несанкционированный доступ. А для восстановления прав никак не обойтись без реестра с идентификацией. К слову, обязанность восстановить утраченные ценные бумаги при потере их сертификата возлагается на эмитента законами большинства стран, где существуют сертифицированные ценные бумаги. В нашем случае сертификатом ценной бумаги является токен, но юридические гарантии для владельцев бумаг от этого не меняются.

С точки зрения *privacy*, в наличии такого реестра нет ничего страшного. Не путайте идентификацию собственников для целей реестра владельцев ценных бумаг, который ведется самим эмитентом (по сути, вашей же

офшорной компанией), и ругательное слово из трех букв «KYC».

Это разные вещи, потому что обязанность эмитента идентифицировать владельцев выпущенных им ценных бумаг происходит не из регуляторного, а из корпоративного права. Если это акции, то ведется *register of shareholders*, если другие бумаги – *register of debenture holders*. Смысл этой нормы – не контроль, а наоборот, защита прав инвесторов.

А вот порядком всех доставшие правила KYC, которыми так любят злоупотреблять банки, **на эмитентов как таковых не распространяются**. По закону эти правила обязательны для финансовых *посредников*, но эмитент к ним не относится: он выпускает бумаги, а не совершает операции с чужими средствами за вознаграждение. Поэтому особо умничать за пределами обычной идентификации эмитент не должен. Хотите – запишите в реестр владельцев ценных бумаг офшорную компанию, тогда она будет юридическим хозяином ценных бумаг. Разве что в некоторых случаях имеет смысл дополнительно документировать проверку на санкции (смотря в какой стране создана компания-эмитент), но ничего более глубокого, как правило, делать не надо.

В мире обычных ценных бумаг для того, чтобы их перевести со счета одного владельца на счет другого, нужно дать соответствующее поручение в реестр или депозитарий. Хотя на блокчейнах стандартом является движение активов без посредника (*peer-to-peer / permissionless*), поскольку мы здесь залезаем в сферу законодательства о ценных бумагах, этими принципами приходится поступаться. Внутренние движения по реестру могут происходить без ограничений (эмитент просто будет автоматически уведомлен о том, что изменился баланс на соответствующих блокчейн-адресах), но вот введение новых инвесторов будет происходить лишь после того, как эмитент внесет их данные в свой реестр и откроет им лицевой счет.

По нашей практике, инвесторы против этого не возражают. Они получают самое главное из того, что хотели – возможность прямого инвестирования криптоактивов в объекты «фиатного» мира с абсолютным минимумом контроля, при этом на законной основе. Остальное – издержки того, что это делается без нарушения закона и с гарантией их же прав.

В криптосфере полным-полно проектов по «токенизации» активов. Особенно много их развелось в период ICO-бума 2017-2018 годов. Однако, я не видел ни

одного, который по всем нормам закона **гарантировал бы права инвесторов** на «токенизируемые» активы, но при этом предполагал бы выпуск **анонимных и бесконтрольно обращающихся** токенов. Несовместимые вещи.

## **А почему просто не выпустить токены? Зачем статус ценных бумаг?**

Для защиты и юридических гарантий инвесторам. Речь идет не о розничных покупателях акций и облигаций. Я (традиционно) говорю о клиентуре с инвестиционными чеками на сотни тысяч и миллионы долларов. Наша основная клиентура по таким выпускам – семейные офисы UHNWI-клиентов и работающие с ними инвестиционные посредники.

Таким инвесторам нужны правовые гарантии, открытые стандартные условия инвестирования, возможность обратиться в суд за защитой прав, и так далее. Им не нужна анонимность, им достаточно *privacy* – уважения права на конфиденциальность своих финансовых операций. Более того, анонимность при использовании непривычных инновационных технологий для них опасна. Потерял доступ к электронному кошельку – и прощай активы что-ли? Опытные в криптосфере люди только посмеются над такой постановкой вопроса («а как вы хотели? нет ключей – нет монет»), но традиционные инвесторы, который пришли в криптосферу за защитой от банковского беспредела, а не за адреналином инноваций, будут настаивать на решениях с максимальной защитой.

## **А почему просто не выпустить ценные бумаги и не продать их за криптовалюту? Зачем создавать токены?**

Ограничиться простым выпуском ценных бумаг и распродать его за крипту тоже можно. Но это решит только половину проблемы, и будет гораздо хуже защищать собственность инвесторов.

Дать инвесторам в руки токены, чей учет ведется на блокчейне **параллельно с эмиссионным реестром**, все же лучше. Вот почему:



На блокчейне через простейший смарт-контракт можно реализовать гарантированные расчеты «поставка против платежа» [DvP]. Без блокчейна же криптоинвестор, чтобы получить доступ к таким защищенным расчетам, должен будет использовать клиринговые системы, доступные только через брокеров.

На блокчейне *внутренние* движения токенов (=ценных бумаг) идут без посредников, напрямую. Ни у кого при этом нет возможности подвергать сомнению экономическую целесообразность передачи ценных бумаг. (Брокеры подтвердят, как трудно, например, стало переводить ценные бумаги в режиме *FoP* – поставка без платежа. Вечно их тормозят, ссылаясь на какие-то непонятные риски).

При использовании децентрализованного блокчейна защита ценных бумаг от хищения на порядок выше, чем когда эмитент (обычная компания) просто ведет электронный реестр собственников. С блокчейном вносить в реестр недобросовестные записи практически невозможно.

## Как это реализуется технологически?

Боящиеся взрыва мозга, промотайте статью до следующего раздела. Для остальных поясню инженерную сторону.

На блокчейнах токены-ценные бумаги можно выпускать тремя способами.

**Первый** – создать их на базовом уровне блокчейна (*L1; layer one*) в виде токенов не традиционного дженерикового стандарта *ERC20* (здесь и далее – стандарты *Ethereum*, так как именно он и основанные на нем блокчейны больше всего подходят для выпуска токенов-ценных бумаг), а такого, который позволяет ставить их движение в зависимость от стороннего «контролера». Варианты – *ERC1400*, *ERC1410*, *ERC1594*, *ERC1644*, *ERC1643*.

В нашем случае таким контролером является организатор выпуска – эмитент, который ведет реестр инвесторов и поэтому должен учитывать все движения бумаг. Также эмитент законом наделяется правом восстановления утраченных ценных бумаг; на блокчейне это реализуется через принудительное «сжигание» токена на одном адресе с одновременным восстановлением соответствующего баланса на другом.

При этом максимум управляющего функционала выносится в off-chain программное обеспечение, через которое эмитент контролирует движение токенов.

Минусы этого варианта – прозрачность (все операции на основных блокчейнах открыты, хотя владельцы блокчейн-адресов публично не известны), а также большой объем программного функционала, требуемого за пределами блокчейна.

**Второй способ** – использование более продвинутого, чем современный *Ethereum*, блокчейна, на котором основной функционал, необходимый для управления токенами-ценными бумагами, уже реализован на базовом уровне (L1). Пример – *Algorand* или давно ожидаемый, но пока не развернутый (пишу в августе 2021) специальный блокчейн для выпуска ценных бумаг *Polymesh* от *Polymath*. Это не исключает необходимости дополнительного программного обеспечения для управления процессом, но сильно снимает с него ответственную нагрузку.

**Третий** – выпуск токенов на базе протоколов второго уровня (L2) на блокчейнах типа того же *Ethereum*. Пример – современный *Polymath*. В принципе, то же, что и вариант 1, но обеспечивается конфиденциальность движения токенов по реестру – особенно если этот L2 снабжен анонимизирующей функцией на основе *zk-SNARK*, *zk-STARK* или чего-то похожего.

Есть, конечно, вариант номер **четыре** – форкнуть для собственного использования понравившийся блокчейн (это не сложно: они почти все с открытым кодом). Шутка шуткой, но по аналогии с банковским миром каждый блокчейн это полноценный банк (адреса для учета криптовалюты = счета в банке), а каждый L2 протокол – маленький банк, который держит корсчет в большом банке. Причем банк это не простой, а офшорный с регулированием стандарта года эдак 1997го: открывай счета кому хочешь, мути внутри любые

расчеты, и так далее. Так что не исключаю, что кто-то захочет создать себе в криптосфере ресурс с таким функционалом. (Будете думать на эту тему – черкните мне на мейл, обменяемся идеями).

Важный фактор при выборе блокчейна – поддержка им разных криптовалют. Чтобы облегчить получение криптовалюты от пользователей в обмен на выпускаемые ценные бумаги при начальном размещении, а также облегчить торговлю этими токенами после этого, имеет смысл выбрать блокчейн, на котором помимо его нативного токена будут поддерживаться основные криптовалюты и, что самое главное, стейблкоины. Как пример, на уже упоминавшемся Алгоранде с прошлого года «живут» самые популярные стейблы – *USDT* и *USDC*. Разумеется, они есть и на *Ethereum*. Прямая аналогия с миром обычных финансов – выбирать такой банк, в котором можно открывать счета в разных валютах, а не только в родной валюте его страны.

Что еще важно при выборе технологической основы? Мы перебрали почти все существующие на рынке программные решения для выпуска токенов-ценных бумаг (включая еще не запущенные, но активно «допиливаемые» девелоперами) и поняли, что некоторые их разработчики пошли слишком далеко в попытке контролировать своих пользователей прямо-таки с банковской жесткостью. Поэтому при выборе технического решения нужно остановить свой выбор на таком блокчейне или протоколе, операторы которого потом внезапно не заставят всех пользователей пройти обязательную идентификацию именно у них. Решать задачу идентификации инвесторов для целей ведения реестра нужно всегда самостоятельно, а не руками операторов протокола.

Конец технической части.

## Как эмитент превратит криптовалюту в деньги?

На практике это не сложно. Компания-эмитент открывает себе счет на регулируемой криптобирже, либо напрямую у эмитента используемого стейблкоина (допустим, *USDC*) и совершает конверсионные операции там. Прямой обмен с владельцами фиата тоже не исключается, но все же удобнее через регулируемые институты.

Эмитенту придется, разумеется, идентифицировать перед обменным

сервисом или стейблкойн-компанией своих бенефициаров, но это именно бенефициары эмитента. Очень часто у компании-эмитента даже не бенефициары в нормальном смысле, а целевой траст для обслуживания эмиссии; и это как раз норма на финансовых рынках. Придется рассказать, что компания официально выпускает ценные бумаги и дать подтверждающие документы. То есть один финансовый посредник в этой схеме все же будет присутствовать (криптообменный сервис), но по практике он меньше всего мотивирован делать жизнь клиентов тяжелой. Криптосфера есть криптосфера.

## Резюме

В мире стремительно растет число частных инвесторов, хранящих свои накопления в криптовалюте. Они желают пореже связываться с банковской системой, где банки решают, что клиент может, а что не может делать со своими деньгами. Поэтому не держат больших денежных остатков на банковских и брокерских счетах. В то же время, они не хотят ограничивать свое инвестиционное меню исключительно продуктами, существующими на блокчейне.

Таким крипто-инвесторам можно предложить удобные инструменты, позволяющие им оставаться в крипто-сфере, но при этом свободно инвестировать в «фиатные» активы.

«Оберните» продаваемые объекты инвестирования в ценные бумаги, выпущенные в виде токенов на блокчейне. Сохранив при этом все юридические атрибуты ценных бумаг, которые дадут инвесторам привычные юридические гарантии.

## **Сравниваем обычный выпуск ценных бумаг и выпуск ценных бумаг с параллельным блокчейн-учетом**

<p><b>Обычный выпуск ценных бумаг</b></p>	<p><b>Выпуск ценных бумаг с параллельным блокчейн-учетом</b></p>
<p><b>Схема покупки ценной бумаги инвестором:</b> инвестор открывает брокерский счет, переводит туда банковским переводом деньги, брокер по его поручению покупает бумагу, потом учитывает ее для инвестора по выписке</p>	<p>Инвестор переводит криптовалюту со своего кошелька на кошелек эмитента ценной бумаги и напрямую вносится в реестр владельцев ценных бумаг, а также получает блокчейн-токены по числу купленных бумаг</p>
<p><b>Схема депозитарного учета:</b> инвестор → брокер → клиринговая система или их цепочка (например, НРД → Евроклир) → депозитарий, который ведет реестр владельцев ценных бумаг</p>	<p>Инвестор → реестр напрямую + инвестор получает токены в распределенной сети блокчейн</p>
<p><b>Возможность продать бумаги «в рынок»</b> – если бумаги ликвидны, то можно продать через брокера</p>	<p>Только по частной, прямой сделке. Бумаги, учитываемые на блокчейне, нельзя продать заранее неизвестному покупателю (кроме случаев, когда такие бумаги-токены заведены на криптобиржу)</p>
<p><b>Возможность биржевого листинга</b> – в принципе возможен (при соответствии правилам биржи)</p>	<p>Как правило, нет. Существуют отдельные ценные</p>

	<p>бумаги на блокчейне, у которых есть листинг на децентрализованных криптобиржах, но глобально эта опция находится еще в экспериментальной стадии.</p>
<p><b>Возможность заморозить ценные бумаги или инвестируемые в них средства:</b> подстерегает на многих уровнях – банк, брокер и т.д.</p>	<p>Инвестор взаимодействует напрямую с эмитентом без посредников, а сам эмитент не наделен по закону правом на «заморозку» выпущенных им бумаг (кроме случаев наследования и пр.)</p>
<p><b>Какую информацию должен о себе раскрыть инвестор?</b> – При открытии счета у брокера – полный КУС, включая происхождение средств, контроль статуса политического лица (PEP), статус CRS (налоги), статус FATCA, а также определение бенефициара владельца счета (если юрлицо). Также периодическое обновление информации, в зависимости от «профиля риска».</p>	<p>Только установочные данные инвестора (если юридическое лицо – название, страна регистрации, адрес, кто вправе распоряжаться). Это нужно для исполнения нормы корпоративного права о том, что «компания должна вести реестр владельцев выпущенных ею ценных бумаг».</p>

<p><b>Обязанность обоснования сделок по распоряжению ценными бумагами</b> – как правило, да (кроме прямой продажи за деньги – <i>DvP</i>). Переводы ценных бумаг без оплаты (<i>FoP</i>) часто считаются по определению подозрительными.</p>	<p>Не нужно. Движение по реестру – автоматическое (если приобретатель имеет лицевой счет в реестре у эмитента).</p>
<p><b>Стоимость обслуживания выпуска:</b> расходы на депозитарий, платежного агента выпуска, клиринговые системы и брокерские комиссии (брокераж + кастоди-обслуживание) + административные расходы эмитента. Расходы перекладываются на инвесторов.</p>	<p>Стоимость использования технологического решения + административные расходы эмитента.</p>
<p><b>Юридическая защищенность от хищения:</b> в случае хищения с брокерского счета, необходимо подавать иск к новому приобретателю (приобретателям) ценных бумаг. Если бумаги уже перемешаны, взыскание может оказаться невозможным.</p>	<p>Поскольку эмитент, самостоятельно ведущий реестр, обязан восстанавливать неправомерно выведенные ценные бумаги, он восстановит собственность. Перемешивание невозможно, так как все операции отражаются на «нестираемом» блокчейне.</p>

<p><b>Получение дохода по ценным бумагам:</b> эмитент перечисляет сумму платежному агенту, тот – клиринговой сети, та – ее участникам (брокерам). Брокер выплачивает ее на счет инвестора, иногда удерживая налог.</p>	<p>В криптовалютных денежных эквивалентах – стейблкоинах (USDT, USDC,...) с кошелька эмитента напрямую на кошелек инвестора.</p>
<p><b>Надежность права собственности:</b> о том, что инвестор является собственником ценной бумаги, информация есть только у брокера. Остальные по цепочке учета «видят» только брокера как владельца. Поэтому если брокер пропал или как-то утратил информацию, собственник должен обращаться в суд и представлять доказательства.</p>	<p>Информация о том, что инвестор является собственником ценной бумаги, содержится в прямом реестре собственников, который ведет эмитент, а также параллельно – криптокошелек, на котором инвестор учитывает токены, программно увязан с идентификационными данными инвестора. Двойная защита собственности.</p>
<p><b>Можно ли получить бумажную выписку о собственности?</b> – Да. У брокера.</p>	<p>Да. У эмитента.</p>

## FAQ: коллекция часто задаваемых вопросов

**– Можно создать решения с повышенной *privacy*, на грани анонимности?**

– Технологически, да. Юридически – сложно, но можно. Однако в этом



сценарии каждый инвестор должен будет понимать, что он несет повышенный риск утраты доступа к своим активам. Это как с акциями на предъявителя: потерял предъявительский сертификат – восстановить права на акции очень сложно. Такие ценные бумаги фактически будут аналогичны по защищенности обычным крипто-токенам: потерял ключи от кошелька – потерял токены.

**– Можно ли в крипто-токены упаковать инвестиционные портфели, где инвестору дается возможность в любое время (или интервально) вынимать средства и дополнительно вносить средства?**

– Да. И технологически, и юридически это возможно.

**– Можно ли предусмотреть право инвесторов конвертировать свои токены (сертификаты ценных бумаг в виде токенов) в ценные бумаги, права на которые учитываются только в реестре без блокчейна?**

– Можно. Такая возможность может быть предусмотрена в условиях выпуска.

**– Можно ли сделать такой выпуск бумаг, где только та часть, которую намереваемся продать за криптовалюту, будет представлена в виде токенов и учитываться с помощью блокчейна, а остальная будет обращаться традиционным образом?**

– Да.

**– А российские ценные бумаги на блокчейн не переводятся?**

– Внутри российской юрисдикции никто этого не делает, да и зачем это вам? На уровне иностранного холдинга (Кипр, Швейцария, BVI,...) – да, пожалуйста.

**– Сколько обычно стоит такой сервис?**

– Совершенно точно – дешевле обычного выпуска ценных бумаг, в котором нанимается специальный платежный агент, и ценные бумаги заводятся в клиринговые системы вроде *Euroclear* и *Clearstream*. Из нетрадиционных затрат могут только добавиться издержки при выводе крипто в фиат.

**– Можно ли такие выпуски делать для розничных инвесторов?**

– Да, можно. Правила выпуска и предложения в принципе такие же, как и у

обычных ценных бумаг. Почитайте неплохой материал «Как можно в Европе выпустить ценные бумаги для розничных инвесторов».

**- Можно ли публично предлагать такие выпуски ценных бумаг?**

- Зависит от страны. Или да, или нет – ровно по таким же правилам, что и обычные выпуски. В Евросоюзе по общему правилу можно публично предлагать выпуски бумаг объемом в пределах 1 млн. евро за выпуск, а в рамках отдельных стран – до 8 млн. евро в зависимости от страны. В Швейцарии можно публично предлагать эмиссии объемом до 8 млн франков (~10 млн. долларов). Выпуски только для квалифицированных инвесторов можно, как правило, предлагать без ограничения объема. В России иностранные бумаги для публичного предложения неквалифицированным инвесторам сначала должны пройти листинг на одной из российских бирж.

**- Кто гарантирует, что купленные на мои инвестиции активы всегда будут закреплены за компанией-эмитентом ценных бумаг?**

- Базовый актив обычно привязывается к компании-эмитенту *плавающим или фиксированным залогом*. Для контроля этого обеспечения мы обычно привлекаем к обслуживанию выпуска лицензированную трастовую компанию с первоклассным страхованием ответственности; могут быть и другие решения. Если же выпуск делается под одного инвестора (такое часто бывает), то сам инвестор вполне может взять эмитента под свой фактический контроль, и тогда вопрос снимается на 100%.

**- Ваш прогноз: число крипто-инвесторов будет увеличиваться?**

- Однозначно, и почти в геометрической прогрессии. Мы сами не являемся инвестиционными посредниками, но управляющие активами, с которыми мы работаем, говорят, что за последний год чуть ли не половина их клиентов задавала вопрос про возможность инвестирования в крипте. Сектор частных финансов, который 20 лет назад комфортно обслуживался швейцарской индустрией *private banking*, интенсивно перетекает в «крипту» за теми же стандартами конфиденциальности и удобства.

**- Возможен ли листинг таких токенов-ценных бумаг на каких-либо биржах, чтобы обеспечить их вторичную ликвидность?**

- В принципе, да. Скорее всего, наиболее простым вариантом будут

децентрализованные биржи и другие менее регулируемые маркетплейсы. В любом случае нужно будет координировать с биржей заложенные в токен параметры. Также по поводу листинга: если вы намерены через листинг дать возможность любому лицу приобрести токен (ценную бумагу), оцените риски того, что его может купить нежелательный инвестор (например, резидент США, что может повлечь определенные регуляторные проблемы).

### **- Я слышал термин STO (Security Token Offering). Это оно?**

- Есть такой термин. Я его не очень люблю, так как он делает упор на предложение именно *токенов*, а не *ценных бумаг*. В той технологии, о которой я рассказал, выпускаются именно ценные бумаги – по всем юридическим правилам о выпуске ценных бумаг. Просто их учет параллельно обычному реестру у эмитента ведется в виде токенов на блокчейне. Термин же STO появился как уточняющий термин для тех ICO (*Initial Coin Offering*), где выпускаемая «монета» по своим характеристикам могла быть приравнена к ценным бумагам. Я бы рекомендовал воздержаться от отнесения описываемых мною выпусков к STO, так как, строго говоря, мы выпускаем не токены. А **ценные бумаги, сертификаты которых представлены в виде токенов**. Юридически это «две большие разницы».

29 августа 2021 г.

**Валерий Тутыхин**

Авторский материал с сайта vvtlaw.com

Написать сообщение автору можно по адресу vt@tiner.ch