

Правовые аспекты и регулирование ICO

16 октября 2017 года

Buzko & Partners

www.buzko.legal

Краткие выводы

✓ ICO – это новый способ привлечения финансирования

- В качестве средства финансирования используется криптовалюта.
- Инвесторы не владеют компанией, как в классических инвестиционных сделках, но имеют права в отношении протоколов (для протокольных токенов, [слайд 12](#)), права на товары или права на получение услуг, в том числе которые будут произведены в будущем ([слайд 9](#)) или права, аналогичные правам акционеров/кредиторов ([слайд 10-11](#)).

✓ Каждый токен уникален

- Выделяют токены - товары, токены - ценные бумаги, протокольные токены и криптовалюты ([слайд 8](#)).
- Протокольные токены и криптовалюты обладают инновационным потенциалом. В их основе лежит технология блокчейн. Для других же токенов блокчейн выполняет вспомогательную роль более эффективного реестра.

✓ Регулирование ICO зависит от природы выпускаемых токенов

- Пока что ни в одной стране мира нет специального регулирования ICO. Только в июле 2017 г. появились первые разъяснения регуляторов.
- Будущее регулирование ICO должно учитывать природу токена. В России для начала необходимо исключить принципиальные препятствия и ввести краудфандинг в правовое поле ([слайд 19](#)).
- Регулирование криптовалют является вопросом экономической политики. Государства, которые не стали запрещать оборот криптовалют, заняли выжидательную позицию ([слайд 20](#)).

✓ Для проведения ICO с юридической стороны необходимо определить природу токена, выбрать юрисдикцию, зарегистрировать компанию и подготовить документацию

- В качестве юрисдикции, как правило, выбирается страна с выгодным налогообложением и отсутствием принципиальных запретов ([слайд 23](#)).
- Готовятся договор купли-продажи токенов, правила пользования (Terms & Conditions) и юридическое заключение (Legal Opinion) ([слайд 24](#)).

✓ Количество ICO проектов будет расти, потому что сохраняется спрос

- Спрос на инвестиции в ICO может быть обусловлен желанием держателей существенных накоплений в криптовалюте диверсифицировать свои активы ([слайд 26](#)).

Содержание

Краткие выводы.....	2
Природа токенов и ICO.....	5-14
Регулирование.....	15-20
ICO сегодня: этапы, юрисдикции и документация.....	21-24
ICO глазами инвестора.....	25-28
Приложения.....	29

Disclaimer / Ограничение ответственности

Настоящая презентация (далее – «Презентация») подготовлена сотрудниками Адвокатского бюро Vuzko & Partners, под которым понимается учрежденное в Российской Федерации Адвокатское бюро Санкт-Петербурга «Бузько и партнеры» (далее – «Бюро» или «мы»), исключительно в качестве общего руководства по интересующим вопросам и не является юридической консультацией (помощью). Вам не следует предпринимать действия, основываясь на представленной здесь информации, без получения профессиональной консультации юриста или адвоката. Мы никоим образом не утверждаем и не гарантируем (явно или в контексте) точность, полноту и/или исчерпывающий характер информации, содержащейся в этой Презентации. Презентация должна сопровождаться устными пояснениями и является неполной в их отсутствии.

Бюро, его сотрудники и/или адвокаты не несут ответственности, вне зависимости от ее оснований, за содержание Презентации и любые последствия, прямо или косвенно связанные с использованием Презентации.

Мы сохраняем за собой право в любое время вносить в содержание Презентации изменения и дополнения, а также в любое время заменить Презентацию и предоставить заинтересованным сторонам дополнительную информацию в отношении информации, указанной в Презентации. Вместе с тем мы не принимаем на себя обязательств по обновлению или корректировке информации, содержащейся в Презентации, а также по предоставлению любой дополнительной информации.

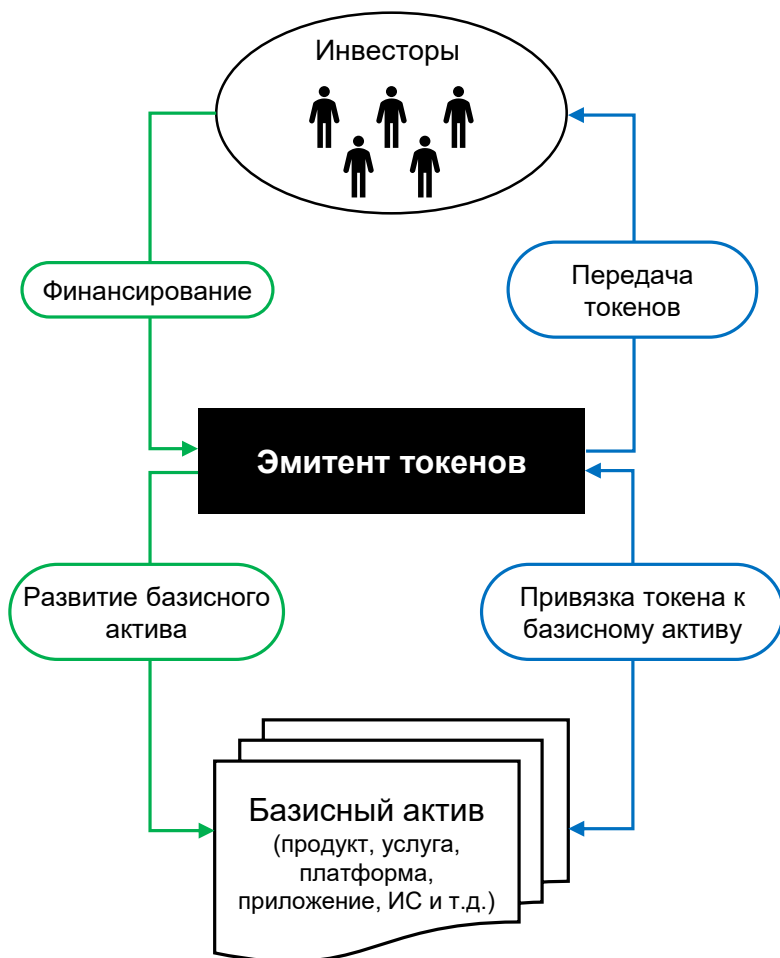
Информация, представленная в настоящей Презентации, актуальна по состоянию на сентябрь 2017 года и может измениться в результате поправок в законодательство или изменений в правоприменительной практике.

Презентация является охраняемым объектом авторского права. Любые действия, в том числе перепечатка, рассылка, копирование, переработка и иная передача допускается лишь при получении предварительного согласия Бюро.

ПРИРОДА ТОКЕНОВ И ICO

Упрощенная схема ICO (Initial Coin Offering) мало чем отличается от традиционных финансовых сделок, но имеет свои особенности

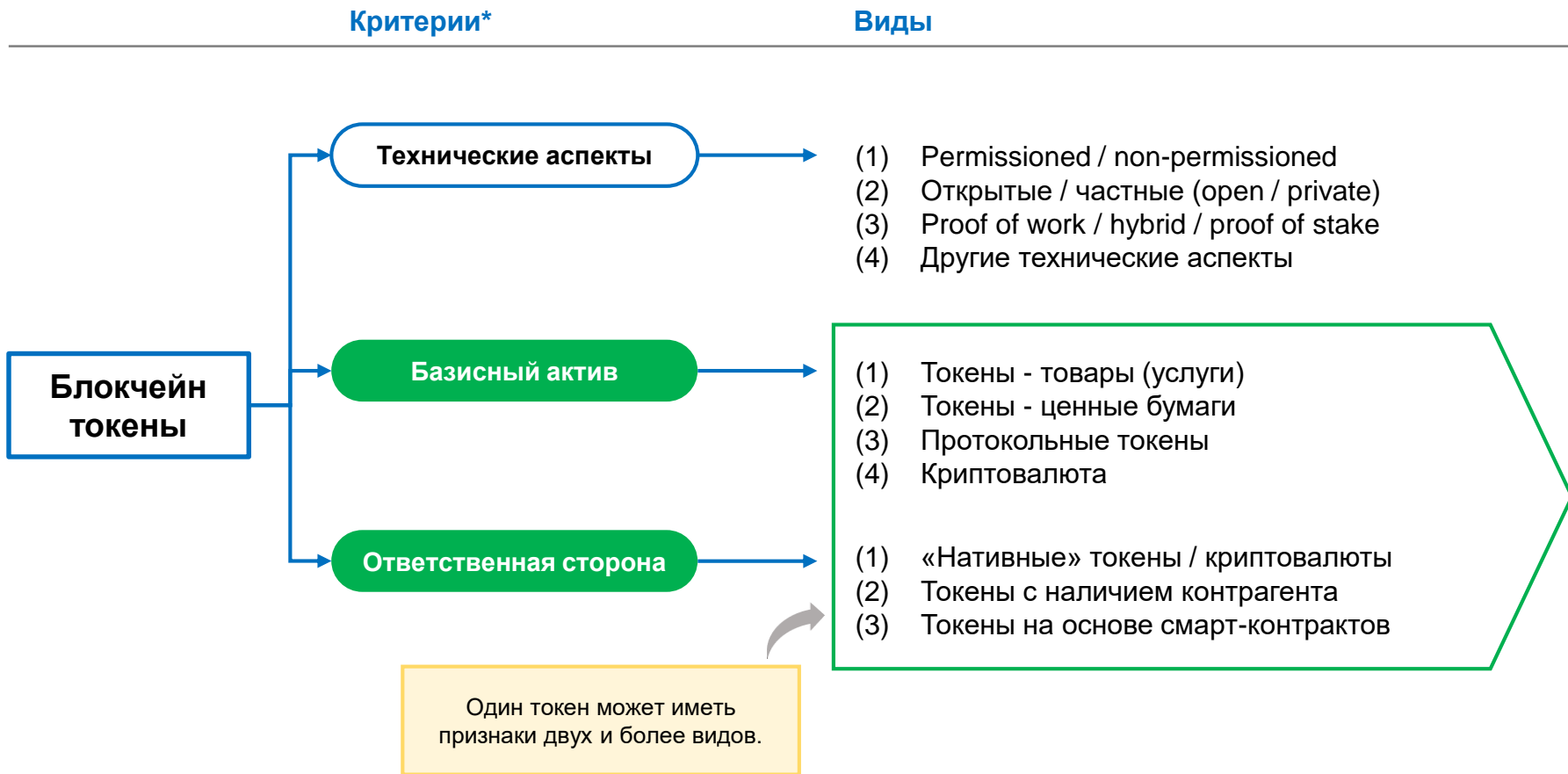
Привлечение средств на ICO – схематично



Особенности

- В качестве финансирования, как правило, используется криптовалюта -> волатильность, сложность оценки.
- оборот токенов не урегулирован -> риски манипуляции рынком, инсайдерской торговли.
- Нет единого понимания, что такое «токен».
 - Ценная бумага, имущество, имущественное право, лицензия, «цифровое имущество», новый вид актива?
 - Установление природы токена, как минимум, влияет на права инвесторов, обязательства эмитентов и налоговые последствия.
- Права инвестора ICO и обыкновенного инвестора – в чем отличия? От чего это зависит?
- Отличается ли финансирование в криптовалюте от традиционного?
 - Как учитывать криптовалюту на балансе компании? Как уплачивать налоги с операций с криптовалютой?
 - Как конвертировать криптовалюту в фиатную валюту?
 - Сохранится ли спрос на ICO проекты, если будет ограничен оборот криптовалюты?
- Какие юрисдикции подходят для проведения ICO?
 - Запреты, налоги, банки.
 - Экстерриториальное применение законодательства США.

Любой анализ необходимо начинаться с определения природы токена. Существует несколько классификаций токенов




Для целей юридического анализа интерес представляют классификации по критериям (1) базисного актива и (2) наличию ответственной стороны.

* Перечень не исчерпывающий

По критерию «базисного актива» можно выделить 4 вида токенов: (1) токены - товары; (2) токены - ценные бумаги; (3) протокольные токены; и (4) криптовалюта

КРИТЕРИЙ – БАЗИСНЫЙ АКТИВ

	Токены - товары (услуги)	Токены - ценные бумаги	Протокольные токены	Криптовалюта
Описание	Токен фиксирует право требования к эмитенту на получение товара (услуги). В данную категорию могут также входить токены - скидки и токены - права на объекты ИС.	Токен имеет признаки финансового инструмента или ценной бумаги (debt, equity).	Токен предоставляет право на использование платформы или приложения на базе технологий распределенных сетей.	Токен не предоставляет каких-либо прав, но имеет экономические признаки денежных средств.
Правовая природа	Товар, услуга, право на использование ПО (лицензия).	Ценная бумага, долговой инструмент или комплекс прав.	Право использовать платформу или приложение на блокчейне.	Иное имущество. Не является денежными средствами, пока государства прямо не признают это.
Роль технологии блокчейн	<div style="border: 1px solid orange; padding: 5px;"> <p><u>Вспомогательная</u>: блокчейн выполняет роль более эффективного реестра для учета прав, увеличивает ликвидность, упрощает оборот.</p> </div>		<div style="border: 1px solid green; padding: 5px;"> <p><u>Принципиальная</u>: блокчейн лежит в основе самой технологии / приложения.</p> </div>	
Примеры	 - DigixDAO (\$194,9 млн.)  - Primalbase (\$6,6 млн.)  - ZrCoin (\$5,5 млн.)	 - The DAO (ETH 11,5 млн.)  - Polybius (\$24,5 млн.)  - Starta (\$2,5 млн.)	 - Ethereum (\$34,2 млрд.)  - Filecoin (raised \$200 млн.)  - SONM (\$28,5 млн.)	 - Bitcoin (\$73,5 млрд.)  - Litecoin (\$3,2 млрд.)  - Monero (\$2,0 млрд.)

Нажмите, что перейти на сайт. В скобках указана капитализация на сентябрь 2017 г.

Большинство токенов представляют собой права на товары (услуги), а блокчейн выступает в качестве обыкновенного реестра прав

КРИТЕРИЙ – БАЗИСНЫЙ АКТИВ: (1) ТОКЕН - ТОВАР (УСЛУГА)

- Правовое регулирование токенов, которые фиксируют права на товары или услуги, не должно принципиально отличаться от существующего регулирования оборота таких товаров и услуг.
 - Например, реализация токена, предоставляющего право воспользоваться услугой в будущем, не должна отличаться от реализации самой услуги и подлежит налогообложению НДС.
- Блокчейн для таких токенов играет роль более эффективного реестра прав держателей токенов, обеспечивая большую ликвидность товаров и услуг. Вместе с тем способ фиксации прав с помощью блокчейна не должен изменять правовой природы отношений по реализации товаров и услуг.
 - Качество товара должно соответствовать условиям договора. При отсутствии таких условий продавец обязан передать покупателю товар, пригодный для целей, для которых товар такого рода обычно используется. Если продавец не исполняет договор купли-продажи будущей вещи, покупатель вправе отказаться от договора, потребовать возврата уплаченного (в том числе %).
 - Сделка, совершенная под влиянием обмана, в том числе под влиянием обмана потерпевшего 3-им лицом, может быть признана судом недействительной по иску потерпевшего. Обманом считается также намеренное умолчание об обстоятельствах.
- Учет прав на товары и услуги с помощью токенов все же имеет свои особенности, которые связаны с особенностями блокчейна. Именно здесь необходимо грамотное регулирование. В частности:
 - Как идентифицировать сторон правоотношений, где личность сторон опосредуется через криптографические технологии в анонимной среде? Если для электронных подписей (ЭП), личность кредитора предварительно фиксируется (в соглашении сторон – для простых ЭП, удостоверяющим центром – для квалифицированных ЭП), то оборот токенов напоминает операции с ценными бумагами на предъявителя: кто предъявляет секретный ключ (private key), тот и является надлежащим кредитором.
 - Является ли публикация White Paper или Terms & Conditions в PDF на сайте эмитента токенов достаточным механизмом для «связки» токенов и вытекающих прав на базисный актив? Стоит ли предъявлять к таким документам дополнительные требования?
 - Как и какие меры гражданско-правовое ответственности применять? Как принудительно исполнять решения судов в отношении таких токенов?

Особую сложность вызывают токены - ценные бумаги, потому что выпуск ценных бумаг ограничен в большинстве юрисдикций

КРИТЕРИЙ – БАЗИСНЫЙ АКТИВ: (2) ТОКЕН - ЦЕННАЯ БУМАГА (1/2)

- Токены могут иметь признаки ценных бумаг, в том числе акций или долговых финансовых инструментов. Это было подтверждено летом 2017 г. регуляторами нескольких стран ([слайды 16-17](#)) и влечет свои последствия.
 - Выпуск ЦБ требует регистрации проспекта эмиссии. Эмитенты обязаны раскрывать информацию, отчитываться перед регулятором, соблюдать другие формальности.
 - Выпуск ЦБ без регистрации влечет ответственность для эмитента и признание выпуска недействительным.

- **Подход в США.** Для определения, является ли токен ценной бумагой, используется тест, предложенный Верховным судом США в 1946 г. (SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946)). Суд посчитал, что любой «инвестиционный контракт» является ценной бумагой, если одновременно выполняются 4 условия:
 - 1) Инвестиция денежных средств..., при этом «денежные средства» толкуются широко и включают криптовалюту;
 - 2) ...в общее дело..., при этом суды используют разные подходы для определения «общего дела»;
 - 3) ...в расчете на получение прибыли...
 - 4) ...преимущественно от усилий третьих лиц.

- Эмитенты сталкиваются с дилеммой. С одной стороны, выпуск токена - ценной бумаги увеличивает инвестиционную привлекательность, с другой – ограничивает ликвидность (биржи могут отказать в листинге), ограничивает базу инвесторов (принято исключать инвесторов из США) и влечет риски привлечения к ответственности.

- **Подход в России.** В отличие от указанных выше юрисдикций, в России перечень ЦБ закрытый (ст. 142 ГК РФ), а само понятие «ценной бумаги» привязано к форме, а не к экономической сущности. В России пока что не было прецедентов признания договора или финансового инструмента ценной бумагой.
 - Однако исключать этого тоже нельзя¹. Более того, одним из рисков любой реализации товаров или услуг физическим лицам является применение законодательства о защите прав потребителей.

¹ Недавно ФАС России возбудила дело в связи с рекламой бинарных опционов в сети Интернет. Регулятор утверждает, что осуществлялась реклама в отсутствие необходимой лицензии для деятельности с ценными бумагами, несмотря на то что бинарный опцион формально не подпадает под определение ценной бумаги. [URL](#)

Выпуск токенов - ценных бумаг влечет ряд рисков. Некоторые эмитенты идут на такие риски, для других же это камень преткновения

КРИТЕРИЙ – БАЗИСНЫЙ АКТИВ: (2) ТОКЕН - ЦЕННАЯ БУМАГА (2/2)

Ответственность по праву США

- SEC вправе обратиться в суд с целью получения судебного запрета на деятельность эмитента. 15 U.S.C. § 77t(b).
- Штраф в размере до \$100 тыс. для физлиц и до \$500 тыс. для компаний в зависимости от умысла и наличия ущерба либо в размере полученной денежной выгоды. 15 U.S.C. § 77t(d)(2).
- За умышленное нарушение предусмотрена уголовная ответственность в виде штрафа до \$10,000 и/или лишения свободы до 5 лет. 15 U.S.C. § 77х.
- Перечисленное выше по существу дублируется в административном порядке. Комиссия имеет право налагать штрафы, запрещать вести деятельность и т.д. 15 U.S.C. § 77h-1.
- Закон предусматривает возможность для частных лиц подать классовый иск против нарушителя. 15 U.S.C. § 77z-1.
- Ответственность может нести и юрист, консультировавший эмитента. SEC v. Treaty Energy Corp., No. 4:14-cv-00812 (E.D. Tex. Dec. 15, 2014).

Другие возможные последствия

- Невозможность получить листинг на крупных биржах (Poloniex, Kraken).
 - Азиатские биржи настроены менее требовательно.
- Невозможность предлагать токены инвесторам ряда стран.
 - Перечень таких стран регулярно расширяется ([слайды 16-19](#)).
- Требования со стороны акционеров.
 - Осведомленные инвесторы могут попытаться предъявить требования, вытекающие из их фактического статуса акционера: например, запросить у эмитента отчет о расходовании средств.

Токены Starta ([сайт](#))



Эмитент владеет долей в портфеле из 21 стартапа. Выпущенные токены предоставляют «права участия» в компании-эмитенте. Компания-эмитент обязалась направлять чистую прибыль на выкуп токенов по рыночным ценам; объемы выкупа, соответственно, зависят от успеха стартапов. Ограничено привлечение средств от резидентов Сингапура и США; продано токенов на \$5 млн.

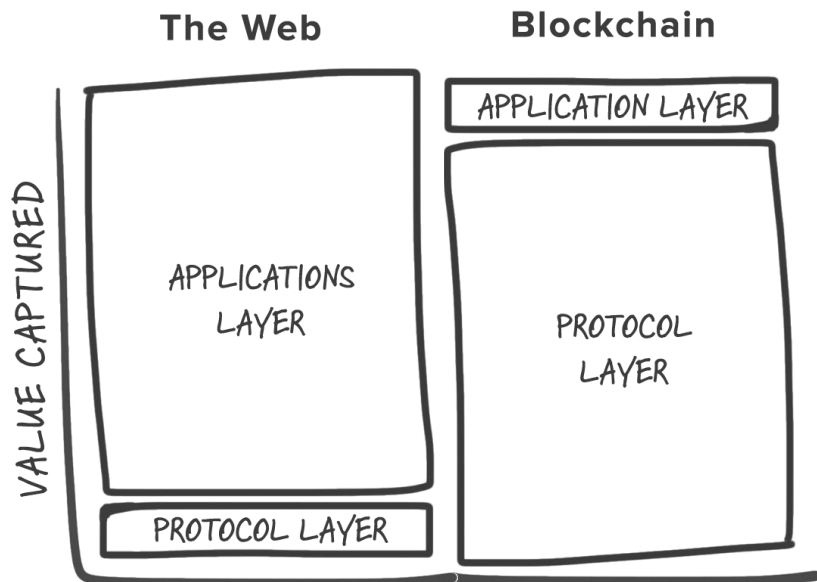
Токены FinShi Capital ([сайт](#))



Фонд в Сингапуре привлекает деньги для инвестиций в финтех-проекты. Фонд обязалась направлять на выплату дивидендов 80% «дохода», оставляя за собой 20%. Ограничено привлечение средств от резидентов Сингапура, из США – только аккредитованные инвесторы; продано токенов на \$21 млн. (на 11.10.2017).

Инновацией являются именно протокольные токены, существование которых невозможно без блокчейна

КРИТЕРИЙ – БАЗИСНЫЙ АКТИВ: (3) ПРОТОКОЛЬНЫЕ ТОКЕНА



(c) Union Square Ventures

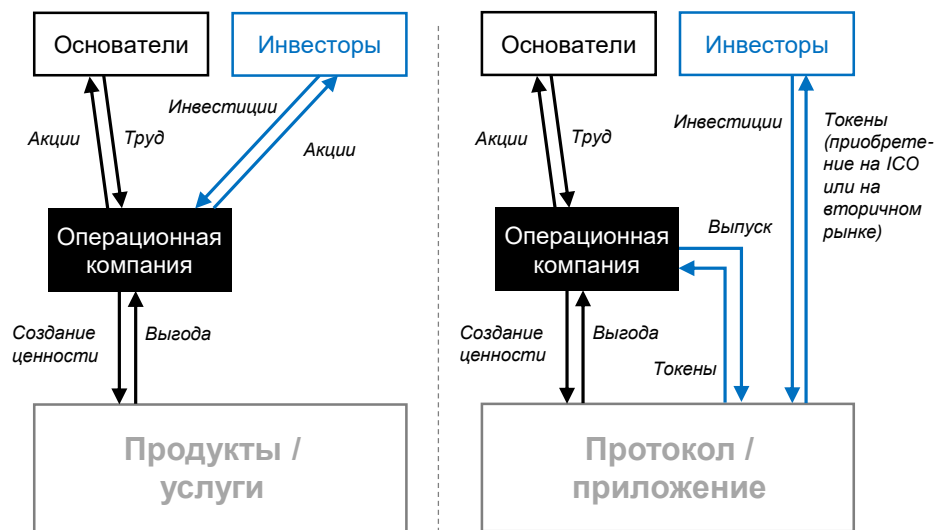
Толстый и тонкий

Протоколы взаимодействия в интернете (TCP/IP, HTTP, SMTP) легли в основу мировой паутины, но основная часть «экономической ценности» этих протоколов была сосредоточена на уровне приложений, построенных на их основе (Google, Facebook). Отсюда «тонкие» протоколы и «толстые» приложения в традиционном Web.

Обратное наблюдается в мире блокчейна, где на фоне «толстых» протоколов (Bitcoin, Ethereum) приложения представляют меньшую ценность. Данные пользователей хранятся децентрализованно (в протоколах) и доступны всем. Это снижает барьеры для входа на рынок и повышает конкуренцию.

[Читать далее >>](#)

Инвестиции в протоколы отличаются от традиционных инвестиций в компании



(c) Autonomos NEXT

Продукт vs протокол

- Инвесторы («держатели токенов») не имеют контроля в отношении протокола и его развития.
- Инвесторы не владеют протоколом (как акциями в компании), но имеют права в отношении «функциональных» токенов, ценность которых зависит от ценности самого протокола.
- Операционная компания решает, сколько токенов выпустить.
- Для осуществления инвестиций требуется высокая техническая компетенция.

[Читать далее >>](#)

Криптовалюта может обладать экономическими функциями денег, но не является ими в отсутствии признания со стороны государств

КРИТЕРИЙ – БАЗИСНЫЙ АКТИВ: (4) КРИПТОВАЛЮТЫ

Для экономиста...

Понятие «денег» формулируется через присущие им функции: (1) средство обмена (medium of exchange); (2) средство сохранения стоимости (store of value); (3) мера стоимости (unit of account). Соответственно, нечто, выполняющее эти функции, может являться деньгами с экономической точки зрения.

Для юриста...

(1) Деньги – это законное платежное средство (legal tender), обязательное к приему по нарицательной стоимости на всей территории России. Это означает, что должник по денежному обязательству не может исполнить свое обязательство путем предоставления кредитору криптовалюты. По аналогии, кредитор по такому обязательству не может потребовать от должника уплаты суммы долга в криптовалюте, вместо денег.

(2) Исключительно Банк России осуществляет эмиссию наличных денег (банкнот и монеты), организует их обращения и изымает из обращения на территории России.

Поэтому...

«Любое средство, которое на практике выполняет функции денег и которое каждый готов принимать для погашения долга является деньгами в обыкновенном понимании этого слова, даже если и не является законным средством платежа».

■ Иностранное регулирование

- Категорический запрет только в отдельных (менее развитых) юрисдикциях.
- Признание и специальное регулирование только в Японии.
- В остальных странах законодатель ищет баланс между защитой интересов инвесторов, суверенитетом государства и развитием инноваций. В отсутствие признания статуса денежных средств, криптовалюта часто характеризуется как «цифровое представление ценности» (digital representation of value).

■ Российское регулирование (Письмо ФНС России от 03.10.2016 N ОА-18-17/1027)

- В законодательстве нет определения денежного суррогата, криптовалюты или виртуальной валюты.
- Сделки с криптовалютами не запрещены. Однако использование криптовалют в сделках является основанием для рассмотрения вопроса об отнесении таких сделок к операциям, направленным на отмывание доходов, полученных преступным путем, и финансирование терроризма.
- Операции, связанные с приобретением или реализацией криптовалют, относятся к валютным операциям и должны осуществляться через счета резидентов, открытые в уполномоченных банках.

¹ Например, именно такое решение принял Верховный суд Канады в 1938 г. в деле *Re Alberta Statutes* (1938) SCR 100, чей вывод процитирован.

По критерию «ответственной стороны» выделяют 3 вида токенов: (1) «нативные» токены; (2) токены с наличием контрагента; (3) токены на основе смарт-контрактов

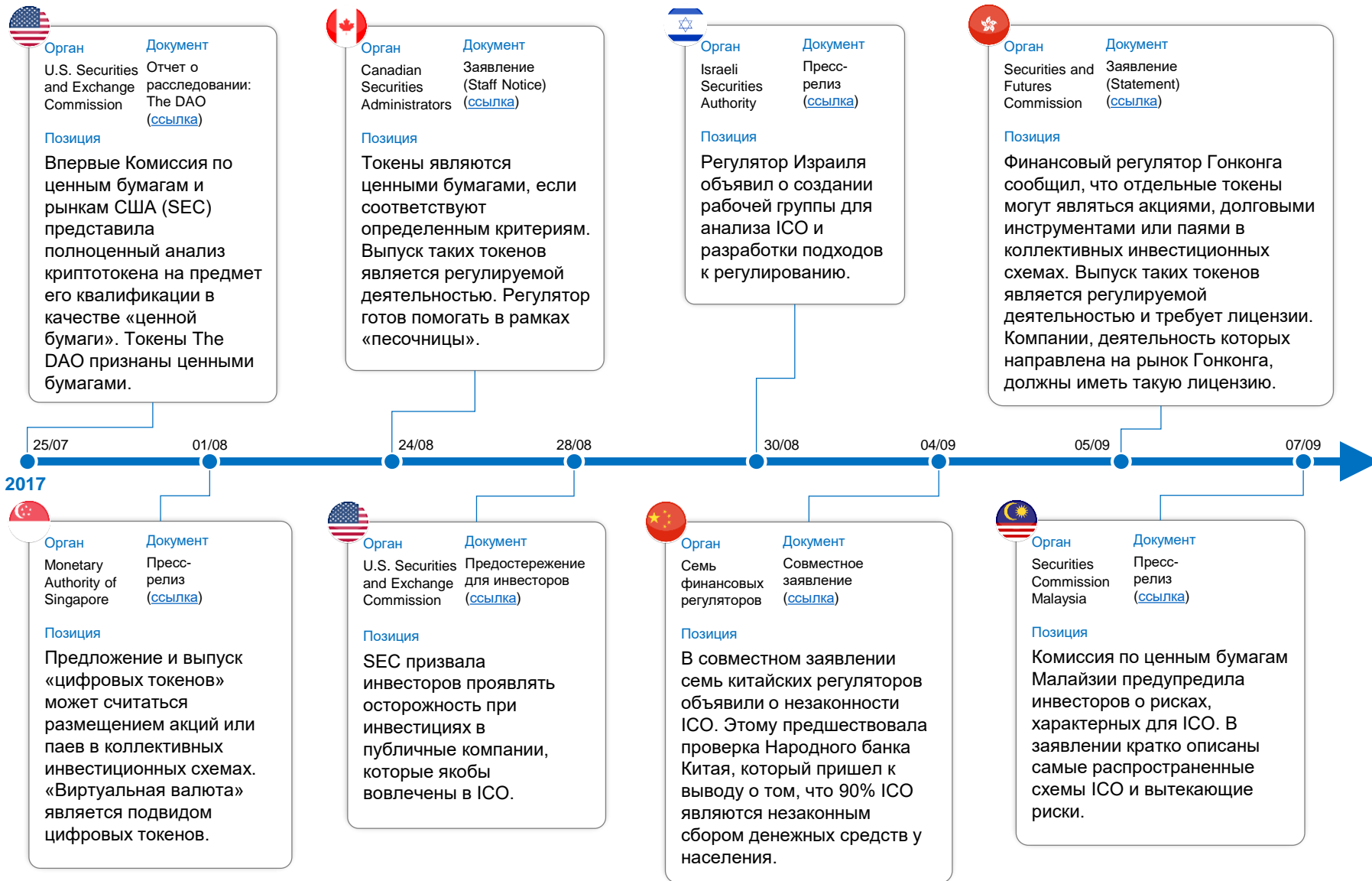
КРИТЕРИЙ – ОТВЕТСТВЕННАЯ СТОРОНА

	«Нативные» токены / криптовалюты			Токены с наличием контрагента		Токены на основе смарт-контрактов
Подвиды	«Нативный» валютный токен	Инфраструктурный токен	Токен для приложений	Долговой токен (IOU)	Токен - акция	Токен, фиксирующий совладение на основе смарт-контрактов
Ответственная сторона	Держатель токена не имеет каких-либо относительных прав к эмитенту токена или абсолютных прав, кроме самого права на токен. Ответственная сторона отсутствует.			Держатель токена имеет право требования к эмитенту или третьему лицу (напр., право пользоваться его услугами, право получать денежные средства, совокупность прав акционера).		Держатель токена не имеет прямого требования к эмитенту токена или третьему лицу. Ответственная сторона отсутствует.
Использование	Средство обмена, средство сохранения стоимости и мера стоимости.	Дополнительно: право использовать технологию / доступ к инфраструктуре.	Дополнительно: право использовать приложение / доступ к бизнес-платформе.	Дополнительно: «токенизация» относительных обязательств / прав требований.	Дополнительно: «токенизация» акционерных прав.	Дополнительно: право участия или совладения технической платформой / интеллектуальной собственностью (ИС).
Базисный актив / ценность	Не предоставляют относительных или абсолютных прав (кроме абсолютного права на сам токен).			Относительное право (требование) к эмитенту или третьему лицу.	Относительное право (акция) к эмитенту или третьему лицу.	Технические, основанные на программном коде, права совладения, напр., в отношении ИС.
Примеры	Bitcoin, Bitcoin Cash, Litecoin, Monero, Zcash.	Ether, Ether Classic, IOTA, Ripple, Tezos.	Golem, Gnosis, Wings.	Lykke IOU Coins, Tether.	MME C-Shares.	SNGLS.



РЕГУЛИРОВАНИЕ

Сегодня ни в одной стране мира нет специального регулирования ICO. Только в июле 2017 г. появились первые разъяснения



Разъяснения продолжают появляться от регуляторов разных стран с регулярностью раз в неделю



Орган
Gibraltar Financial Services Commission

Документ
Заявление (Statement) ([ссылка](#))

Позиция

Комиссия по финансовым услугам Гибралтара объявила о разработке правового поля для ICO, которое должно вступить в силу уже в январе 2018 г. Регулятор отметил, что есть токены - ценные бумаги, выпуск которых является регулируемой деятельностью, но есть и функциональные токены, выпуск которые не регулируется.



Орган
U.S. Securities and Exchange Commission

Документ
Обвинение (Complaint) ([ссылка](#))

Позиция

SEC впервые предъявила обвинение физическому лицу и обвинила его в незаконном выпуске ценных бумаг и ложных заверениях в рамках проведения ICO двух проектов (REcoin и Diamond). Указанные проекты привлекли не менее \$300 тыс. Обвиняемый является резидентом США и имеет российское происхождение.



Орган
FINMA

Документ
Разъяснения FINMA (Guidance) ([ссылка](#))

Позиция

В конце сентября регулятор Швейцарии, страны, которая завоевала статус новой Кремниевой долины для криптопроектов, выразил свою точку зрения, а именно: (1) блокчейн обладает инновационным потенциалом, (2) в Швейцарии нет специального регулирования ICO, тем более что все ICO проекты уникальны, (3) швейцарское законодательство основано на принципах, одним из которых является технологическая нейтральность. Соответственно, использование блокчейна для выпуска акций или привлечения долгового финансирования не меняет природу отношений, которые регулируются действующим законодательством о банковской / финансовой деятельности.

22/09

27/09

29/09

02/10



Орган
Macau Monetary Authority

Документ
Предостережение (Alert) ([ссылка](#))

Позиция

Управление денежного обращения Макао запретило финансовым институтам и небанковским платежным институтам оказывать услуги, связанные с обращением токенов и виртуальных валют.



Орган
Financial Services Commission

Документ
Пресс-релиз ([ссылка](#))

Позиция

Комиссия по финансовым услугам Южной Кореи заявила о своем намерении запретить привлечение финансирования посредством блокчейна, вне зависимости от терминологии, а вместе с ним торговлю виртуальными валютами с кредитным плечом.



Орган
Minister for Finance

Документ
Ответ на парламентский запрос ([ссылка](#))

Позиция

Виртуальные валюты не являются законным средством платежа. В силу своего анонимного характера они могут быть использованы для отмывания доходов и финансирования терроризма. MAS работает над новым правовым режимом для платежных сервисов, чтобы учесть эти риски. Вместе с тем, как финансовый регулятор, «MAS больше озабочен регулированием секьюритизированных активов (напр., акций). MAS не регулирует и не может регулировать все продукты, в которые граждане по своему желанию вкладываются в ожидании роста их стоимости».

Последним из таких разъяснений стал подробный документ от Центрального банка Литвы



Орган

Банк Литвы

Документ

«Позиция Банка Литвы» ([ссылка](#))

Дата

10 октября 2017 г.

Позиция

О виртуальных валютах

1. Участникам финансового рынка стоит воздержаться от участия в деятельности, связанной с виртуальными валютами, и предоставления соответствующих финансовых услуг. Несоблюдение этого предписания может стать основанием для отзыва лицензии.
2. Участники финансового рынка должны обеспечить действительное разделение своей деятельности по предоставлению финансовых услуг и деятельности, связанной с виртуальными валютами. В частности, не допускается предоставлять условия для осуществления платежей в виртуальных валютах с использованием карт, выпущенных участниками финансового рынка.
3. Оказывая финансовые услуги клиентам, которые вовлечены в операции с виртуальными валютами, участники финансового рынка должны обеспечить соблюдение законодательства о противодействии отмыванию доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма, а также принять необходимые меры по управлению сопутствующими рисками.

Об Initial Coin Offering (ICO)

Несмотря на отсутствие специального регулирования, ICO проекты вполне могут подпадать под существующие режимы, в зависимости от того, какие права предоставляют выпускаемые токены. В частности, к наиболее вероятным отраслям регулирования, применимым к ICO, указано законодательство о ценных бумагах, краудфандинге, коллективных инвестициях, предоставлении финансовых услуг, а также регулирование вторичных рынков и правила формирования капитала вновь создаваемых участников финансового рынка.

Будущее регулирование ICO в России должно учитывать природу токена. Для начала необходимо исключить принципиальные препятствия и ввести краудфандинг в правовое поле

Токены - товары (услуги)

Выпуск токенов - товаров (услуг) по своей природе наиболее близок к сделкам по реализации прав на будущие товары (услуги), поскольку в большинстве случаев на момент финансирования такие товары (услуги) еще не произведены.

Такие сделки могут осуществляться и в действующем правовом поле. Однако есть риск их квалификации в качестве привлечения займа путем публичной оферты либо путем предложения делать оферту, направленного неопределенному кругу лиц, что разрешено только для определенных в законе юридических лиц¹. Это обусловлено тем, что к отношениям по предоплате товара могут применяться правила о займах².

Главным ограничителем является неопределенность, связанная с учетом прав на товары и их передачи посредством блокчейна ([слайд 9](#)). Именно в данном направлении должны быть направлены усилия законодателя.

Факт использования криптовалюты для оплаты будущих товаров / услуг не меняет юридическую природу сделки.

¹ П. 4 ст. 807 ГК РФ (действующая редакция), п. 6 ст. 807 ГК РФ (редакция, вступающая в силу с 1 июня 2018 г.).

² П. 2 ст. 823 ГК РФ.

Токены - ценные бумаги

Выпуск токенов - ценных бумаг по своей природе и экономической сущности наиболее близок к краудфандингу (коллективному инвестированию), когда небольшая компания на начальной стадии привлекает финансирование от большого круга инвесторов.

Поскольку в России отсутствует правовое регулирование краудфандинга, а существующие инструменты не отвечают потребностям оборота и реалитам времени, приоритетом на данном этапе является разработка правового режима краудфандинга. За основу могут быть взяты доказавшие свою состоятельность режимы из иностранных юрисдикций.

Например, после кризиса 2007 г. и отчасти в ответ на его последствия в США был разработан режим, позволяющий небольшим компаниям привлекать финансирование в акционерный капитал от большого количества инвесторов (т.н. Regulation Crowdfunding). Предусмотрены ограничения по сумме привлекаемого финансирования, а на операторов онлайн-платформ возложены пруденциальные обязательства.

Факт использования криптовалюты для оплаты долей / акций в уставном капитале принципиально не меняет природу краудфандинга.

Протокольные токены не требуют специального регулирования. В отношении же криптовалют большинство государств заняло выжидательный подход

Протокольные токены

В основе протокольных токенов, как правило, лежит технология на основе блокчейна. Такие токены могут инициировать совершение определенного действия на протоколе, которое не может быть изменено или приостановлено третьей стороной.

Например, токен Ether в протоколе Ethereum позволяет приобрести «газ», который необходим для работы децентрализованных приложений. До тех пор, пока у субъекта есть достаточно газа, приложение (смарт-контракт) не может быть приостановлено или изменено третьей стороной, как и сам протокол не может быть изменен в одностороннем порядке.

Как и сам блокчейн, такие токены и лежащие в их основе протоколы не должны становиться предметом отдельного регулирования. Государствам остается решить только такие сопутствующие вопросы, как налогообложение (в частности, НДС), защита прав, бухгалтерский учет и т.д.

Стоит отметить, что любой токен, а в особенности протокольный, по мере своего распространения может начать выполнять функции криптовалюты (см. далее).

Криптовалюты

Регулирование криптовалют является вопросом экономической политики. Государства, которые не стали запрещать оборот криптовалют, заняли выжидательную позицию.

Распространенным подходом к регулированию криптовалют среди таких государств является:

- (1) введение правил, направленных на противодействие отмыванию доходов, полученных преступным путем;
- (2) закрепление обязательств по идентификации клиентов для операторов криптовалют (криптовбирж, обменных пунктов);
- (3) установления базовых правил налогообложения в целях создания правовой и финансовой определенности для инвесторов.

В ситуации, когда вопрос о роли криптовалют в будущем остается открытым, избыточное / запретительное регулирование может иметь непредсказуемое влияние на экономику страны. Верно и обратное: создание правовой определенности может иметь положительный эффект, особенно в условиях внешних ограничений (санкций).

ICO СЕГОДНЯ: ЭТАПЫ, ЮРИСДИКЦИЯ И ДОКУМЕНТАЦИЯ

Этапы ICO – юридические аспекты

ЭТАПЫ

Определение природы токена

Квалификация токена является отправной точкой. Ответ на этот вопрос влияет на все последующие этапы. Этот этап является самым непростым для основателей проектов. Вполне возможно, что на данном этапе будет принято решение изменить вид токена, что повлияет на всю бизнес-модель (см. [слайд 7](#) о видах токенов).

Выбор юрисдикции

При выборе юрисдикции стоит руководствоваться двумя критериями: (1) принципиальная допустимость ICO (с точки зрения законодательства и позиций регуляторов); и (2) выгодное налогообложение. Соответственно, в оптимальной юрисдикции не будет принципиальных запретов на проведение ICO и будет выгодное налогообложение.

Регистрация компании

Наличие отдельной компании – эмитента не всегда необходимо, но ее имеет смысл, когда, например, нужен банковский счет для проведения расчетов с контрагентами. Более того, отсутствие компании может вызвать у потенциальных инвесторов вопросы относительно того, кто является ответственным лицом по обязательствам.

Подготовка документации

Содержание документации в первую очередь обусловлено природой токена. Как правило, готовятся следующие документы: (1) договор купли-продажи токена (Token Purchase Agreement), (2) правила пользования (Terms & Conditions), (3) юридическое заключение (Legal Opinion), и (4) при необходимости, глава в White Paper о юридических особенностях / рисках.

При выборе юрисдикции для проведения ICO, как правило, руководствуются двумя критериями

ЮРИСДИКЦИИ

Принципиальная допустимость ICO
(отсутствие запрета со стороны регулятора + готовность банков работать с криптовалютой)

Выгодное налогообложение
(по налогу на прибыль, НДС, capital gain tax и налогу у источника)

Принципиальная допустимость ICO

Для инкорпорации эмитента выбирается государство, где нет запрета на проведение ICO и запрета на операции с криптовалютами.






Отсутствия запрета недостаточно. Необходимо, чтобы банки в этой стране были готовы проводить операции с денежными средствами, полученными в результате конвертации криптовалюты, привлеченной в рамках ICO, в фиатные денежные средства. Например, в России формально нет запрета на операции с криптовалютой, но банки не готовы открыто проводить такие операции.

Примеры: Сингапур (KICKICO, Blackmoon Crypto), Швейцария (Ethereum, Status, Monetha), Гонконг (AB-CHAIN), США (FileCoin).

Отдельные банки указанных юрисдикций готовы проводить операции с криптовалютами. Рекомендуется предварительно запрашивать исчерпывающую информацию об условиях и необходимых документах.

Налогообложение

Популярные юрисдикции

	Налог на прибыль организаций	НДС	Удержание у источника (дивиденды)
 Сингапур	17%	7%	нет
 Швейцария ¹	12-24%	0-8%	5-15%
 Гонконг	16,5%	нет	нет
 Гибралтар	10%	нет	нет
 США	15-35%	~2-10% в зависимости от штата	0-10%

¹ Часто используются некоммерческие фонды в качестве эмитента токенов. Их налогообложение отличается.

Договор купли-продажи токенов, правила пользования платформой и заключения юристов

ДОКУМЕНТАЦИЯ



Договор купли-продажи токенов

На основании этого документа осуществляется реализация токенов. В договоре закрепляются предмет купли-продажи, стоимость токенов, ответственность, гарантии и заверения сторон, другие условия. Распространено полное исключение или существенное ограничение ответственности эмитента.



Правила пользования (Terms & Conditions)

Данный документ готовится в том случае, если бизнес-модель предполагает наличие какой-либо платформы или приложения, доступ к которым предоставляет токен.



Юридическое заключение (Legal Opinion)

Иногда сторонам требуется формальное заключение юристов для принятия решения. Для квалификации токена в качестве ценной бумаги часто привлекаются американские юристы.

Simple Agreement for Future Tokens (SAFT)

SAFT был впервые использован в ICO проекта Filecoin, которое состоялось в августе 2017 г. По замыслу разработчиков этот договор призван стать стандартным инструментом для реализации будущих токенов, по аналогии с Simple Agreement for Future Equity (SAFE), который был разработан Y Combinator для упрощения инвестиционных сделок ранних стадий.

Важно отметить, что на основании данного документа реализуются права на *будущие* токены, а не сами токены. Размещение токенов Filecoin было проведено в соответствии с законодательством США о ценных бумагах по правилам закрытого размещения ценных бумаг (private placement) на основании Regulation D и было доступно только для аккредитованных (квалифицированных) инвесторов.

[Документация SAFT >>](#)



Уведомление об авторских правах

Информирует пользователей о принадлежности исключительных прав на объекты ИС.



Политика обработки персональных данных (+ согласие)

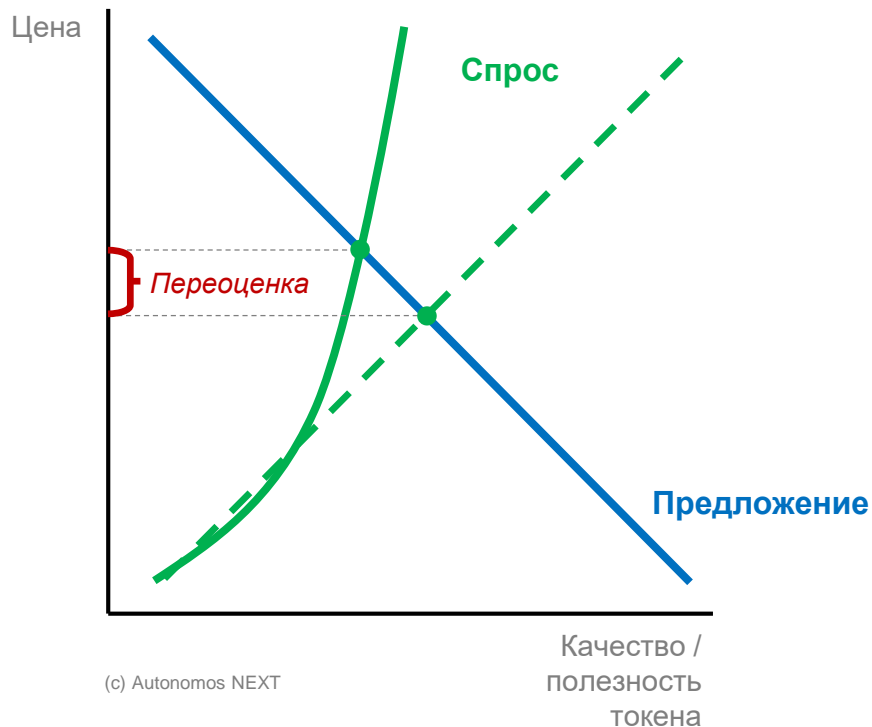
Готовится в случае, если планируется обработка персональных данных пользователей.

Заключение юристов может потребоваться для принятия решения руководством компании, в качестве дополнительной подстраховки или для получения листинга на бирже.

Пример: [U.S. Securities Law in re BlockMason ICO](#)

ІСО ГЛАЗАМИ ІНВЕСТОРА

Откуда хайп? Спрос рождает предложение



Логика ценообразования¹

- Цена на тот или иной продукт определяется на основе закона спроса и предложения: чем больше спрос при стабильном предложении, тем выше цена.
- Повышенный спрос на ICO может быть обусловлен желанием адептов криптовалют, которые имеют существенные накопления, диверсифицировать свои сбережения.
- Сегодня существует не так много способов потратить значительные суммы в криптовалюте, в то время как инвестиции в ICO позволяют сохранить анонимность и снизить риски концентрации.
- На данный момент спрос можно оценить в 5-10% от всей капитализации рынка криптовалют, т.е. в ~\$5 млрд.
- Предложение токенов ограничено количеством талантливых разработчиков и перспективных проектов.

– *Autonomous NEXT*

В таких обстоятельствах предложение различных токенов на ICO продолжит расти, в том числе за счет проектов сомнительного качества. Верно и обратное: если исключить из уравнения криптовалюту, то ажиотаж на ICO спадет

¹ На основе презентации Autonomous NEXT #Token Mania. [URL](#)

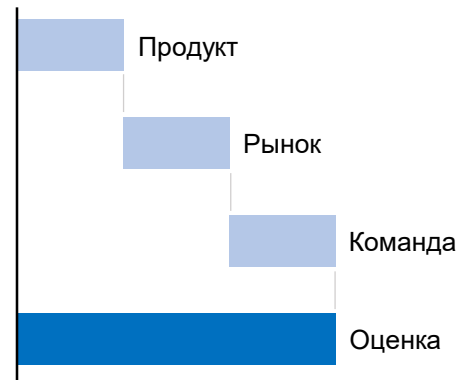
Инвестиционная оценка токенов - товаров (услуг) / ценных бумаг

Анализ инвестиционной привлекательности таких токенов не должен отличаться от традиционного инвестиционного анализа. Стоимость таких токенов складывается из стоимости совокупности предоставляемых прав. Например, если токен фиксирует право держателя токена на унцию золота, то его стоимость не должна отличаться от рыночной стоимости унции золота. Если токен дает право на будущий денежный поток, то его стоимость не должна отличаться от оценки стоимости такого токена по модели DCF. Анализ осложняется тем, что основатели проектов зачастую привязывают к одному токenu целую совокупность прав / условий. Исключения составляют проекты, в которых фиксация прав на блокчейне решает какую-то специфическую проблему и тем самым создает дополнительную ценность.

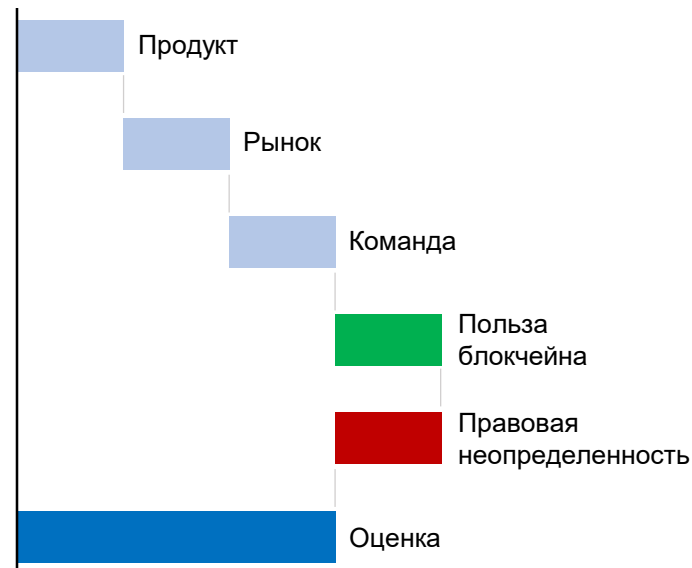
Например, принято считать, что увеличение ликвидности актива увеличивает его стоимость. Следуя этой логике, токен, который фиксирует право на унцию золота, может иметь более высокую ликвидность, чем традиционные инструменты, что придаст ему дополнительную ценность. В качестве другого примера можно привести токены, выполняющие функции бонусов / баллов лояльности. Фиксация прав на такие токены на блокчейне и размещение их на бирже позволит обеспечить их конвертируемость. Условно, токены парфюмерного магазина могут быть конвертированы в мили авиакомпании, что увеличивает привлекательность каждого из токенов.

В качестве серьезного негативного фактора стоит выделить правовую неопределенность. Например, выпуск ценных бумаг / финансовых инструментах в любой юрисдикции строится на фундаменте из корпоративного права, которое предсказуемо определяет права инвесторов. Простое же упоминание в White Paper того, что инвестор вправе рассчитывать на долю в прибыли, не означает, например, что инвестор вправе запросить информацию о расходовании средств, что является одним из фундаментальных прав любого акционера.

Оценка стартапа – схематично



Оценка токена – схематично



ICO протокольных токенов

Протокольные токены

Во многих источниках высказывается мнение, что именно протокольные токены являются инновацией и представляют наибольший интерес для профессиональных инвесторов ([слайд 12](#)).

Такие проекты количественно в меньшинстве. Именно их оценка самая высокая. Инвестиционная оценка сводится к оценке перспектив технологии, что, как минимум, требует высокой технической экспертизы и глубокого понимания проблем соответствующего рынка.






Криптовалюты

Вопрос об инвестиционной привлекательности криптовалют зависит от индивидуальных взглядов инвесторов на такие вопросы, как:

- (1) Обладает ли криптовалюта функциями денежных средств?
- (2) От чего зависит оценка Bitcoin? Что формирует спрос?
- (3) С учетом того, что протокол Bitcoin представляет собой открытый исходный код, что мешает создать такую же криптовалюту? Как вновь созданные валюты будут влиять друг на друга? Имеет ли одна валюта безусловные конкурентные преимущества?
- (4) Учитывая потенциально конкурирующую роль криптовалют по отношению к национальным валютам, увидят ли государства в этом угрозу своему суверенитету? Будет ли криптовалюта запрещена? Возможно ли это технически?

Пример ICO проекта Filecoin

В качестве свежего примера можно привести ICO проекта Filecoin, где было привлечено более \$250 млн., а инвесторами выступили известные фонды. ICO было проведено в США на основании модельного соглашения о будущих токенах ([слайд 23](#)).

Investors	
Number of Investors	
Investor Name	
	Winklevoss Capital
	Union Square Ventures
	Sequoia Capital
	James Sowers
	Andreessen Horowitz



Filecoin – это децентрализованная система хранения данных, где майнеры зарабатывают Filecoin'ы путем «предоставления в аренду» свободного места на своих жестких дисках, в то время как пользователи тратят Filecoin'ы для хранения своих зашифрованных файлов.

Система построена на основе протокола IPFS (InterPlanetary File System), который по задумке авторов должен заменить HTTP, на котором строится современный интернет.



Полезные материалы

Framework for Securities Regulation of Cryptocurrencies, Coin Center, Peter Van Valkenburgh

<https://coincenter.org/entry/framework-for-securities-regulation-of-cryptocurrencies>

A Securities Law Framework for Blockchain Tokens, Coinbase, Coin Center, Union Square Ventures and Consensys,

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

The Difference Between Protocol Tokens and Traditional Asset Tokens, Mona El Isa

<https://medium.com/melonport-blog/the-difference-between-protocol-tokens-and-traditional-asset-tokens-89e0a9dcf4d1>

European Regulatory Initiative Report: Token As Novel Asset Class

<http://www.gongxiangcj.com/phpqrcode/upload/c82dedeee198d332b524d9328d74c86a.pdf>

Разъяснения Службы внутренних доходов США о налогообложении операций с виртуальными валютами

<https://www.irs.gov/pub/irs-drop/n-14-21.pdf>



Роман Бузько

+7 (911) 007 67 62

roman.buzko@buzko.legal

Buzko & Partners

www.buzko.legal



© 2017 Адвокатское бюро СПб «Бузько и партнеры». Все права защищены.