





# **TOKEN AS VALUE RIGHTS & TOKEN OFFERINGS AND DECENTRALIZED TRADING VENUES (RUSSIAN):**

An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts

Josef Bergt

# **ЖЕТОНЫ КАК ЦЕННОСТНЫЕ ПРАВА & ЖЕТОННЫЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ И ДЕЦЕНТРАЛИЗОВАННЫЕ ТОРГОВЫЕ ЦЕНТРЫ**

Анализ гражданского законодательства и законодательства о надзоре за ценными бумагами с точки зрения Лихтенштейна, с особой ссылкой на соответствующие союзные акты

## **Вывод**

Библиографическая информация Немецкой национальной библиотеки:

Немецкая национальная библиотека включает эту публикацию в Немецкую национальную библиографию; с подробными библиографическими данными можно ознакомиться в Интернете по адресу <http://dnb.dnb.de>.

© 2019 Йозеф Бергт

<https://www.bergtlaw.li/> | <https://www.bergtlaw.at/> | <https://bergt.tax/>

Производство и публикация: BoD - Книги по запросу, Norderstedt

ИНДЕКС: 978-3-7519-3596-8

1-е издание, май 2020 г. (машинный перевод на русский язык)

*"Воображение часто уносит нас в миры, которых никогда не было".*

*Но без него мы никуда не пойдём."*<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> *Карл Саган* (1934 - 1996), астроном, космолог, астрофизик, астробиолог, телеведущий, писатель-неигровик, писатель.



## Предисловие / Подтверждение

*"Нет вины важнее, чем сказать спасибо".<sup>2</sup>*

Поэтому моя первая благодарность адресована моим научным руководителям, сокурсникам, коллегам и сотрудникам, которые на протяжении последних лет неоднократно направляли меня в новые научно плодотворные тематические пути с обогащающими советами и вкладом в дискуссии.

Пользуясь случаем, я хотел бы также поблагодарить моих усердных и терпеливых корректоров и всех тех, кто не был прямо упомянут здесь.

Мои родители, братья и сестры и мои коллеги занимают выдающуюся должность во всех отношениях. Моя особая благодарность им.

Гаммы / Вадуц / Рангтен, в ноябре 2019 г.  
Джозеф Бергт

PS: Но я смотрю на нынешнюю работу с некоторой гордостью и надеждой, с одной стороны, что я никогда не устаю от научных дебатов и, более того, я призываю или приглашаю всех эмпирически фальсифицировать или проверять диссертации, представленные в этой работе; только таким образом можно добиться валидации в смысле научного метода, и я с нетерпением жду любого дальнейшего научного дискурса.

---

<sup>2</sup> Хотя эта цитата частично приписывается римскому оратору и государственному деятелю *Марку Туллу Цицерону* (106 - 43 гг. до н.э.), она, вероятно, имеет неизвестное происхождение из-за отсутствия понятных ссылок.

## Редакционные примечания

Указывается, что в настоящей работе для удобочитаемости используется родовая мужская форма. Однако употребление мужской формы слова всегда включает в себя женскую форму.

Кроме того, в настоящем трактате использование Eszett (после шрифта Fraktur - "sz"; "ß") полностью заброшено и заменено на "double s". Однако это не влияет на цитаты, так как следует избегать любых фальсификаций.

В той мере, в какой исполнение уже состоялось в соответствующих юрисдикциях, для цитирования судебных решений используется Европейский идентификатор прецедентного права (ECLI). Аналогичным образом, вторичное право по праву Союза цитируется с использованием идентификатора европейского законодательства (ИЗП).

Кроме того, следует отметить, что в отношении цитирования в основном соблюдаются правила сокращения и цитирования (AZR), 8-е издание, Вена, 2019 г., *Путер Дакс* и *Герхард Хонф*.

Кроме того, следует отметить, что временные данные без дополнительных уточнений, как в случае временных надписей (например, текущие/текущие/текущие поправки к определенной области права), в случае сомнений относятся к дате публикации соответствующей научной работы.

Наконец, следует отметить, что информация от юридических органов без дополнительной информации о стране в случае сомнений относится к законам Лихтенштейна, если только распределение уже не является четким, как в случае с немецким KWG или швейцарским ИЛИ. Если цитируется ABGB, то имеется в виду ABGB Лихтенштейна; австрийская основа для предписания цитируется как ÖABGB, если только контекст не указывает, какой закон имеется в виду.

Кроме того, следует отметить, что эта работа разделена на два заголовка. Это объясняется тем, что отдельные доклады были представлены в Университет Лихтенштейна в качестве магистерских диссертаций в рамках LL.M. по Закону о компаниях, фондах и трастах ("Token as Value Rights"), а также LL.M. по Банковскому и финансовому праву ("Token Offerings and Decentralized Trading Centers"). Ссылки (информация о главах, предельные номера, сноски) обычно рассматриваются независимо и относятся к соответствующему произведению (соответствующему заголовку), если только не указывается общая ссылка. Настоящая работа является переизданием магистерских диссертаций, представленных Лихтенштейнскому университету.

### **Добавление ко 2-му изданию - может 2020 года**

В этом слегка переработанном 2-м издании моей работы были сделаны незначительные уточнения содержания, а также исправлены различные орфографические ошибки. Суть работы остается неизменной и до сих пор пишется с точки зрения ноября/декабря 2019 года. Формулировки, в которых говорится о законах "de lege lata", относятся к статусу на конец 2019 г., однако изменения, внесенные Законом Лихтенштейна о блоковых цепях (TVTG), который с тех пор вступил в силу, были учтены в этой работе в любом случае (с примечанием "de lege ferenda").

В будущем, безусловно, потребуются дальнейшее обсуждение и обновление. Поскольку настоящую работу следует понимать как часть (будущей) серии статей о законодательстве Лихтенштейна в области банковского дела и финансовых рынков, другим авторам также предлагается связаться со мной и, при необходимости, написать (приглашенные) материалы по данной теме, поделиться своими мыслями каким-либо иным образом или помочь с переводами на другие языки, чтобы на самом деле реализовать это смелое начинание в долгосрочной перспективе и одновременно сделать работу доступной для широкой публики.

Пользуясь случаем, я хотел бы поблагодарить моего коллегу Вольфганга Фюрншусса и адвокатскую контору Frick & Partner AG, Schaan, которые успешно защитили незаконные требования моего

бывшего работодателя в отношении интеллектуальной собственности на эту работу в судах Лихтенштейна (обязательное к исполнению обеспечительное производство по делу 04 CG.2019.409 12.05.2020), что в значительной степени способствовало тому, что моя работа может быть опубликована заново.

*"Цензура - это младшая из двух постыдных сестер, старшая называется "Инквизиция"."*<sup>3</sup>

*"Цензура - это карандаш или карандашник; линия, сделанная из плоти над продуктами духа, крокодил, который лежит на берегах потока идей и откусывает головы плывущим в нем поэтам."*<sup>4</sup>

Знания - бесплатно! Карандаш сделал плоть, а человек сделал карандаш, или крокодилы, скрывающиеся в потоке идей, были убиты мечом Справедливости!

серна, может 2020 года  
Джозеф Бергт

PS: Эта работа была также опубликована на других языках. Переводы с оригинала, написанные на немецком языке, были выполнены с использованием методов глубокого обучения или машинного обучения на основе искусственных нейронных сетей (искусственный интеллект). Хотя переводы не совершенны, они передают соответствующие идеи и послания. Без искусственного интеллекта перевод в такой короткий срок был бы невозможен.

ISBN of the German version:	978-3-7504-2737-2
ISBN of the English version:	978-3-7519-3796-2
ISBN of the Spanish version:	978-3-7519-4425-0
ISBN of the French version:	978-3-7519-4426-7
ISBN of the Italian version:	978-3-7519-2023-0
ISBN of the Dutch version:	978-3-7519-3022-2
ISBN of the Polish version:	978-3-7519-3584-5
ISBN of the Portuguese version:	978-3-7347-4882-0

---

<sup>3</sup> *Иоганн Непомук Нестрой*, Свобода в Вороньем гнезде I, 14 век.

<sup>4</sup> *Гнездо*, свобода в вороновом гнезде, куски 26/1, 26 f.





## Оглавление

Предисловие / Подтверждение .....	XI
Редакционные примечания.....	XII
Добавление ко 2-му изданию - может 2020 года.....	XIII
Оглавление.....	XVII
Оглавление.....	XIX
Список сокращений.....	XXV
I. Жетоны как ценностные права .....	1
II. Жетонные предложения и децентрализованные торговые центры .....	144
Библиография.....	i
Судебный реестр.....	x
Цифровые источники .....	xi
Аннотация .....	xxii
краткая биография.....	xxv



## Оглавление

Предисловие / Подтверждение .....	XI
Редакционные примечания.....	XII
Добавление ко 2-му изданию - может 2020 года.....	XIII
Оглавление.....	XVII
Оглавление.....	XIX
Список сокращений.....	XXV
I. Жетоны как ценностные права .....	1
1. Введение, исследовательский вопрос и основные вопросы на жетонах .....	1
1.1 Блокчейн и интеллектуальные контракты.....	6
1.2 Жетоны, монеты и стандартизация, несмотря на регулярность депозита.....	13
1.3 Заключение свидетельствует о праве собственности.....	21
2. Ценные бумаги в соответствии с ГРП и их функциями.....	23
2.1 ориентировочное и доказательственное значение.....	25
2.2 Функция освобождения и узаконивания.....	28
2.3 Функция презентации или защиты трафика .....	32
2.4 Транспортная функция .....	34
2.5 Заключение о функциях в соответствии с законодательством о ценных бумагах и их применении к бездокументарным ценным бумагам в рамках ТВТГ и ГРЦБ новый .....	34
3. Жетоны как дематериализованные ценные бумаги de lege lata? .....	37
3.1 Передача прав на добавленную стоимость .....	53
3.2 Ведение реестра акционеров по блочной цепи.....	58
3.3 Заключительный реестр акций на Блокчейне.....	63
3.4 Ценные бумаги против переводных ценных бумаг в соответствии с каноном MiFID.....	64
3.5 Удостоверение и чистая именная бумага в виде жетонов.....	69

4.	Классификация жетонов по гражданскому праву в соответствии с "Законом Лихтенштейна о блок-цепях" (TVTG) 74	
4.1	Права на ценность согласно ТВТГ (принцип абстракции) и ГРП (принцип причинности) .....	80
4.2	Заключение Абстракция и принцип причинности после введения ТВТГ .....	94
5.	Токенизация индивидуальных и коллективных инвестиций .....	100
5.1	Демаркационные вопросы коллективного инвестирования (фондовые структуры) .....	101
5.2	Токенизированные акции SPV и фондовых паев .....	106
5.3	Сегментные кооперативы (СКК) в отличие от Фонда 115	
5.4	Заключение Токенизация финансовых инструментов и схем коллективного инвестирования .....	119
6.	Жетоны и потребительское право .....	122
7.	Основные итоги .....	131
7.1	Картирование полного права собственности в символическом виде. ....	133
7.2	Права на добавленную стоимость в соответствии с ТВТГ и права на добавленную стоимость в соответствии с ГРП в редакции BuA 2019/93 (LGBI 2019.304) .....	135
7.3	Токенизация в структурах коллективного инвестирования и сегментированных объединениях 137	
7.4	Потребительские операции iZm Token .....	139
II.	Жетонные предложения и децентрализованные торговые центры .....	144
1.	Введение и предмет расследования .....	144
1.1	Оценка бизнес-моделей, основанных на DLT, с точки зрения законодательства о финансовых рынках .....	151
1.2	Официальная практика Управления финансового рынка Лихтенштейн .....	154
2.	Анализ маркеров по законам финансового рынка .....	158
2.1	Характеристики и сфера применения BankG .....	160

---

<b>2.2 Жетонные предложения и банковские операции</b> .....	166
2.2.1 банковский бизнес (депозитный бизнес).....	166
2.2.2 Определение депозитного и электронного бизнеса и финансовых инструментов .....	174
2.2.3 Заключение Начисление и отсрочка для бизнеса депозитов и электронных денег .....	192
2.2.4 Банковские операции (кредитный бизнес) .....	198
2.2.5 Заключение Приобретение и факторинговый бизнес 204	
<b>2.3 Жетоны как финансовые инструменты</b> .....	204
2.3.1 Переводные ценные бумаги.....	208
a. Стандартизация .....	215
b. Торговля на рынке капитала .....	217
c. Передаваемость .....	220
2.3.2 Акционерные, долевые и неакционерные переводные ценные бумаги.....	220
2.3.3 Деривативные операции .....	225
a. Товарные деривативы.....	229
b. Отличие от традиционных или товарных документов (гражданское право).....	231
2.3.4 Паи в предприятиях для коллективного инвестирования.....	234
2.3.5 Заключение о надзорном аспекте токенирования .....	237
<b>2.4 Регулируемые рынки, МТФ и ОТФ, СИ</b> .....	239
2.4.1 Многосторонний торговый механизм (МТФ).....	247
2.4.2 Заключение ФТМ.....	254
2.4.3 Организованные торговые системы (ОТФ).....	255
2.4.4 Систематические интернационализаторы (СИ).....	258
2.4.5 Обзор мест организованной торговли .....	264
2.4.6 Заключение Организованные торговые площадки .....	267
2.4.7 Воспроизведение ПГУ для жетонов коммунальных служб и преимуществ блок-цепочки.....	269
<b>2.5 DEX как площадка для торговли и другие     инвестиционные услуги</b> .....	274
2.5.1 Приобретение брокерских услуг .....	282
2.5.2 Управление портфелем, инвестиционное консультирование и финансовый анализ .....	285

2.5.3 Вывод Фронтенд и Бэкенд DEX, Маркет-Мейкинг и SI	289
2.5.4 ТВТГ и DEX .....	292
2.5.5 Выводная доска объявлений и DEX как поставщик ценовых услуг VT? .....	295
2.5.6 Услуги по предоставлению данных и доски объявлений.....	297
<b>2.6 Проспектные соображения .....</b>	<b>300</b>
2.6.1 Определение ценных бумаг и публичной оферты..	301
2.6.2 Исключения из обязательства опубликовать проспект эмиссии .....	308
2.6.3 Игроки на выводах о требованиях DEX и проспекта эмиссии .....	310
<b>2.7 Конюшни и электронные деньги .....</b>	<b>312</b>
2.7.1 Закон об электронных деньгах - сфера применения	314
2.7.2 Заключение о территориальной сфере действия режима электронных денег .....	319
2.7.3 жетоны в виде электронных денег, кошельков и определенных платежных счетов для электронных денег	320
2.7.4 Заключение денежная стоимость и управление электронными деньгами на кошельках.....	344
2.7.5 Электронные деньги и исключения .....	346
2.7.6 Торговля монетами Stablecoins и электронными деньгами на примере Tether .....	348
2.7.7 Заключение Двусторонние и многосторонние действия в области электронных денег .....	363
2.7.8 Денежная стоимость - Возрождение мелодии звонка?	367
<b>2.8 Платежные услуги и токеновые бизнес-модели .....</b>	<b>374</b>
2.8.1 Надежная аутентификация клиентов .....	378
2.8.2 Исключения из разрешения в соответствии с ZDG	381
2.8.3 Заключение Исключения в соответствии с ZDG в рамках СРП II.....	385
<b>2.9 Обменные пункты согласно SPG с изменениями LGBl 2009.047 и 2019.302 .....</b>	<b>387</b>

---

2.10 Заключение по предупреждению отмывания денег и другим финансовым посредникам.....	397
3. Обзор регуляторных аспектов ТВТГ .....	401
4. Основные результаты .....	407
4.1 Банковские операции, электронные деньги, финансовые инструменты и виртуальные валюты ..	407
4.2 Центральный и децентрализованные торговые центры .....	416
Библиография.....	i
Судебный реестр.....	x
Цифровые источники .....	xi
Аннотация.....	xxii
краткая биография.....	xxv



## Список сокращений



# **I. Жетоны как ценностные права**

Поскольку настоящие тезисы касаются, в частности, законодательства Лихтенштейна, эту работу следует представить со следующей цитатой о "Стране крипто" Лихтенштейна: "В прошлом транзакционный банкинг, и особенно сфера финтеков, приобретали все большее значение для рынка Лихтенштейна."<sup>5</sup>

1

## **1. Введение, исследовательский вопрос и основные вопросы на жетонах**

В этой Части I - "Жетоны как бездокументарные ценные бумаги" - в отличие от Части II - "Предложения жетонов и децентрализованные торговые центры" - основное внимание будет уделено гражданско-правовой классификации и правилам перевода крипто-валют и жетонов в соответствии с законодательством Лихтенштейна. Цель Части I заключается в изучении вопроса о том, можно ли рассматривать жетоны по аналогии с ценными бумагами или вообще как дематериализованные ценные бумаги - т.е. бездокументарные ценные бумаги - или, по крайней мере, они могут быть оформлены как таковые. В связи с этим должна быть изучена возможность представления прав - как в активах, так и в личном качестве<sup>6</sup>.

2

---

<sup>5</sup> Фрик/Вогт в Барнсе (Hrsg), Обзор банковского регулирования, S 318.

<sup>6</sup> Ср. в этой связи предполагаемую триаду прав собственности из закона об ущербе в § 1293 ABGB, которая определяет ущерб как ущерб имуществу, правам или личности. Однако права на собственность и на человека уже основаны на всех мыслимых правах, см. *Reischauer* в *Rummel*, ABGB, 3-е издание, § 1293 ABGB, Rz 1.

3 Цель состоит в изучении представления прав в жетонах, как *de lege lata*, на момент публикации этой работы и, таким образом, до вступления ТВТГ в силу, так и *de lege ferenda*, после внедрения и вступления в силу ТВТГ с 01.01.2020. В отсутствие элемента физичности<sup>8</sup> жетонов говорить о секьюритизации прав, как это

---

<sup>7</sup> Доклад и предложение 2019/54 (или BuA 2019/93) правительства парламенту Княжества Лихтенштейн о создании закона о токенах и поставщиках услуг VT (Token and VT Service Provider Act; TVTG) и о внесении поправок в другие законы; на практике TVTG также часто называют "Законом о блок-цепочках", см. LJZ 2/18, стр. 63 (64); *Nägele/Xander*, Предложения жетонов, в частности, Предложения первоначальных монет (ICO) и Предложения жетонов безопасности (STO), а также жетоны в законе Лихтенштейна: Регулирующая среда и перспективы, Rz 18.53 в *Piska/Völkel* (ред.), *Blockchain Rules*; в своем консультационном заключении о создании закона о транзакционных системах, основанных на надежных технологиях (Blockchain Act; VT Act; VTG) и о внесении изменений в другие законы, которое было принято Правительством 28 августа 2018 года, Правительство также сослалось на VTG, которое в то время проводило консультации, как на "Blockchain Act" (Закон о блоковом механизме).

<sup>8</sup> BuA 2019/54, с. 62; закон о собственности не определяет понятие собственности, но относится к собственности на землю и транспортные средства в ст. 20 SR в сочетании со ст. 34 и ст. 171 SR - см. *Arnet* в *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, ст. 641 ZGB, N 6; *idem*, N 10: *"Только материальные объекты с пространственным расширением могут иметь материальное качество. Права и энергия - это не вещи, но в некоторых случаях к ним относятся как к вещам"* - согласно этому, маркеры, как цифровые представления данных, хранящихся в электронном или магнитном виде и, таким образом, в конечном счете, как электромагнитная энергия, не являются вещами в соответствии с этим узким понятием права собственности. Тем не менее, в качестве программного обеспечения маркеры могут представлять цифровой контент или товары, см. раздел II. Глава II.2.2.2, FN 395.

происходит<sup>9</sup> с ценными бумагами, представляется неуместным. Скорее, концепция прав собственности или ценностных прав представляется более подходящей. Будет изучен вопрос о том, как ГПР,<sup>10</sup> до внесения изменений в положения гражданского

---

<sup>9</sup> Право собственности на претензию не может быть установлено. Однако, если такое требование документально подтверждено договором, вещные права можно заказать в этом акте, который имеет физическую силу в виде бумаги, *Arnet in СНК - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, ст. 641 ZGB, N 10; концепция имущественного права Лихтенштейна была получена Швейцарией и основана, подобно немецкому BGB (§ 90 BGB), на обезличенных, физических и пространственно разделенных объектах, которые могут быть подвергнуты контролю со стороны человека. Австрийское ABGB, с другой стороны, основанное на естественном праве, гораздо более всеобъемлющее и различает физические и бесплотные объекты (§ 285 в сочетании с § 292 öABGB), *Opilio, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, том I, артикул 20 SR, Rz 7 (стр. 32). В австрийском уголовном праве энергия первоначально рассматривалась как вещь посредством аутентичного толкования. Позднее этот подход был отвергнут опять и концепция материи была снова ограничена физическими вещами, *Vax в Triffterer/Rosbaud/Hinterhofer (Hrsg), Зальцбургский комментарий к StGB, § 132 StGB, Rz 1 (S 1) mwN*. В то время как в Австрии электрическая энергия рассматривается как физическая вещь в соответствии с преобладающей доктриной гражданского права, остается спорным, является ли программное обеспечение физической вещью или только в том случае, если оно хранится на физическом носителе данных. Однако данные могут представлять собой несущественные вещи, *Хофманн в Schwimann/Kodek, ABGB Praxiskommentar, § 292 ABGB, Rz 3 и 5 (стр. 15 f)*. Это широкое понятие имущественного права в австрийском ABGB носит только программный характер и не применяется последовательно. Таким образом, также приобретение добросовестности (§ 367 öABGB) жизнеспособно только в физических вещах, *Kodek в Schwimann/Neumayr (Hrsg), ABGB Taschenkommentar, § 285 ABGB, Rz 3 (стр. 448)*.

<sup>10</sup> LGBl № 2019.118.

законодательства о ценных бумагах в заключительном разделе ГПР, рассматривает такие дематериализованные или дематериализованные ценные бумаги в контексте реализации ТВТГ и как он рассматривает обстоятельства, которые предусматривают такие дематериализованные ценные бумаги в бизнес-модели; тем не менее, будут также изучены положительные положения *de lege ferenda*, которые в этом отношении влечет за собой сам ТВТГ и, в частности, внесение изменений в заключительный раздел ГПР.

- 4 Следовательно, необходимо также отличать гражданско-правовое понятие ценных бумаг от понятия передаваемых ценных бумаг или финансовых инструментов, которые подлежат передаче в соответствии с надзорным правом. В связи с этим необходимо рассмотреть не только вопрос о том, могут ли маркеры представлять собой бездокументарные ценные бумаги, но и вопрос о том, могут ли маркеры представлять <sup>11</sup>финансовые инструменты, находящиеся на счету в жиросчетах, т.е. финансовые инструменты, хранящиеся в бухгалтерских книгах. В данном контексте более подробно представление бездокументарных ценных бумаг с помощью жетонов, представление финансовых инструментов с помощью жетонов и коллективные инвестиции в связи с жетонами будут рассмотрены во II части данной диссертации.

5

---

<sup>11</sup> Не следует путать с ценными бумагами, передаваемыми жиро в соответствии со ст. 392 ff SR, которые являются финансовым обеспечением.

В соответствии с вышеизложенным, различия между индивидуальными и коллективными инвестициями в активы в связи с символикой финансовых инструментов и портфелей должны быть проработаны дифференцированно. Впоследствии должны быть рассмотрены аспекты акционерного права фондов в связи с инвестиционным обществом, в<sup>12</sup> отличие от акционерного общества в форме сегментного общества,<sup>13</sup> выпускающего сегментные акции<sup>14</sup>, опять же в отличие от так называемых секьюритизационных средств специального назначения.<sup>15</sup>

Таким образом, конкретный исследовательский вопрос настоящего исследования заключается в следующем: *могут ли жетоны представлять собой дематериализованные ценные бумаги - т.е. бездокументарные ценные бумаги - по законодательству Лихтенштейна, и какие различия возникают в оценке до и после вступления в силу ТВТГ?* Вопрос исследования: *могут ли жетоны представлять не только гражданско-правовые бездокументарные ценные бумаги с точки зрения надзорного права, но и финансовые инструменты, находящиеся в жиросчетах ценных бумаг, и как новые технические возможности соотносятся с классически регулируемыми институтами, такими как фондовые структуры?* 6

---

<sup>12</sup> AGmVК в соответствии со ст. 361 PGR (публичное акционерное общество с переменным капиталом, являющееся аналогом SICAV - Société d'Investissement à Capital Variable, преобладающее в Люксембурге; не следует путать с аналогичным аналогом SICAF - Société d'Investissement à Capital Fixe).

<sup>13</sup> Защищенная клеточная компания (PCC) нах Арт. 243 PGR.

<sup>14</sup> См. БуА 2014/69, стр. 49 (Статья 243е, пункт 5 ГРР).

<sup>15</sup> Также называется автомобилем специального назначения (SPV).

- 7 В то время как работа, проводимая в рамках раздела I, сосредоточена на законодательстве Лихтенштейна, особенно в отношении вопроса о субисследованиях, в дополнение к национальным положениям необходимо проводить консультации с европейскими правовыми актами в связи с регулированием деятельности фондов.
- 8 Перед углубленным изучением содержания вышеперечисленных тем дается обзор технологии блочных цепочек, "умных" контрактов, токенов и монет. Следует отметить, что технические аспекты представлены в упрощенной форме для того, чтобы дать примерный обзор упомянутых технологий и сделать правовую аргументацию понятной при решении правовых вопросов, которые возникают в связи с техническими аспектами этих технологий. Кроме того, следует отметить, что термин "технология блок-сетей" или "технология блок-сетей" используется в данной работе в качестве *pars pro toto* для так называемых технологий распределенных книг и связанных с ними технологий, наиболее распространенным применением которых является технология блок-сетей.

### **1.1 Блокчейн и интеллектуальные контракты**

- 9 Блок-цепочка представляет собой техническую конструкцию технологии распределенных гроссбухов и характеризуется как общедоступный и децентрализованный регистр или система хранения данных, в которой постоянно регистрируются данные о

транзакциях. Публичность означает, что<sup>16</sup> каждая сделка в цепочке блоков, которая была сохранена, может быть публично просмотрена.<sup>17</sup> Постоянство является результатом криптографического значения рассеяния или хэш-функции (функция значения рассеяния, которая устойчива к столкновениям, что означает невозможность найти различные входные значения, которые приводят к одному и тому же

---

<sup>16</sup> Не все цепочки блоков сами по себе являются общедоступными. Проводится различие между "разрешенными" или "частными" и "несанкционированными" или "общественными" или "общественными блок-цепочками". "Публичное" и "частное" означают "разрешение на запись", а "открытое" и "закрытое" - "разрешение на чтение". Таким образом, Bitcoin и Ethereum являются "публичными" и "открытыми" блок-хайнами - к ним имеет доступ любой желающий на чтение и запись. С другой стороны, публичная закрытая блочная цепь может быть использована для осуществления анонимного права голоса. Если требуется прозрачность определенных объектов, то имеет смысл использовать частную открытую блокировку. Частная закрытая блочная цепь была бы наиболее подходящей для государственных органов. Возможным случаем использования без разрешения или публичного блока является, например, реализация так называемой самоуверенной идентификации (SSI) в качестве дополнения и восьмого уровня модели взаимодействия открытых систем (OSI), которая представляет собой эталонную модель для сетевых протоколов (физический уровень, уровень канала передачи данных, сетевой уровень, транспортный уровень, сеансовый уровень, презентационный уровень и прикладной уровень). Это может играть существенную роль, особенно в связи с переносимостью проверенных данных (идентификация, проверка возраста и т.д.).

<sup>17</sup> Разрешение на чтение; разрешение на запись - как, например, передача состояния посредством транзакции маркеров - обычно также общедоступно, но вызывает усилия, поэтому за разрешение на запись взимается плата за транзакцию. По протоколу Ethereum плата за сделку взимается в виде платы за газ. Газ - это Wei (субъединица эфира), необходимый для выполнения строк кода.

значению хэша), на котором основана технология, гарантирующая, что история транзакций не может быть повреждена или скомпрометирована современной традиционной технологией, и является ли эта стабильность или техническая избыточность тесно связана с децентрализацией. Децентральность означает отсутствие центрального органа, отвечающего за базу данных. Вместо этого большое количество "узлов" (участников сети) в одноранговой сети (децентрализованная сеть; децентрализованная автономная организация) постоянно синхронизируют<sup>18</sup> данные транзакций. В случае потери сетевого узла это не ставит под угрозу стабильность или функциональность самой сети.<sup>19</sup>

- 10 Также децентрализованы торрент-сети. Они отличаются от блочной цепочки тем, что состояния передаются не один раз (предотвращение двойных расходов на блочную цепь), но содержание может быть умножено - например, в связи с протоколами совместного использования файлов.
- 11 Транзакция в блочной цепочке показывает в самом базовом виде источник, пункт(ы) назначения и конкретную ценность,

---

<sup>18</sup> Также называется "вещание государств".

<sup>19</sup> Дополнительную информацию см. *Büch, Die Blockchain und das Recht*, LJZ 2/18, стр. 55 (стр. 55 f); см. также *Nägele/Xander, Token Offerings*, в частности, *Initial Coin Offerings (ICO) и Security Token Offerings (STO)*, а также *Token in Liechtenstein Law: Regulatory Environment and Outlook*, маржа № 18.4 в *Piskal/Völkel (Hrsg), Blockchain Rules*; ср. также проспект Hydrominer IT-Services GmbH от 26.11.2018, стр. 87 и 125 f, [https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus\\_2018-11-26\\_approved.pdf](https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf), просмотр 04.08.2019, 00:58.

подлежащую<sup>20</sup>передаче. Источник и пункт назначения также известны как адреса в блочной цепи,<sup>21</sup>где каждый может свободно создавать новые адреса. При создании такого адреса или открытого ключа автоматически генерируется дополнительная уникальная буквенно-цифровая строка символов и присваивается открытому ключу ("закрытый ключ"<sup>22</sup>). Как правило, каждому открытому ключу присваивается только один частный ключ, хотя существуют также так называемые "многозначные процедуры" ("multi-signature"), при которых одному открытому ключу

---

<sup>20</sup> "Источник, цель и значение.

<sup>21</sup> Буквенно-цифровая строка символов, генерируемая в соответствии с математическими правилами (адрес или "публичный ключ"; также упоминается как публичный ключ в ст. 5 абз. 1 № 2 VTG в редакции отчета о консультации - или более поздние изменения к технологически нейтральному идентификатору VT в ст. 2 абз. 1 л e TVTG в редакции Бюллетеня Федеральных законов 2019/54). Идентификатор VT позволяет уникально назначать токены и, таким образом, служит идентификатором (BuA 2019/54, стр. 145). Согласно Duden, под "идентификатором" понимается *"характерный признак, знак или совокупность характерных признаков, знак для однозначной идентификации чего-либо"*, ср. определение в Duden, <https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, просмотрено 04.08.2019, 00:46.

<sup>22</sup> При асимметричном шифровании или шифровании с открытым ключом не обязательно знать общий секретный ключ, так как каждый пользователь генерирует независимую пару ключей. Открытый ключ может использоваться для шифрования данных, которые, в свою очередь, могут быть расшифрованы с помощью соответствующего закрытого ключа.

присваивается несколько частных ключей, а для совершения сделки требуется еще и несколько частных ключей.<sup>23</sup>

- 12 Кроме постоянного хранения данных о транзакциях, блок-цепочка обеспечивает проверку и подтверждение каждого запроса транзакции содержанием инструкции о передаче значения с одного адреса на другой. Подтвержденные запросы на транзакцию затем сохраняются в цепочке блоков, генерируя тем самым цепочку передачи имен и символических данных в цепочке блоков. Каждый блок в цепочке блоков имеет функцию хэша или рассеяния значений (алгоритм или математическую функцию), которая генерируется из предыдущей, уже проверенной записи данных и таким образом создает иерархию данных. Этот процесс,

---

<sup>23</sup> Это также называется "сделкой m-of-n", поскольку N частных ключей присваивается публичному ключу, и для передачи токенов с этого адреса требуется, по крайней мере, M частных ключей (например, 2 из 3; сопоставимо со структурой прав подписки в соответствии с корпоративным правом); ср. проспект эмиссии Hydrominer IT-Services GmbH от 26.11.2018, стр. 87 и 125 f, [https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus\\_2018-11-26\\_approved.pdf](https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf)

известный как "добыча" или "чеканка",<sup>24</sup> непрерывно расширяет историю транзакций.<sup>25</sup>

Подтверждение сделок не происходит в каждом отдельном случае, но несколько сделок подтверждаются в блоке одновременно и сохраняются в новом блоке в блочной цепи. В среднем на момент написания данной статьи блок создается на цепочке блоков Ethereum примерно каждые 13 секунд.<sup>26</sup> В дополнение к основным функциям, перечисленным выше, блок-цепочки, такие как Ethereum, также позволяют выполнять децентрализованные программы или приложения (децентрализованные приложения; dapps; Smart Contracts). Умные контракты выполняют определенные задачи в соответствии со своим программным кодом и обычно основаны на утверждениях if-then-else (если

---

<sup>24</sup> В случае с Bitcoin был реализован механизм доказательства работы (Proof of Work - PoW), обеспечивающий вычислительную мощность (доказательство работы путем решения математической задачи). Среди прочего, также часто встречается так называемая система доказательства кола (Proof of Stake System - PoS). Консенсус в сети формируется путем взвешенного подтверждения участия (например, продолжительность участия и количество проведенных жетонов). Тип механизма консенсуса также частично зависит от типа блочной цепи - см. FN 16.

<sup>25</sup> Бюх, Die Blockchain und das Recht, LJZ 2/18, стр. 55 (стр. 55 f); Проспект Гидромайнера IT-Services GmbH от 26.11.2018, стр. 87 и 125 f, [https://www.hydriminer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydriminer-H3O-Prospectus\\_2018-11-26\\_approved.pdf](https://www.hydriminer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydriminer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf). Передача состояний подтверждается сетью только в том случае, если она соответствует правилам протокола (например, необходимо убедиться в том, что передающее лицо действительно имеет количество передаваемых токенов, более того, двойные расходы не допускаются и т.д.). Для надлежащей авторизации каждая операция должна быть подписана личным ключом.

<sup>26</sup> <https://etherscan.io/chart/blocktime> accessed 19 October 2019, 13:20.

возникает условие А, то выполняется действие В, в противном случае выполняется С).<sup>27</sup> Термин "умный контракт" был придуман Szabo в 1994 году: *"Умный контракт" - это компьютеризированный протокол транзакций, который выполняет условия контракта. Общие цели "умной" разработки контрактов заключаются в том, чтобы удовлетворить общие договорные условия (такие как условия оплаты, залог, конфиденциальность и даже принуждение к исполнению), свести к минимуму исключения, как злонамеренные, так и случайные, и свести к минимуму потребность в доверенных посредниках. Связанные с этим экономические цели включают снижение потерь от мошенничества, затрат на арбитраж и правоприменение, а также других операционных издержек. Некоторые технологии, которые существуют сегодня, можно рассматривать как грубые "умные" контракты, например, POS-терминалы и карты, EDI*

---

<sup>27</sup> Проспект компании Hydrominer IT-Services GmbH от 26.11.2018, стр. 126f, [https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus\\_2018-11-26\\_approved.pdf](https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf); название "Умный договор", которое относится к договору, вводит в заблуждение, тем более что "Умный договор" представляет собой защищенный от манипуляций, самопроверяемый и самоисполняющийся скрипт. Такой сценарий может также представлять собой договор в юридическом контексте, особенно с учетом того, что сами договоры могут заключаться устно или косвенно. Ср. также Бутерин, 13.10.2018, 10:21, [https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref\\_src=twsrc%5Etfw](https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw), звонил 30.09.2019: *"Для ясности, на данный момент я весьма сожалею о принятии термина "умные контракты". Я должен был назвать их чем-то более скучным и техническим, возможно, чем-то вроде "настойчивых сценариев".*

*и агорическое распределение пропускной способности сети общего пользования.*<sup>28</sup>

В своем манифесте "Умные контракты" *Сабо* указывает, что 14  
соображения на этот счет восходят еще глубже, а именно к так  
называемым агорическим вычислениям,<sup>29</sup> которые берут свое  
начало в 1970-е и 1980-е годы.<sup>30</sup>

## **1.2 Жетоны, монеты и стандартизация, несмотря на регулярность депозита.**

TVTГ в редакции BuA 2019/54 определяет токен как информацию 15  
о децентрализованной базе данных (системе VT, которая  
гарантирует безопасную утилизацию токенов), которая может  
представлять права и которой присваиваются VT-

---

<sup>28</sup> *Szabo, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html>* (теперь доступна только архивная ссылка).

<sup>29</sup> С греческого ἀγορά́ для пункта сбора или рынка.

<sup>30</sup> Вгл *Миллер/Дрекслер, "Агорические работы в экологии вычислений в Хубермане"* (Hrsg), "Рынки и вычисления": Открытые системы Agoric, Инжиниринг стимулов: для управления вычислительными ресурсами, Экология сравнения: A Computational Perspective 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html> <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html>; vgl auch *Wozke, Smart Contracts: Wenn Verträge zwischen Computern geschlossen werden*, 11.07.2017, <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/> <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/>, aufgerufen am 01.10.2019, 21:14.

идентификаторы или идентификаторы.<sup>31</sup> Согласно этому юридическому словарю можно сделать вывод, что токены - это информация в децентрализованной базе данных, которая представляет права, в то время как монета - это подтип токена, который не представляет права и необходим для правильного функционирования блочной цепочки (протокольный токен или протокольная монета), и стоимость которого измеряется спросом и предложением на рынке, поэтому она не представляет собой объект без внутренней стоимости, даже если он принят в качестве средства обмена, и поэтому не должна рассматриваться как фиатные деньги<sup>32</sup>, а как виртуальная валюта. С технической точки зрения, это в любом случае наоборот, и монета представляет собой родную единицу блочной цепи, в то время как жетоны используют тот же технический стандарт, что и родную монету.<sup>33</sup>

---

<sup>31</sup> Статья 2 Пункт 1, подпункт с) ТВТГ с поправками, внесенными в соответствии с БуА 2019/54.

<sup>32</sup> Определение понятия "бумажные деньги", "электронные деньги" как "бумажные деньги" и "виртуальные валюты" см. в главе II.2.9.

<sup>33</sup> Например, с чисто технической точки зрения, эфир будет рассматриваться как монета, в то время как жетоны, которые соответствуют ERC-20 (Ethereum Request for Comment Standard 20) будут подвидением этого стандарта на монету и, таким образом, будут жетонами. Обратите внимание, что существуют также аборигенные монеты, которые представляют собой права. После TVTG это будут (родные) жетоны (маркеры протоколов), представляющие права; *Nägele/Bergt*, *Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatische Grauzone?*, LJZ 2/18, S 63 (64); ср. <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, звонок 08.08.2019, 20:10: "Монета - это крипто-валюта со своим собственным блок-цепочкой, обычно созданная разработчиками с нуля или путем вилки". Вы также можете найти термин "altcoin", который подразумевает альтернативную монету, то есть любую

Но даже формулировка закона лишь указывает на то, что существуют жетоны, которые представляют права, а также жетоны, которые не представляют права (утверждают "информацию, которая может представлять права")<sup>34</sup>. С технической точки зрения токен - это программное обеспечение<sup>35</sup>, и как таковой он является частью двухфакторной меры безопасности аутентификации, используемой для авторизации использования услуг на базе программного обеспечения.<sup>36</sup> На основании

---

монету, которая не является Bitcoin"; см. также <https://de.bitcoin-wiki.org/wiki/Token>, названный 08.08.2019, 20:10: "Жетоны отличаются от bitcoins и altcoins тем, что они не добываются их владельцами [...], а [предназначаются] для продажи за фиат или крипто-валюту, чтобы финансировать технологический проект стартапа". Таким образом, монеты чаще всего используются - в дополнение к другим функциям - в связи с построением консенсуса с помощью алгоритма консенсуса (например, проверка на работоспособность или проверка на прочность) блочной цепочки.

<sup>34</sup> Статья 2 Пункт 1, подпункт с Z 1 TVTG с поправками, внесенными в соответствии с БуА 2019/54.

<sup>35</sup> Поэтому маркеры программного обеспечения, в то время как маркеры аппаратного обеспечения хранятся на физическом устройстве (аппаратном кошельке); ср. в отношении маркеров как данных или программного обеспечения в смысле товара и, следовательно, маркеров с внутренней ценностью (токена) в отличие от маркеров как представления права требования или права на членство (электронные деньги или депозиты или права на членство и права требования в смысле финансовых инструментов) Титул II. Глава II.2.2.2II.2.3.

<sup>36</sup> Rosenblatt/Cipriani, Двухфакторная аутентификация: Что нужно знать (FAQ), 15 июня 2015 г., <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/>, accessed 28.08.2019, 21:32; Petruş, How to extract data from a 2FA iCloud account, 12, August 2019, <https://www.iphone-backupextractor.com/blog/extract-data-two-factor-authentication/>, called on

юридических материалов нельзя сделать вывод о том, что монеты являются подтипом жетонов и не представляют собой прав. Также возможно, что протокольный токен или "родной" токен, с помощью которого могут осуществляться операции по блочной цепи, представляет собой право собственности на такие товары, как драгоценные металлы.<sup>37</sup> Очень важно, чтобы вещное право на такой товар было представлено в жетоне и чтобы лицо, уполномоченное распоряжаться<sup>38</sup> жетоном, таким образом, также имело полные права на конкретно представленный предмет.

---

28.08.2019, 21:34; multi- or two-factor authentication (многофакторная или двухфакторная аутентификация) - метод аутентификации, при котором пользователю компьютера предоставляется доступ только в том случае, если он предоставляет два или более доказательств (факторов) механизма аутентификации. Эти факторы относятся к знанию элементов, владению ими и их непоследовательности. Эти элементы соответствуют элементам сильной аутентификации клиента в соответствии с PSD II, см. раздел II. Глава II.2.8.1.

<sup>37</sup> Так, например, можно было бы сформировать золотую валюту или золотой стандарт, что, согласно экономической монетарной теории, увеличило бы скорость символического золота и, как следствие, в определенной степени разрушило бы стоимостно-сохраняющий характер золота.

<sup>38</sup> Переписывание жетона человеком, который может законно распоряжаться им, кажется только догматически осуществимым решением, так как право собственности будет основано на элементе тела (сила распоряжения), в то время как владельцу нужен *animus (possidendi)* в дополнение к телу (*animus rem sibi habendi* или *animus rem alteri habendi*). Собственность, с другой стороны, основана не на фактическом, а на правовом соотношении доминирующего положения. Однако, согласно законодательству Лихтенштейна, токен не представляет вещь, и положения имущественного права применяются только в ходе реализации ТВТГ аналогично или функционально адекватно (не функционально эквивалентно); см. *ВнА 2019/54*, стр. 126.

Вследствие полного права собственности на представленный предмет лицо, уполномоченное распоряжаться таким знаком, также имеет право требовать реституции этого предмета. Для эффективного создания товарных денег или золотого стандарта объект, право собственности на который представлено в токене, должен находиться на регулярном хранении (*depositum regulare*). Кастодиан по приказу владельца (лица, имеющего право распоряжаться токеном) передает предмет на хранение владельцу как третьему лицу (агенту по владению).<sup>39</sup>

Лицо, имеющее право распоряжаться таким знаком, который 17 представляет собой право собственности на товар, может также по своему усмотрению выступать в качестве владельца предмета, право которого представлено (*erga-omnes* эффект вещных прав в отличие от эффекта *inter partes* между сторонами договора). Когда лицо, имеющее право распоряжаться токеном по блочной цепочке, передает токен, право собственности на указанный предмет переходит одновременно (в конкретном случае посредством распоряжения о владении токеном к хранителю,

---

<sup>39</sup> Иностраный объект хранится у владельца с намерением владения; ст. 499 (2) и ст. 503 (1) в первом случае в сочетании со ст. 510 SR; см. *Besitzanweisung* § 375 *öABGB* в сочетании с § 428 3-ий случай *öABGB* (разработанный австрийской Rsp - *Besitzanweisung* в демаркации к традиции *brevi manu* и *Besitzkonstitut*). В отличие от юридического определения, содержащегося в австрийском Гражданском кодексе, Лихтенштейн, в силу своих положений о самостоятельном праве собственности, позитивно предусматривает, что объект может быть также приобретен, если он остается в собственности третьей стороны. Это функционально сопоставимо с § 931 *deBGB*, согласно которому право собственности может быть передано путем уступки требования о реституции (передача по уступке).

который отныне косвенно владеет предметом для нового лица, имеющего право распоряжаться токеном).<sup>40</sup> Так как существует реальное требование к объекту, на который в токене представлено право собственности, то это также может быть в любое время потребовано или проиндексировано лицом, уполномоченным распоряжаться токеном.<sup>41</sup>

- 18 Следует отметить, что депозитарий должен вернуть те же предметы, которые были<sup>42</sup>помещены на хранение в соответствии с положениями депозитарного соглашения.<sup>43</sup> Даже если хранителю приходится возвращать только предметы того же типа и качества<sup>44</sup>, все равно может потребоваться регулярная опека. Важно то, что предусмотрено в отношении собственности. В

---

<sup>40</sup> Причиной или правом собственности является заключенное в соответствии с законом об обязанностях соглашение между лицом, которое передает токен, и лицом, которое его принимает, при этом способ характеризуется фактической передачей токена с адреса Бумажного кошелька лицу, которое в соответствии с законом об обязанностях обязано передать токен, на адрес Бумажного кошелька лица, которое имеет на это право. Вымышленная передача правового титула посредством института владения допустима и по имущественному праву Лихтенштейна - ср. *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, Volume I, Art 187 SR, Rz 4 (S 406; Art 187 в сочетании со ст. 503 SR).

<sup>41</sup> В случае банкротства, например, иск об оправдании может быть отделен (п. 2 ст. 41 КО) или, если он включен в исполнение, может быть предъявлен иск об оправдании (п. 2 ст. 20 КО).

<sup>42</sup> Долг за единицу или вид.

<sup>43</sup> § 961 ABGB.

<sup>44</sup> Классовая задолженность или задолженность по участию в прибыли. Задолженность определенного класса рассматривается как единичная задолженность.

случае, если кастодиан должен стать владельцем, происходит нерегулярное хранение (нерегулярное депонирование); если вкладчик остается владельцем, то осуществляется регулярное хранение. Таким образом, решающим фактором для регулярного хранения является то, что вкладчик остается собственником.<sup>45</sup> Смешивание или обмен депозитарием предметов с предметами того же типа и качества и того же размера не влияет на договор об условном обычном хранении, до тех пор, пока депозитарий не имеет права распоряжаться предметом в свою пользу, и, следовательно, вкладчик может в любое время сделать доверенность.<sup>46</sup>

Таким образом, в случае соответствующего договора об ответственном хранении лицо, имеющее право распоряжаться токеном, который представляет собой право собственности на предмет, должно рассматриваться как владелец предмета - например, предмета, переданного на ответственное хранение посредством распоряжения о владении. В соответствии с законом об обязательствах претензии предъявляются не только при условии, что хранитель не имеет права распоряжения в свою пользу по отношению к депонированному предмету, а вкладчик

---

<sup>45</sup> RIS-Justice RS0012049, *"Для вопроса о том, присутствует ли регулирующий депозитарий или нет, он зависит не от смеси объектов (денег), сданных на хранение, с собственными объектами депозитария, а от экономических намерений сторон"*.

<sup>46</sup> *Парапатиты в Швиманне/Кодексе, § 959 ABGB, Rz 4 ff; при нерегулярном хранении, однако, право собственности на вещь переходит к хранителю, и вкладчик имеет право на возмещение только в соответствии с Обязательственно-правовым кодексом.*

все еще имеет намерение остаться собственником. Иногда это необходимо для того, чтобы исключить существование символического финансового инструмента, так как в этом отношении не существует стандартизации, а существует<sup>47</sup> индивидуализированное право собственности. Как<sup>48</sup> следствие, даже если предположить, что такой символ представляет собой (дематериализованную) традиционную бумагу<sup>49</sup>, в функциональной эквивалентности финансовых инструментов должно быть отказано, так как нет обмениваемых акций.<sup>50</sup> Тем не менее, с помощью соглашения между сторонами можно договориться о том, что хранитель может произвести платеж в счет погашения долга стороне, имеющей право распоряжаться жетоном, если он выдает товары того же типа и качества и в том же объеме, что не изменяет существования обычного опекуна. Таким образом, по существу, стандартизация могла бы быть осуществлена на уровне соглашения об ответственном хранении посредством соответствующего соглашения, без того, чтобы оно представляло собой финансовый инструмент.

---

<sup>47</sup> См. раздел II, глава II.2.3.1а.

<sup>48</sup> См. также BuA 2019/54, р. 104 f о представительстве прав собственности в символической форме.

<sup>49</sup> Гражданско-правовое обеспечение, представляющее собой требование о возврате предмета; также товарная (стоимостная) бумага, коносамент, коносамент. См. также ст. 387 и 504 SR.

<sup>50</sup> Ср. в отношении функциональной эквивалентности для традиционных ценных бумаг в соответствии с коммерческим правом BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_090106\\_tatbestand\\_depotgeschaeft.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaeft.html), 06.01.2009, последние изменения внесены 17.02.2014, стр. 1.а).

### 1.3 Заключение свидетельствует о праве собственности

Блок-цепочка представляет собой децентрализованную, 20  
общедоступную и постоянную базу данных. В зависимости от  
оформления прав на чтение и запись он может быть использован  
для различных целей. Протоколы Bitcoin и Ethereum являются  
"публичными" и "открытыми" блочными цепями. В этом  
контексте "public" означает, что, в отличие от "частных" цепочек  
блоков, каждый имеет права на запись, в то время как "открытая"  
цепочка блоков основана на разрешениях на публичное  
прочтение, в отличие от "закрытых" цепочек блоков.

С чисто технической точки зрения токен может рассматриваться 21  
как запись данных или программное обеспечение, на которое  
распространяется двухфакторная мера безопасности  
аутентификации, и впоследствии может использоваться для  
авторизации служб на базе программного обеспечения. При такой  
многофакторной аутентификации пользователю компьютерной  
программы доступ предоставляется только в том случае, если  
доказано наличие достаточных доказательств или факторов для  
аутентификации. Такие факторы основываются на знании,  
владении и непоследовательности элементов, которые также  
обнаруживаются в связи с сильной аутентификацией клиентов  
согласно PSD II.

Монеты или - в словаре TVTG - жетон регулярно используются на 22  
отдельной блочной цепочке. В отличие от таких монет, жетоны не  
генерируются в результате добычи, а выпускаются по  
существующей блочной цепочке, например, в ходе сбора средств.

Эта терминология широко используется, особенно в технической области, но не оказывает особого влияния на правовые оценки, поэтому термины "монеты" и "жетоны" могут использоваться, насколько это возможно, как синонимы.

- 23 Даже если монеты в вышеуказанном смысле не обязательно должны представлять права, их не следует рассматривать как фиат-денежь (имея в виду не только бумажные деньги, но и книжные деньги и электронные деньги), так как они имеют внутреннюю ценность в смысле виртуальных валют в связи с построением консенсуса по блоковой цепочке, или могут иметь другие функции, присущие децентрализованному протоколу.
- 24 Блокчейны регулярно используют так называемые "умные контракты", которые могут быть договорами в юридическом смысле, но в основном являются постоянными скриптами и основаны на Agoric Computing.
- 25 Жетоны не представляют собой вещь в смысле имущественного права Лихтенштейна из-за отсутствия физической формы. Только с вступлением ТВТГ в силу с 01.01.2020 г. положения имущественного законодательства будут применяться к жетонам по аналогии. Независимо от этого, применяется принцип "Вещество над формой", который должен быть прослежен до того, что представляет собой жетон. Если, например, кастодиан хранит предмет, находящийся на хранении у лица, имеющего право распоряжаться токеном в соответствии с правилами депозита, то такой токен фактически представляет собой право собственности на предмет, находящийся на хранении.

## 2. Ценные бумаги в соответствии с ГРР и их функциями

Ценные бумаги регулируются §§ 73 ff Окончательного раздела ГРР. Для целей ГРР ценные бумаги представляют собой документы, в которых право защищено таким образом, что оно может быть реализовано, утверждено или передано только вместе с документом. Кроме того, к ценным бумагам применяются положения о сертификатах акций.<sup>51</sup> Аналогичное определение содержится в ст. 965 Обязательственно-правового кодекса Швейцарии. Следует отметить, что ГРР основана на первом проекте пересмотренного текста разделов 24-33 швейцарского Кодекса обязательств 1919 года, который никогда не применялся в Швейцарии в такой форме<sup>52</sup>. Таким образом, в отличие от Австрии и Германии, законодательство Лихтенштейна и Швейцарии дает юридическое определение термина "ценные бумаги".<sup>53</sup> 26

Секьюритизация призвана обеспечить еще большую рыночную и торговую пригодность. Существуют различные принципы, которые применяются к ценным бумагам, и под этими принципами понимаются функции ценных бумаг, обеспечивающие быструю и безопасную передачу прав на ценные 27

<sup>51</sup> § Раздел 73 заключительного раздела о ГРР.

<sup>52</sup> См. главу I.3, маржа № 45; *Frick*, Типы акций по Закону Лихтенштейна о компаниях, стр. 24; *Frick in 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für Delle Karth*, 2013, Последнее развитие Закона Лихтенштейна о компаниях в свете членства в ЕЭЗ, стр. 193 (196).

<sup>53</sup> *Мишелер*, Вертпапьерехт Шульд и Сахенрехт, Цу инер капитал-марктрехтлихе теории Вертпапьеррахт - Эффектний нах эстеррайхишем, дойчем, английский и русский Рехт, стр. 17 mwN.

бумаги или их отстаивание. Простая передача достигается путем передачи функции безопасности (транспортной функции). Кроме того, документ об обеспечении служит доказательством, и должник может произвести платеж только тому лицу, которое имеет право на него, посредством документа; соглашение о передаче, как и в случае уступки требований посредством уступки,<sup>54</sup> не является необходимым (освободительная функция должника перед лицом, имеющим право на обеспечение, освобождает, таким образом, долг; в то же время право на получение платежа - узаконивание - подтверждается предъявлением ценной бумаги, удостоверяющей определенное право; при этом предполагается, что владелец ценной бумаги также имеет право распоряжаться ею).

- 28 Воплощение права в деяние также имеет косвенное значение или несет в себе доказательство того, что право действительно существует в соответствии с содержанием деяния (индикативная и доказательная функция). Право приобретается в той мере, в какой это указано в договорах об обеспечении, а договоры об обеспечении, не имеющие отношения к делу (ограничение возражения или исключение возражения в связи с доказательственной функцией или материальной ответственностью по сценарию), не имеют отношения к делу. Исключение возражения, в свою очередь, тесно связано с функцией представления или защиты сделки. Функция предъявления имеет следствием то, что должник может

---

<sup>54</sup> BuA 2019/54, p 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p 17, 19 ff.

произвести платеж только владельцу ценной бумаги - тому, кто ее предъявляет или представляет. Функция представления, которая не может быть полностью отделена от функции доказательства, освобождения и узаконивания, в конечном итоге приводит к функции защиты сделки, в соответствии с которой ценная бумага может быть добросовестно приобретена лицом, не имеющим права распоряжаться ценной бумагой.<sup>55</sup>

Таким образом, ценные бумаги характеризуются, в частности, 29  
доказательной функцией, функцией узаконивания и освобождения, исключением возражений, транспортной функцией, а также функцией презентации и защиты движения. Рыночная возможность, таким образом, защищена, в частности, возможностью приобретения у неурегулированной стороны, но также и возможностью принудительного исполнения секьюритизированного права независимо от права, фактически созданного или существующего - кроме акта - или, при необходимости, также измененного в содержании.

## **2.1 ориентировочное и доказательственное значение**

§ Раздел 73 Окончательного отдела ГРР определяет безопасность 30  
на основе трех критериев. Это один документ, секьюритизация права в этом документе и определенная связь между документом

---

<sup>55</sup> BuA 2019/54, p 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p 19 ff.

и правом.<sup>56</sup> Таким образом, право из ценной бумаги не может быть реализовано, заявлено или передано другим лицам без сертификата. Передаточный компонент, по сути, основан на транспортной функции.<sup>57</sup> Дело - это заявление в соответствии с частным правом на документ.<sup>58</sup> В таком документе могут быть зафиксированы права требования, членство или даже имущественные права. Претензионные права могут быть всеми претензиями по закону об обязанностях, в то время как права на членство включают в себя определенные права в корпорациях - т.е. права контроля и/или участия. Кроме того, ценная бумага может также представлять собой вещные требования. Такими товарными (стоимостными) ценными бумагами являются ценные бумаги, представляющие собой объекты; передача товарной ценной бумаги соответствует передаче самого товара.<sup>59</sup>

- 31 Вышеупомянутая связь между делом и законом согласовывается посредством оговорки о ценных бумагах. Безопасность не имеет чисто косвенного эффекта, а узаконивает требования определенного лица о предоставлении услуг, связанных с обеспечением безопасности. Осуществляя платеж указанному лицу, должник освобождается от своих обязательств. Такие права на ценные бумаги также передаются путем уступки и не могут

---

<sup>56</sup> *Kuhn* in *CHK* - Комментарий рук по швейцарскому частному праву, ст. 965 OR, N 19.

<sup>57</sup> См. главу I.2.4.

<sup>58</sup> *Kuhn* in *CHK* - Комментарий рук по швейцарскому частному праву, ст. 965 OR, N 20.

<sup>59</sup> *Кун* в *ЧК* - *Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, ст. 965 OR, N 21; см. ст. 504 SR.

быть уступлены каким-либо иным образом.<sup>60</sup> Таким образом, ценная бумага доказывает существование определенного права по отношению к эмитенту, которое согласно содержанию документа является обязательным.<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup> *Kuhn* in СНК - Комментарий рук по швейцарскому частному праву, ст. 965 OR, N 22 и N 26.

<sup>61</sup> Согласно § 294 ZPO, частные документы - в случае их подписания - являются полным доказательством того, что содержащиеся в них декларации исходят от эмитента. Согласно § 312 ZPO, подлинность частного документа считается неоспоримой, если не было сделано заявление о его подлинности. В отличие от Германии в Лихтенштейне не существует так называемой документарной процедуры, при которой право собственности на исполнение может быть получено посредством ускоренной процедуры - см. § 592 deZPO *"В документарной процедуре может быть заявлено требование, которое имеет своим объектом выплату определенной денежной суммы или исполнение определенного количества других заменимых предметов или ценных бумаг, если все факты, необходимые для обоснования требования, могут быть подтверждены документами"*. Независимо от этого, однако, в соответствии с §§ 577 ff ZPO открыта процедура холостого хода или вождения в нетрезвом состоянии.

## 2.2 Функция освобождения и узаконивания

- 32 Эффект освобождения и узаконивания ценных бумаг дважды регулируется в Лихтенштейне. С одной стороны, в § 1393 ABGB указано, что векселя на имя предъявителя - т.е. ценные бумаги на предъявителя - уступаются по доставке и, следовательно, не требуют никаких дополнительных доказательств, кроме владения; таким образом, акт идентифицирует законного кредитора и узаконивает владельца (в случае с ценными бумагами на предъявителя).<sup>62</sup> С другой стороны, § 74 пункт 2 Заключительного раздела ГРР регулирует право узаконивания в связи с ценными бумагами. Данное<sup>63</sup> положение ГРР предусматривает, что должник - за исключением случаев, когда он<sup>64</sup> действует недобросовестно или по грубой небрежности и при наступлении срока погашения, но не ранее, - может произвести платеж держателю ценной бумаги в счет погашения своего долга. Даже если лицо, узаконивающее себя из ценной бумаги, должно было бы утратить свое положение кредитора, то должник из ценной бумаги может погасить свой долг, заплатив исключенному лицу, и не обязан снова платить фактически имеющему на это право

---

<sup>62</sup> Мишелер, законодательство о ценных бумагах между обязательственным и имущественным правом, стр. 37 f.

<sup>63</sup> ГРР в принципе имеет преимущественную силу в качестве *lex specialis* - см. также § 35 п. 1 Окончательного раздела ГРР, согласно которому ссылка на общие положения Обязательственно-правового кодекса и имущественного права относится, прежде всего, к положениям ADHGB и, в первую очередь, к положениям ABGB.

<sup>64</sup> Вексельным законом считается дата истечения срока действия векселя.

кредитору.<sup>65</sup> Таким образом, легализация и освобождение также связаны с защитой графика.<sup>66</sup>

Владение ценной бумагой узаконивает лицо, указанное в ней в 33  
 качестве кредитора. Таким образом, право на отчуждение не  
 обязательно должно быть доказано полной цепочкой передачи  
 предыдущих кредиторов. Если собственник и, следовательно,  
 кредитор обеспечения представляет документально  
 подтвержденное право, то должник должен заплатить  
 высланному лицу.<sup>67</sup> Как уже разъяснялось, в § 74 п. 2  
 Окончательного раздела ГРП ничего не говорится о материальных  
 правах владельца; то же самое относится и к § 1393 ABGB. Однако  
 собственник (в случае инструментов на предъявителя) или, в  
 общем случае, высланное лицо считается кредитором. Если  
 должник желает оспорить право распоряжения высланным, он  
 несет бремя доказывания.<sup>68</sup>

Как вторая сторона той же самой монеты, освободительная 34  
 функция является контрагентом должника по отношению к  
 функции узаконивания лица, указанного в качестве лица,  
 имеющего право на обеспечение. Должник может произвести  
 платеж только в погашение долга перед лицом, которое  
 идентифицирует себя как правомочного кредитора с помощью

<sup>65</sup> Кун в ЧК - Комментарий руки по швейцарскому частному праву, ст. 966 ИЛИ, N 4 ff

<sup>66</sup> См. главу I.2.3.

<sup>67</sup> *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p. 38; это также связано с функцией презентации, см. главу I.2.3.

<sup>68</sup> *Micheler*, Securities law between debt and property law, p. 38 f; *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 966 OR, N 4.

ценной бумаги, и должен полагаться в качестве доказательства на секьюритизируемый документ. Должник может также произвести платеж лицу, не имеющему права распоряжаться долгом, при условии, что первое идентифицирует себя, предъявив ценную бумагу, и передаст ее.<sup>69</sup> Следует отметить, что в соответствии с § 1395 ABGB погашение задолженности предыдущего кредитора не распространяется на законодательство о ценных бумагах, так как оплачиваются только те, кто идентифицирован с помощью ценной бумаги. В отличие от Австрии, для Лихтенштейна это не может быть оправдано обычным правом, поскольку здесь, возвращаясь к статье 966 Хора, § 74 Окончательного раздела ГРП гласит, что должник обязан произвести платеж только при предъявлении обеспечения лицом, указанным в акте, а также может произвести платеж этому формально правильному кредитору при погашении долга.<sup>70</sup>

- 35 В отношении именных ценных бумаг действие освобождения и права на них также регулируется отдельно в § 83 Окончательного раздела ГРП, который восходит к ст. 975 chOR. Согласно этому положению, должник может производить платеж только в погашение долга перед лицом, которое является держателем именной ценной бумаги, с одной стороны, и которое также идентифицирует себя как лицо, на имя которого

---

<sup>69</sup> *Micheler*, Ценные бумаги между долговым и имущественным правом, стр. 39; *Kuhn* in *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, ст. 966 OR, N 6.

<sup>70</sup> *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p. 59 ff (esp. p. 62).

зарегистрирована ценная бумага.<sup>71</sup> Примечательно, что в ГРР говорится только о владении или собственности<sup>72</sup> и относится только к элементу тела или к полномочиям по распоряжению, в то время как ABGB в § 1393 прямо ссылается на владение и, таким образом, также считает необходимым элемент враждебности (желание сохранить вещь).<sup>73</sup>

<sup>71</sup> Или в качестве правопреемника лица, на имя которого оформляется сертификат ценных бумаг.

<sup>72</sup> §§ 83 (1) и, возможно, также косвенно §§ 75 (2) заключительного раздела ГРР.

<sup>73</sup> См. § 309 öABGB. Следует отметить, что в пункте 1 статьи 498 СР в сочетании со статьей 501 СР говорится исключительно о праве распоряжения имуществом в качестве владельца, в то время как в статье 443 СР опять-таки указывается компонент завещания в отношении имущества. Кроме того, следует отметить, что общие положения австрийского Гражданского кодекса (ABGB) также взаимодействуют с пунктом 1 статьи 5 SR. Вопрос о том, требуется ли элемент воли для обладания, не разъясняется в доктрине Лихтенштейна в связи со смешением приема. Однако, согласно швейцарской доктрине, для владения не требуется завещания (ср. *Stark/Lindenmann*, в *Berner Kommentar*, 4-е издание, ст. 919 ZGB, N 26) и поэтому в значительной степени эквивалентна австрийской власти по распоряжению в смысле собственности. В значительной степени это объясняется тем, что в швейцарском законодательстве не проводится четкого разграничения между телом и враждой, и иногда утверждается, что право распоряжаться также подразумевает наличие воли к обладанию. Ср. *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, том I, статья 489 SR, Rz 1 ff (S 491); однако в отношении правовой системы Лихтенштейна *Opilio*, со ссылкой на пункт 1 статьи 501 в сочетании с пунктом 1 статьи 510 SR, аргументирует наличие враждебного элемента, там же, Rz 6; на что необходимо согласиться, при этом следует отметить, что в пункте 1 статьи 510 SR речь идет о позиции владельца (которая характеризуется не только властью влияния, но и властью исключения *erga omnes* - см. *Auflage*, § 354

### 2.3 Функция презентации или защиты трафика

- 36 Функция презентации вытекает из § 74, пункт 1, Заключительного раздела ГПП. Соответственно, должник ценного бумага обязан исполнить его только против предъявления и поставки ценного бумага. Если кто-либо желает отстоять право, подтвержденное обеспечением, без предъявления обеспечения, то должник должен отказаться от исполнения обязательства.<sup>74</sup>
- 37 Ценные бумаги рассматриваются с точки зрения имущественного права - *право на бумагу следует за правом на бумагу*.<sup>75</sup> Таким образом, передача ценных бумаг на предъявителя, со ссылкой на ст. 501 SR в сочетании с § 75 п. 2 Окончательного раздела ГПП, в принципе, эффективно осуществляется посредством передачи документа. Однако ценные бумаги на предъявителя, как и другие виды ценных бумаг, могут быть переданы в ГПП в соответствии с § 75 п. 1

---

ABGB, Rz 1) и, таким образом, относится к лицу, которому законно принадлежит тот или иной вопрос. Это необязательно подразумевает наличие компонента воли, поскольку пункт 1 статьи 509 SR предусматривает правовую презумпцию того, что владелец транспортного средства также считается его владельцем. Компонент завещания, однако, прямо указан в статье 501, абзац 2 SR (даже если это не вытекает из швейцарской доктрины, а основано на соглашении о завещании в смысле договора о владении - см. статью *Старка/Линденмана* в *Berner Kommentar*, статью 922 ZGB, N 40 f и N 65 ff). Из этого, однако, можно было бы вывести в поддержку элемента воли, что обладание приобретается только тогда, когда передается тело и предыдущий владелец отказывается от своей *animus rem sibi habendi* (и, следовательно, такая воля устанавливается получателем). В статье 514 SR также говорится о желании обладать.

<sup>74</sup> *Kuhn* in *CHK* - Комментарий рук по швейцарскому частному праву, ст. 966 OR, N 3.

<sup>75</sup> *Фрик*, Типы акций по закону Лихтенштейна о компаниях, стр. 97.

Окончательного раздела ГПР посредством письменного договора и передачи ценной бумаги. На владельца ценной бумаги распространяется опровергаемая законом презумпция того, что он также является законным владельцем. Функция защиты сделки основана на пункте 2 статьи 172 СД и защищает добросовестного покупателя ценной бумаги в его праве собственности на эту ценную бумагу. Это защищает или гарантирует рыночную продажу ценных бумаг, поскольку защита от добросовестного покупателя ценной бумаги ограничена; поэтому добросовестный покупатель не может указывать на рыночную продажу ценной бумаги. Для секьюритизированных ценных бумаг на предъявителя это ограничение защитной функции или функции защиты рынка дополнительно вытекает из ст. 514 SR, в которой прямо указано, что ценные бумаги на предъявителя, утерянные владельцем против его воли,<sup>76</sup> не могут быть оспорены лицом, которое приобрело или получило их добросовестно.<sup>77</sup>

В отношении документов для приказов охрана движения также 38 специально регламентирована в § 88 Заключительного раздела ГПР. Данное положение соответствует ст. 1146 chOR, а его содержание идентично § 96 (1) Заключительного раздела ГПР (регулирование для инструментов на предъявителя), что соответствует ст. 979 chOR. Цель данного положения заключается в защите рынка, поскольку должник может предъявить защиту только добросовестному получателю, основанную на содержании

---

<sup>76</sup> Это место имущественного права также подразумевает элемент волеизъявления о владении; см. НЗ 73.

<sup>77</sup> Фрик, Типы акций по закону Лихтенштейна о компаниях, S 97 mwN.

и<sup>78</sup> действительном статусе ценной бумаги, или которую должник имеет право предъявить непосредственно владельцу ценной бумаги.<sup>79</sup>

## 2.4 Транспортная функция

- 39 Транспортная функция ценных бумаг означает, как следует из названия, что секьюритизированные права могут быть переданы просто путем передачи - возможно, подтвержденного - сертификата ценных бумаг.<sup>80</sup> Транспортная функция также вытекает из статьи 73 (1) Заключительного раздела ГРР, согласно которой права, закрепленные в акте, могут быть переданы только путем передачи акта.<sup>81</sup>

## 2.5 Заключение о функциях в соответствии с законодательством о ценных бумагах и их применении к бездокументарным ценным бумагам в рамках ТВТГ и ГРЦБ новый

40

---

<sup>78</sup> В статье 1146 chOR употребляется слово "или положение" в юридическом смысле, что, вероятно, имеет смысл и для законодательства Лихтенштейна, поскольку было бы непонятно, если бы возражения против содержания и/или действительности акта могли быть высказаны только в том случае, если бы они были направлены против существования и содержания акта.

<sup>79</sup> *Kuhn in CHK* - Комментарий рук по швейцарскому частному праву, ст. 1146 OR, N 1.

<sup>80</sup> BuA 2019/54, S 110 и S 165.

<sup>81</sup> См. также *Kuhn in CHK* - Hand Commentary on Swiss Private Law, Art 965 OR, N 15.

В случае бездокументарных ценных бумаг транспортная функция заменяется на запись в реестре бездокументарных ценных бумаг путем вручения сертификата ценных бумаг в соответствии с ТВТГ.<sup>82</sup>

Кроме того, бездокументарные ценные бумаги выполняют те же функции, что и ценные бумаги в соответствии со статьей 81a 41  
 Заключительного раздела ГРР в редакции Федерального законодательного вестника 2019/93 (LGBI 2019.304). Это означает, что права на безвозмездный въезд также имеют имманентную функцию защиты трафика, и что с помощью ТВТГ должно быть возможно добросовестно приобретать права на безвозмездный въезд, вновь введенные в ГРР. *“Если передача необеспеченных долговых ценных бумаг не имеет правового основания, сравнимого с правом собственности, то это, безусловно, имеет место в случае бездокументарных ценных бумаг в форме записи в реестре прав на бездокументарную запись, которая представляет собой бездокументарное право, при условии, что Общество обеспечивает надежное обновление [...] реестра прав на бездокументарную запись и выдает соответствующему кредитору свидетельство, подтверждающее непубличность этой записи”*.<sup>83</sup> О том, что режим имущественного права распространяется и на бездокументарные ценные бумаги, свидетельствуют законодательные материалы ТВТГ, которые касаются также положительно введенных

<sup>82</sup> § §§ 81a пункт 4 заключительного раздела ГРР с изменениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/54; см. *Jung, Die Aktie als Effekte in Zürcher Kommentar, Art 622 OR, N 135.*

<sup>83</sup> Юнг, Доля как эффекты в Цюрихском Комментарии, ст. 622 ОР, N 136 f.

бездокументарных ценных бумаг в соответствии с ГРР.<sup>84</sup> Напротив, принцип абстракции применяется только к символическим правам на бездокументарный въезд в рамках ТВТГ, в то время как принцип причинности продолжает применяться к правам на бездокументарный въезд в рамках ГРР.<sup>85</sup> Таким образом, если действующая обязательная сделка не материализуется или впоследствии аннулируется, то в соответствии с законом об обогащении права на бездокументарную запись в ТВТГ должны быть аннулированы, а права на бездокументарную запись могут быть реиндексированы в соответствии с ГРР.<sup>86</sup>

---

<sup>84</sup> BuA 2019/54, стр. 110 f - *"В соответствии с юридическим определением, содержащимся в § 81a абз. 1 SchlT PGR, бездокументарными ценными бумагами являются "права с той же функцией, что и ценными бумагами". Они выигрывают от выполнения транспортной функции, функции узаконивания и освобождения, а также функции защиты движения ("добросовестное приобретение права в соответствии с принципами имущественного права") или ограничения оборонительных средств. Эти функции основаны на внесении записи в Учредительный реестр бездокументарных ценных бумаг и, по мнению законодателя, существует функциональная эквивалентность между ценными бумагами и бездокументарными ценными бумагами. "Эта эквивалентность функций оправдывает неограниченную эквивалентность бездокументарных ценных бумаг ценным бумагам согласно § 81a SchlT PGR. (BuA 2019/54, р 111)*

<sup>85</sup> *"В связи с окончательностью сделок в системах, основанных на надежных технологиях, таких как блочная цепь, TVTG отходит от причинно-следственного принципа, преобладающего в гражданском праве Лихтенштейна, и переходит к принципу абстракции в отношении этого порядка. (BuA 2019/54, р. 126); "Непрерывность передачи на системах ТВ предполагает, что принцип абстракции следует принимать во внимание при токеновых диспозициях" (BuA 2019/54, р. 69).*

<sup>86</sup> Более подробную информацию см. в главе I.4.

Наконец, что касается прав на регистрацию прав на регистрацию ГРР, то функция узаконивания и освобождения теперь также связана с записью в реестре прав на регистрацию.

42

### **3. Жетоны как дематериализованные ценные бумаги de lege lata?**

В этой главе жетоны рассматриваются как бездокументарные ценные бумаги в соответствии с правовой ситуацией, существовавшей до вступления ТВТГ в силу. Если такие права, как право на членство или право на предъявление претензий, представлены в токене, то никакой ценной бумаги не выдается, поскольку токен не является физическим документом.<sup>87</sup> И наоборот, это означает, что такие права - представленные в жетоне - хранятся в книгах. Это соответствует пункту 1 статьи 150 ГРР в сочетании с пунктом 3 статьи 149 ГРР и пунктом 1 статьи 267 ГРР. В пункте 1 статьи 150 ГРР говорится, что ценные бумаги могут быть выпущены посредством членства только в том случае, если это прямо предусмотрено законом, что должно привести к аргументу *e contrario* о том, что никакие ценные бумаги вообще не могут быть выпущены, если это не разрешено законом. Даже в этом случае должна быть возможность хранить ценные бумаги исключительно в бездокументарной форме, т.е. в виде бездокументарных ценных бумаг. Также в сочетании со статьей 149, пункт 3 ГРР, из этого следует, что если не было выпущено ценных бумаг, то передача долей участия или создание ограниченных реальных прав на них может быть осуществлено посредством письменного договора.

43

---

<sup>87</sup> См. вступительные замечания по концепции прав собственности в главе I.1.

Положения Закона об акционерных обществах также предусматривают, что сертификаты акций должны выдаваться только в том случае, если в уставе не предусмотрено иное.<sup>88</sup> Таким образом, техническое представительство в токене не может нанести ущерб бухгалтерскому учету прав на акции.

- 44 В дополнение к вышеупомянутым отдельным положениям, положения законодательства о ценных бумагах можно найти в общих положениях ГРР и специальных положениях, таких как положения законодательства об акционерных обществах, в частности, в заключительном разделе ГРР.<sup>89</sup> Вопрос о том, должны ли сертификаты акций выдаваться акционерам акционерного общества, регулируется уставом в соответствии с пунктом 1 статьи 267 ГРР; в стандартном случае выпускаются ценные бумаги.<sup>90</sup> Положения, согласно которым право собственности на акции должно быть подписано членом совета директоров, могут применяться только в том случае, если выданы сертификаты, и это не отменено в уставе.<sup>91</sup>

---

<sup>88</sup> Ст. 267(1) ГРР.

<sup>89</sup> § Раздел 73 и последующие разделы Заключительного раздела ГРР.

<sup>90</sup> "Обязательство выдать свидетельство на акцию (свидетельство на акцию, свидетельство на акцию, свидетельство о праве собственности на акцию) распространяется на общество только в том случае, если в уставе не предусмотрено иное.

<sup>91</sup> Ст. 267(3) ГРР.

Применительно к ГРР 1926 года законодатель Лихтенштейна руководствовался подготовительной работой Губера<sup>92</sup> по пересмотру швейцарского Кодекса обязательств<sup>93</sup>, поэтому он может быть использован в качестве основы для его получения, однако необходимо учитывать, что этот проект пересмотренного проекта был впоследствии пересмотрен в Швейцарии и вступил в силу только в 1937 году.<sup>94</sup> Если сравнить швейцарский закон о компаниях в статье 620 ff ИЛИ, то аналогичное правило в отношении выдачи сертификатов акций, как в статье 267 ГРР отсутствует. Некоторые положения Обязательственного кодекса Швейцарии прямо указывают на существование прав собственности на акции как на физические сертификаты или ценные бумаги. В целях<sup>95</sup> реализации дематериализованных ценных бумаг Швейцария приняла Закон о ценных бумагах на книжном рынке.<sup>96</sup>

---

<sup>92</sup> Профессор д-р *Ойген Хубер*, адвокат и создатель Гражданского кодекса Швейцарии (ZGB), 1849 - 1923; <http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919ackurl=auto>.

<sup>93</sup> *Frick in 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für Delle Karth*, 2013, The Recent Development of Liechtenstein Company Law in the Light of EEA Membership, S 193 (S 196).

<sup>94</sup> Ср. *Бергт*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, p. 19 (Rz 55).

<sup>95</sup> Ср., например, ст. 622 абз. 5 и ст. 686 абз. 3 ИЛИ; *Форстмосер/Майер-Хайоз/Нобель*, швейцарское законодательство о компаниях, § 43 N 2 mwN.

<sup>96</sup> BEG, AS 2009 3577, действует с 01.10.2009 г. Такие бездокументарные ценные бумаги или бездокументарные ценные бумаги не следует путать с гирскопическими ценными бумагами в соответствии со ст. 392 ff SR, которые являются финансовым обеспечением в соответствии со ст. 2 (1)

46 Однако, даже если закон предусматривает только в Лихтенштейне, а не в Швейцарии, что от выпуска сертификатов акций может быть отказано или это предусмотрено учредительными документами, швейцарская практика также признает отказ от выпуска сертификатов акций, по крайней мере, в отношении "малых" акционерных корпораций или компаний, состоящих из одного человека<sup>97</sup>; согласно швейцарской догматике, акционер также не имеет исковой давности в отношении выпуска сертификата акций.<sup>98</sup>

---

лит. г Директивы 2002/47/ЕС об обеспечении финансовых залогов, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2002/47/oj>. См. также ст. 392 абз. 1 рис. 7 SR.

<sup>97</sup> Ср. о допустимости компании *Schopper/Walch* в составе одного человека, Die Reform der liechtensteinischen GmbH, LJZ 2017/01, стр. 1 (3); см. также BuA 1998/153, 178; *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, стр. 187 f (Rz 458, FN 713): "До внесения в 1980 году изменений в ГПП в соответствии со ст. 637 ГПП можно было создавать и управлять государственными обществами с ограниченной ответственностью и частными обществами с ограниченной ответственностью в форме общества с одним участником в соответствии со ст. 637 ГПП. Однако это положение было отменено, и, по крайней мере, создание акционерного общества не может быть осуществлено одним лицом (см. статьи 281 и 288 ГПП), но его управление может быть осуществлено. Только с поправкой LGBl 2000/279 к ГПП в 2000 году снова стало возможным создание общества с ограниченной ответственностью одним партнером (ст. 389 ГПП). Это соответствовало реализации Директивы о компаниях одного государства-члена (статья 2 12-й Директивы ЕС 89/667/ЕЕС о компаниях), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/1989/667/oj>, замененной Директивой 2009/102/ЕС, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/102/oj>."

<sup>98</sup> OGH до 09 С 271/98-201 от 03.03.2005, LES 2006, 161, директива d: "Общество обязано выдавать свидетельство на акцию только в том случае, если в уставе не указано больше ничего. В Лихтенштейне общепринятой

Также в Лихтенштейне ГРР не дает акционеру законного права на выпуск сертификата акций. В отношении акций на предъявителя существует обязанность назначить хранителя, который ведет реестр акционеров на предъявителя.<sup>99</sup> В отношении именных акций компания обязана вести реестр акционеров.<sup>100</sup> Ведение реестра акционеров предусмотрено законом как деятельность совета директоров, в отличие от ведения реестра акционеров, и поэтому может нести ответственность за эту деятельность на основании ответственности совета директоров перед компанией в соответствии со ст. 218 и последующими статьями.<sup>101</sup> 47

Как уже упоминалось, ГРР предусматривает, что<sup>102</sup> ценные бумаги могут выпускаться посредством членства только в том случае, если 48

---

*практикой является отказ от выпуска акций в случае так называемых "Stroh-tanzformgründungen" или однокомнатных компаний. [...] Передача прав на акции акционерного общества в принципе возможна только в соответствии с правилами уступки"; Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, p. 80 f; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, Schweizerisches Aktienrecht, § 43 N 2 ff.*

<sup>99</sup> Ст. 326с РГР. Если документы были выданы, они также должны быть сданы на хранение в депозитарий в соответствии со статьей 326а, параграф 1, ГРР.

<sup>100</sup> Вид 328 ГРР

<sup>101</sup> Статья 326b, пункт 4 ГРР; ср. также пункт 66d и пункт 66е Заключительного раздела по ГРР. Передача управления реестром акций представляет собой делегирование или назначение задач по управлению в соответствии со статьей 348 ГРР, и делегат может нести ответственность за предоставление доступа к реестру акций, а также за его хранение, см. также главу I.3.1.

<sup>102</sup> Ст. 150(1) ГРР.

это прямо разрешено конкретными положениями ГПР. Если секьюритизация осуществляется вопреки такому положению, то она не имеет юридической силы в соответствии с законодательством о ценных бумагах. Таким образом, в отношении прав учредителя<sup>103</sup> юридического лица переуступительные сертификаты рассматриваются<sup>104</sup> лишь как доказательственные документы. Однако это возможно при условии, что устав предусматривает разделение фонда учреждения, имеющего корпоративную структуру, на акции, и эти сертификаты акций должны быть выпущены в виде ценных бумаг в дополнение к правам учредителя.<sup>105</sup> Таким образом, если это разрешено законом, устав может предусматривать выпуск ценных бумаг о членстве; в противном случае секьюритизированные акции не могут быть выпущены.

- 49 Хотя сертификаты акций, выпущенные в соответствии с уставом, должны рассматриваться как ценные бумаги<sup>106</sup>, это не относится к выпуску сертификатов акций в ГмбХ. Свидетельства об акциях могут также выдаваться для получения права на членство в GmbH, но они рассматриваются как простые доказательные документы, если только в уставе прямо не указано, что они должны рассматриваться как ценные бумаги.<sup>107</sup> Такие свидетельские

---

<sup>103</sup> В соответствии с пунктом 1 статьи 543 ГПР, обладатели прав учредителя учреждения составляют его высший орган.

<sup>104</sup> Частные юридические учреждения в соответствии со статьей 534 ГПР.

<sup>105</sup> Ср. статью 540(4) ГПР.

<sup>106</sup> Ср. статьи 267(1) ГПР, 268(4) ГПР и 262(4) ГПР.

<sup>107</sup> Статья 401(3) ГПР.

показания подлежат бесплатной судебной оценке доказательств по делу, которое затягивается в судебном разбирательстве.<sup>108</sup>

Это означает, что в соответствии с законодательством Лихтенштейна о компаниях обязательство по выпуску ценных бумаг не может вытекать ни из специальных положений, таких как положения, касающиеся законодательства об акционерных обществах, ни из общих положений, которые применяются к юридическим лицам в целом; такое обязательство может быть закреплено в уставе. 50

Однако, согласно швейцарскому законодательству о компаниях, при наличии бездокументарных ценных бумаг акционер имеет право получить свидетельство, подтверждающее его право распоряжаться переданными ему ценными бумагами.<sup>109</sup> Это право на выдачу таких свидетельств о дематериализованном членстве и праве на предъявление претензий также действует в соответствии 51

---

<sup>108</sup> Статья 272 ZPO; в целом, в связи с правами на бездокументарный въезд и судебной оценкой следует также сослаться на пункт 3 статьи 1 ГРР, который гласит: "Если какое-либо положение не может быть выведено из закона, судья принимает решение в соответствии с обычным правом, а если такого положения не существует, то в соответствии с правилом, которое он установит в качестве законодателя (нахождение правосудия)". Даже если эта уникальность Лихтенштейна представляется проблематичной с точки зрения разделения властей, судья в принципе может принимать решения с точки зрения обеспечения правосудия в соответствии с правилом, которое он установит в качестве законодателя.

<sup>109</sup> *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, швейцарский закон о компаниях, §43 N 4, N 17 и N 59.

с законодательством Лихтенштейна.<sup>110</sup> Лихтенштейн всегда знал о полной дематериализации посредством ГРР, что означает, что ценные бумаги торгуются без каких-либо частей. Следовательно, правовая система Лихтенштейна не обязательно опирается на объединение отдельных эффективных ценных бумаг с помощью импровизированных конструкций удостоверения подлинности, таких как выдача глобального или коллективного акта, хотя такая структура также была бы возможна.<sup>111</sup>

- 52 Хотя в докладе о консультациях по ТВТГ<sup>112</sup> ошибочно предполагалось, что бездокументарных ценных бумаг в Лихтенштейне не существует, и они были введены в правовую систему Лихтенштейна только вместе с ТВТГ<sup>113</sup>, это мнение было

---

<sup>110</sup> Ср. депозитарные расписки в форме документальных доказательств в соответствии со статьей 326с, пункт 6 ГРР; ср. также главу I.3.1.

<sup>111</sup> Ср. о соответствующем правовом положении Швейцарии *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Закон о швейцарских акционерных обществах, §43 N 59 ff.

<sup>112</sup> В это время все еще "VTG".

<sup>113</sup> VnB Правительства о создании закона о системах сделок, основанных на надежных технологиях (Blockchain Act; VT Act; VTG) от 28 августа 2018 года, стр. 7, 81 и 132 ff - *"Для того, чтобы ценные бумаги могли быть воплощены в токен на системе VT и передаваться туда без обхода через физический сертификат, в законодательство Лихтенштейна вводится юридическая форма закона о бездокументарных ценных бумагах и одновременно создается интерфейс между законом о ценных бумагах и законом о VT"*. (S 81).

пересмотрено и исправлено в докладе и движении по ТВТГ.<sup>114</sup> Помимо ГРР, налоговое законодательство Лихтенштейна, в частности, знакомо с дематериализованными ценными бумагами и бездокументарными ценными бумагами. Еще в<sup>115</sup> 1975 году Государственный суд заявил, что, например, права учредителя (частноправового) учреждения по законодательству Лихтенштейна рассматриваются как бездокументарные ценные бумаги, *"при условии, что они содержат активы и не имеют характера ценных бумаг"*.<sup>116</sup>

Юридическая форма (частное право) учреждения, введенная со вступлением в силу ГРР в 1926 году, может также быть причиной 53 того, что Лихтенштейн уже почти 100 лет знаком с бездокументарными ценными бумагами, поскольку, как пояснялось выше, акции учреждения юридически рассматриваются как ценные бумаги только в том случае, если это прямо предусмотрено в уставе.<sup>117</sup> Аргумент *e contrario*, в противном случае они должны рассматриваться как бездокументарные ценные бумаги или имущественные права<sup>118</sup>,

<sup>114</sup> BuA 2019/54, р. 108 ff - *"Следует также отметить, что юридическая форма закона о ценности не является новой для законодательства Лихтенштейна. (S 109).*

<sup>115</sup> Ср. ст. 12, п. 1 лит. d SteG - *"Ценные бумаги, которые не котируются на фондовой бирже, а также права и требования, которые не секьюритизированы в ценных бумагах [...] должны оцениваться по рыночной стоимости [...]."*

<sup>116</sup> StGH 1975/002 от 29.04.1975, ELG 1973, 381.

<sup>117</sup> Ст. 540, п. 4 ГРР; ср. примечание 48.

<sup>118</sup> Ср. фактическое право - "имущественные права" - ст. 304f ГРР, которая относится к свидетельствам об участии, которые представляют акции без

представляющие собой членские права или права требования. На открытом заседании парламента Лихтенштейна 25/26/27 октября 2000 г., посвященном внесению поправок в ГПР, также было заявлено, что при отсутствии в законе Лихтенштейна о ценных бумагах строгого числового ключа можно выпускать уставные или договорные бездокументарные ценные бумаги.<sup>119</sup>

- 54 Более того, следует <sup>120</sup>критически оценить заявление о том, что *"законодательство Лихтенштейна о ценных бумагах, независимо от возможности выпуска бездокументарных ценных бумаг, находилось под относительно сильным влиянием идеи увязки права с физическим носителем информации (актом) с момента выхода первоначальной версии ГПР в 1926 году (см. раздел 73 (1) Окончательное разделение ГПР)"*, поскольку еще в 1980 году Фрик заявил, что *"большинство зарегистрированных в Лихтенштейне акционерных корпораций воздерживаются от выпуска акций [...]"*.<sup>121</sup> даже если выпуск ценных бумаг или акций, в частности, как уже разъяснялось в настоящей главе, является стандартной процедурой для ГПР. Однако другие источники также свидетельствуют о знакомстве правовой системы Лихтенштейна с бездокументарными ценными бумагами, например, пункт 2 статьи 1a b BankV, в котором в отношении исключения из понятия вкладов говорится об облигациях или других

---

права голоса и которые в своей конкретной кодификационной форме основаны на швейцарском праве - см.

<sup>119</sup> ТПП от 26.10.2000 г., Поправки к ГПР (№ 153/1988, доклад Комиссии и законопроект с поправками от 18 сентября 2000 г.), 2-е чтение, S 1991 г. (esp Wolff and Frommelt on Art 304f PGR).

<sup>120</sup> БуА 2019/54, стр. 108.

<sup>121</sup> Фрик, Типы акций по законам Лихтенштейна о компаниях, стр. 80 f.

*стандартизированных и массово выпускаемых облигациях или о бездокументарных правах с той же функцией.* Таким образом, законодатель прямо предполагает, что секьюритизированные права, т.е. ценные бумаги с той же функцией, могут быть выпущены и без сертификации, т.е. в качестве бездокументарных прав.<sup>122</sup>

Следует отметить, что в принципе невозможно добросовестно 55  
 приобретать дебиторскую задолженность, за исключением фиктивной уступки<sup>123</sup>, ипотеки владельца по дебиторской задолженности или секьюритизации в ценных бумагах (секьюритизированная дебиторская задолженность). Это означает, что секьюритизированные права, т.е. ценные бумаги, могут приобретаться добросовестно, в отличие от бездокументарных прав или дематериализованных ценных бумаг, т.е. бездокументарных ценных бумаг. Поскольку ТВТГ применяет положения закона о собственности *mutatis mutandis*, создается режим, при котором приобретение бездокументарных ценных бумаг - иногда в символической форме<sup>124</sup> - также подпадает под защиту с добрыми намерениями.

---

<sup>122</sup> В связи с редакционной ошибкой, вышеупомянутый юридический орган продолжает ссылаться на WPPG, а не на Постановление о проспектах 2017/1129 или на WPPDG EAOC; не важно, чтобы пруденциальная оценка была передаваемой ценной бумагой и, следовательно, финансовым инструментом, чтобы она была физическим документом.

<sup>123</sup> § Пункт 916(2) ABGB.

<sup>124</sup> При аналогичном применении положений имущественного права всегда необходимо заранее проверять, какие права представлены в токене.

56 Особенно в связи с жетонами, которые представляют собой право собственности на определенные транспортные средства, следует отметить, что из-за отсутствия удостоверения подлинности, они не являются товарными документами в соответствии со статьей 504 пункт 2 SR. Ст. 7 абз. 1 TVTG в редакции BuA 2019/93 (LGBI 2019.301) была аналогичным образом смоделирована на основании положения абз. 1 ст. 504 SR и распоряжение токеном также имеет эффект распоряжения правом, представленным токеном. Пункт 2 статьи 7 TVTG в редакции BuA 2019/93 гласит, что лицо, обязанное распоряжаться токеном, должно обеспечить, чтобы распоряжение токеном влияло и на распоряжение изображенным в токене правом и чтобы не было конкурирующего распоряжения изображенным правом; таким образом, должна существовать юридическая параллель между передачей токена и передачей прав, изображенных в токене.

57 Однако, поскольку при толковании ТВТГ положения материального права применяются функционально адекватным образом, это положение также применяется к распоряжению жетонами в отсутствие прямого положения об обратном, которое отступало бы от пункта 2 статьи 504 SR. Это означает, что

---

В частности, необходимо будет задать вопрос о том, представляют ли они собой права на добавленную стоимость. Не все жетоны должны обязательно представлять бездокументарные ценные бумаги в значении § 81a Окончательного раздела ГПР в редакции Федерального законодательного вестника 2019/93; только такие бездокументарные ценные бумаги, внесенные в реестр бездокументарных ценных бумаг - но не все долговые требования - рассматриваются ТВТГ так же, как и ценные бумаги, поэтому положения имущественного права также применяются аналогичным образом.

добросовестный получатель опасности имеет приоритет перед добросовестным получателем права на бездокументарную книгу или "товарного права", которое, согласно утверждениям в ТВТГ в редакции ФЗ № 2019/54, в основном приравнивается к ценной бумаге или товарному инструменту в смысле функционально адекватного применения положений имущественного права.<sup>125</sup> Этот процесс - также называемый правительством синхронизацией - в ст. 7 абз. 2 TVTG с изменениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/93, и вытекающие из этого обязательства распространяются исключительно на сторону, обязанную по распоряжению токеном, но ничего не говорят о добросовестном приобретении прав на предмет, представленный в токене третьей стороной; лицо, получившее законным образом право распоряжения токеном посредством законной сделки, но не права, представленные в токене (например, на предмет), сможет предъявить требования о возмещении ущерба должникам в связи с невыполнением или расторжением договора.

Результат выглядит удовлетворительным, поскольку режим 58 бездокументарных ценных бумаг, которые представлены в символической форме, был смоделирован на режим ценных бумаг, а защита, предоставляемая имущественным правом, была распространена и на них, в аналогичном применении. Прима-виста, однако, эта норма, кажется, применяется только к бездокументарным ценным бумагам в виде жетонов в соответствии с TVTG в редакции BuA 2019/93 и относилась бы к классическим бездокументарным ценным бумагам без

---

<sup>125</sup> См. BuA 2019/54, стр. 204 f.

технической реализации в знаке неравнозначно и, таким образом, невыгодно. Тем не менее, разъяснение на законодательном уровне о том, что положения имущественного права должны также функционально адекватно применяться к обычным бездокументарным ценным бумагам - в смысле гражданских или корпоративных бездокументарных ценных бумаг, таких как требования, права на членство или совместную собственность и имущественные права - вытекает из § 81a (1) и (4) в сочетании с § 81a (5) Окончательного раздела ГРР с изменениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/93, с учетом соответствующего законодательного материала. В нем указано, что бездокументарные ценные бумаги с той же *функцией*, что и ценные бумаги, могут быть выпущены или существующие ценные бумаги могут быть заменены бездокументарными ценными бумагами с той же функцией, при условии, что это соответствует документам устава и условиям выпуска. Кроме того, бездокументарные ценные бумаги, зарегистрированные в реестре прав на бездокументарную запись, могут быть приобретены добросовестно, что предполагает, что созданный в ТВТГ режим должен применяться аналогично к бездокументарным ценным бумагам для бездокументарных ценных бумаг, не представленных жетонами; таким образом, разграничение бездокументарных ценных бумаг от простых требований<sup>126</sup> осуществляется с помощью специально введенного реестра прав на бездокументарную запись, который также может вестись в электронном и децентрализованном виде и может быть объединен с другими реестрами, такими как реестр акций или реестр акций, в одном реестре. Перевод бездокументарных ценных

---

<sup>126</sup> Оговорку о ценных бумагах см. в главе I.3.

бумаг может быть осуществлен только путем обновления записи в реестре бездокументарных ценных бумаг.<sup>127</sup>

Таким образом, до вступления ТВТГ в силу можно было 59 установить только добросовестное приобретение ценных бумаг, но не бездокументарных ценных бумаг. Однако в связи с введением принципа абстракции при токенинге,<sup>128</sup> даже в случае сделки с просроченным обязательством, сделка по отчуждению остается в силе и должна быть урегулирована только в соответствии с законом об обогащении<sup>129</sup> - как это было и с дебиторской

<sup>127</sup> § §§ 81a (1) и (4) в сочетании с §§ 81a (5) Заключительного раздела ГРП с изменениями и дополнениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/54; Бюллетень федеральных законов 2019/54, стр. 313 и последующие.

<sup>128</sup> БуА 2019/54, стр. 69.

<sup>129</sup> Ср. БуА 2019/54, стр. 191; принцип абстракции, применимый к правилам передачи по ТВТГ, может иметь эффективный эффект только в том случае, если токен представляет вещь в смысле имущественного права, "res digitalis" - что не следует предполагать (ср. главу I.1) - или режим имущественного права также применяется аналогичным образом, как это обычно утверждается в ТВТГ. В этом случае можно было бы указать на отсутствие корней; однако в силу принципа абстракции это привело бы лишь к отмене несправедливого закона об обогащении (см. главу I.4). Это кажется строгим, так как система VT так же окончательна, как и основная банковская система, и из-за отсутствия реального статуса сделки должны обрабатываться в соответствии с законом об обогащении, а не в соответствии с законом о собственности, если есть недостаток в сделке с обязательством или если она не была эффективно завершена. Похоже, что здесь, в VnB, что касается создания закона о системах сделок, основанных на надежных технологиях (Blockchain law; VT law; VTG) от 28.08.2018, стр. 57 f, претензии по закону об обогащении и имущественному праву, были перепутаны. Объект купли-продажи может

задолженностью в прошлом, так как никогда не удается использовать облигацию. Однако, поскольку принцип абстракции не выходит за рамки ТВТГ на специально введенные бездокументарные ценные бумаги с той же функцией, что и ценные бумаги в § 81a Заключительного раздела ГРР в редакции Федерального законодательного вестника 2019/54, следует

---

быть обозначен как объект имущественного права, в то время как покупная цена может быть только предоставлена (ср. также действие по закону об обязательствах и имущественному праву *ex tunc* в сравнении с действием по закону об обязательствах *ex tunc* и действием по закону об имущественном праве *ex nunc* - ср. также исправление в BuA 2019/54, стр. 197). Несоответствие между номинальной правовой ситуацией и эффективной реализацией системы VT, как указано в VnB zum VTG от 28 августа 2018 г., стр. 58, представляется слишком коротким в ее реализации, так как это происходит только в том случае, если токен также подпадает под действие положений материального права. Принцип причинности сам по себе ничего не говорит о том, происходит ли обратный ход в рамках закона об обогащении или закона о собственности, что иногда также является основным моментом критики принципа причинности - ср. *Honsell, Tradition und Zession* - причинно-следственный или абстрактный?, в FS *Wiegand*, стр. 349 (с. 359 и 369). Однако представляется интересным, что принцип причинности применяется к новым правам на положительную ценность в ГРР с поправками, внесенными ТВТГ BuA 2019/93, в то время как принцип абстракции применяется только к правам на символическую ценность в рамках ТВТГ. См. также BuA 2019/54, стр. 69 - *"Непрерывность трансмиссий на системах ТС говорит об этом, чтобы избавление от жетонов основывалось на принципе абстракции [...]"* - с. 197 - *"Правительство считает оправданным введение принципа абстракции для ТВТГ [...]"* - с. 203 - *"Принцип абстракции, который может быть применен функционально адекватным образом, нарушает принцип абстракции, и жетон больше не может быть востребован даже в том случае, если сделка по взятию обязательств является дефектной". Сделка распоряжения остается абстрактной сама по себе и без причин. Обратное завершение может иметь место только с точки зрения обогащения"*.

исходить из того, что к ним по-прежнему будет применяться принцип причинности, и что на них также будут распространяться положения имущественного права.<sup>130</sup>

### 3.1 Передача прав на добавленную стоимость

ГРР не предусматривает каких-либо четких правил передачи таких 60  
бездокументарных ценных бумаг или других членских или  
долговых прав, которые не являются секьюритизированными.  
Только вышеупомянутое общее положение пункта 3 статьи 149  
ГРР предусматривает, что передача членства, а также создание  
ограниченного вещного права в таком членстве могут быть  
осуществлены посредством письменного договора, при условии  
отсутствия упреждающих прав или требования об одобрении со  
стороны корпоративных органов или членов. Однако передача  
посредством письменного договора представляется крайне  
затруднительной, особенно с учетом технологии блок-цепочки, и  
уничтожила бы ее преимущества.

Тем не менее, не следует упускать из виду тот факт, что 61  
вышеупомянутые общие положения ГРР представляют собой *lege*  
*generales*, отступление от которых осуществляется путем  
отступления от положений, содержащихся в названиях  
корпораций, учреждений и фондов. Закон о акционерных  
обществах предусматривает именно такую конкретную норму в  
пункте 2 статьи 322 ГРР, которую следует рассматривать как *lex spe-*  
*cialis*. Данное положение предусматривает, что в период между  
подпиской акций или ценных бумаг и выпуском такого документа

---

<sup>130</sup> См. главу I.3.5 и I.4.

применяются общие положения Обязательственного кодекса, т.е. положения Общего гражданского кодекса, в частности, касающиеся уступки требований и принятия на себя долга.

- 62 Таким образом, положения о передаче бездокументарных ценных бумаг, содержащиеся в статьях 1392 и последующих статьях Гражданского кодекса Австрии (ABGB), имеют отношение к передаче бездокументарных ценных бумаг. Уступка не является абстрактной сделкой, но требует в дополнение к уступке действительной основной сделки (например, приобретение дебиторской задолженности). В соответствии с принципом разделения, для передачи требуется как название, так и режим. Причинная сделка и сделка отчуждения обычно совпадают в случае уступки, хотя сделка уступки регулярно бывает свободной от формы. На практике, это *"трудно представить"*, что<sup>131</sup> что формальное обязательство по основной операции отражается в договоре о передаче.<sup>132</sup> Соответственно, по законодательству Лихтенштейна, основанному на австрийском принципе получения, переуступка, как правило, не требует письменной формы - ни в случае обязательства, ни в случае сделки по отчуждению. В соответствии со<sup>133</sup> ст. 326h ГПР действует уступка по

---

<sup>131</sup> *Heidinger* в *Schwimann/Kodek* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 13.

<sup>132</sup> *Heidinger* в *Schwimann/Kodek* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 9 и 12 f.

<sup>133</sup> Это должно рассматриваться как таковое даже с учетом того факта, что Гражданский кодекс Лихтенштейна (ABGB) не признает уступки посредством знаков в соответствии с пунктом 427 Гражданского кодекса Австрии (öABGB), поскольку положение о праве собственности в нем было отменено. Имущественное право Лихтенштейна (СР), основанное на

знаку, согласно которому передача акций на предъявителя осуществляется путем внесения в реестр акционеров нового владельца в соответствии со ст. 326с ГПР.<sup>134</sup>

Такая передача может быть подтверждена документом, и владелец 63  
 акции на предъявителя имеет право запросить у депозитария такую депозитарную расписку, которая является чисто доказательственным документом.<sup>135</sup> Из этого следует, что права, вытекающие из положения акционера или обладателя членских прав и/или прав требования (бездокументарные права; имущественные права), могут передаваться путем уступки, и передача вещественного свидетельства не является обязательной. Передача или отстаивание прав, вытекающих из позиции акционера, зависит - в отношении акций на предъявителя<sup>136</sup> - от

---

швейцарском праве, не имеет ничего сравнимого, но из этого нельзя сделать вывод, что уступка требует письменной формы в соответствии со швейцарской статьей 165 ИЛИ, так как австрийское (ABGB), а не швейцарское (OR) правовое основание было получено в отношении облигационного права и поэтому должно быть использовано; ср. на основании акта передачи *наследственной уступки в Швиманне/Кодеке* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, para. 18.

<sup>134</sup> Ср. ст. 326h, п. 1 и 3 в связи со ст. 326с, п. 2 ГПР в отношении акций на предъявителя.

<sup>135</sup> Ст. 326с (6) ГПР; ВuA 69/2012, стр. 22.

<sup>136</sup> После внесения поправки в LGBl 2013/067 ГПР больше не признает чистые акции на предъявителя, поскольку даже акции на предъявителя должны быть зарегистрированы после недостаточной оценки Лихтенштейна с целью предотвращения отмывания денег или финансирования терроризма; ср. ВuA 2012/69, стр. 5 f.

записи в реестре акционеров, который ведет кастодиан.<sup>137</sup> Даже выданная депозитарная расписка в соответствии с пунктом 6

---

<sup>137</sup> Совет директоров обязан назначить депозитария (VuA 69/2012, стр. 20). Лица, подлежащие должной осмотрительности, могут быть назначены хранителями или лицами, проживающими или являющимися резидентами Лихтенштейна, при условии, что они также имеют счет в ЕЭЗ на имя акционера. Если компания обязана назначить управляющего в соответствии с торговым правом или управляющего с особыми уставными полномочиями в соответствии со ст. 180a п. 3 ГПП, требуется только счет акционера в ЕЭЗ (ст. 326b п. 2 и 3 ГПП). В то время как сам совет директоров несет ответственность за ведение реестра именных акций, депозитарий и хранитель реестра акций на предъявителя прямо не рассматривается законом как орган (ср. словосочетание в §§ 66d абз. 1 и 66e абз. 1 Окончательного раздела ГПП и далее VuA 2012/150, стр. 8). Однако, принимая во внимание тот факт, что депозитарий также назначается компанией, представленной советом директоров (необходимая атрибуция), или областным судом в неконфликтных разбирательствах и что депозитарий также должен быть внесен в Коммерческий реестр в этом качестве (пункт 4 статьи 326b ГПП), возникает вопрос о том, занимает ли депозитарий также должность в руководящем органе в соответствии со статьей 326a et seqq. ГПП и несет ли он ответственность в качестве руководящего органа за тщательное осуществление деятельности в качестве депозитария. В соответствии со ст. 348 ГПП может быть осуществлена передача заданий депозитария. Делегирование полномочий в соответствии со статьей 348 ГПП характеризуется триадой обязанностей по уходу, которые идут рука об руку с делегированием. Делегирующий орган должен проявлять разумную осторожность в выборе (*culpa in eligendo*), в инструкции (*culpa in instruendo*) и в надзоре (*culpa in custodiendo*). Выбор лиц и инструкция по выполнению функции хранителя вызывают мало проблем. Однако пункт 1 статьи 326i ГПП регулирует надзор за депозитарием отдельно и возлагает эту задачу на аудиторов. Такое разделение обязанностей может служить аргументом против существования делегации и, следовательно, против того, чтобы депозитарий был органом. Однако, в конечном счете, все критерии для делегирования или передачи полномочий в

статьи 326с ГРР является всего лишь документом, подтверждающим доказательства, и не представляет собой отдельного обеспечительного или бездокументарного права.<sup>138</sup> Независимо от этого, следует отметить, что на передачу

соответствии со статьей 348 ГРР выполняются, и разделение обязанностей или распределение обязанностей между аудиторами не исключает наличия делегирования в соответствии со статьей 348 ГРР. В частности, в случае назначения факультативных надзорных органов в соответствии со статьей 199 ГРР, распределение обязанностей в случае делегирования даже принято (в отношении надзора). Однако из этого нельзя сделать вывод, даже если история такого привилегированного обращения с хранителем по сравнению с хранителем реестра акций сомнительна, а различие в обращении остается непонятным. Назначение самого депозитария может быть задачей совета директоров (и, следовательно, подлежащей передаче), но не деятельностью самого депозитария. Совет директоров является управляющим органом публичного общества с ограниченной ответственностью, и существует презумпция компетентности в его пользу. Совет директоров может принимать решения по всем вопросам, которые не отнесены законом или уставом к компетенции другого органа, в частности, общего собрания акционеров (см. ст. 716 СО и *Vogt*, [http://www.rwi.uzh.ch/elt-1st-vogt/gesellschaftsrecht/organisation/de/html/verwaltungsrat\\_learningObject2.html](http://www.rwi.uzh.ch/elt-1st-vogt/gesellschaftsrecht/organisation/de/html/verwaltungsrat_learningObject2.html))

*"Руководство описывает "формирование, исполнение и реализацию завещания", которое служит реализации целей компании. - Bergt, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 32 (Rz 88) unter Bezug auf Seeger, Die Verantwortung gemäß Art. 218 bis 228 des liechtensteinischen Personen- und Gesellschaftsrechts, S 86; таким образом, она основана на предпринимательских решениях. На этом фоне деятельность хранителя можно также рассматривать как чисто административный акт, а не как управление, и поэтому хранитель в соответствии со ст. 326b PGR, в отличие от хранителя реестра акций в соответствии со ст. 328 PGR, не является органом компании. Это противодействует предполагаемой синхронизации реестров акций согласно BuA 2012/69, стр. 30 аЕ.*

<sup>138</sup> БуА 69/2012, стр. 22.

бездокументарных ценных бумаг, а также на передачу ценных бумаг могут налагаться различные ограничения, например, ограничения на передачу акций. Следует также отметить, что положения имущественного законодательства не распространяются на бездокументарные ценные бумаги. Иная ситуация наблюдается с бездокументарными ценными бумагами в соответствии с § 81a Окончательного раздела ГРР, который будет введен в ходе ТВТГ с 1 января 2020 г. и должен быть внесен в реестр бездокументарных ценных бумаг и, следовательно, выполнять ту же функцию, что и ценные бумаги.

### 3.2 Ведение реестра акционеров по блочной цепи

64 Как уже говорилось в предыдущей главе, в отношении акций на предъявителя реестр держателей акций компании должен вестись депозитарием. Однако в случае с именными акциями компания обязана вести реестр акционеров. Это потому, что акционерная компания должна знать своих членов *ex lege*.<sup>139</sup> Несмотря на

---

<sup>139</sup> Это особенно важно при передаче токенированных долевых инструментов. В соответствии с положениями законодательства о компаниях, права на членство могут быть переданы только тем лицам, которые известны компании и которые, следовательно, идентифицированы ею. Сокращенное до токенов право на членство в компании, это означает, что такие токены могут быть переданы только на идентифицированные кошельки или адреса (так называемое решение по белым спискам); необходимо технически гарантировать, что право на членство в соответствии с корпоративным правом в форме токена может быть передано только на адреса кошельков, уполномоченные лица которых были идентифицированы. В случае с долговыми инструментами ситуация иная, поскольку в гражданском праве не предусмотрено, что должник всегда должен знать о своем текущем кредиторе. Если должник

противоречивую правовую терминологию, депозитарий или - если ценные бумаги на предъявителя не были выпущены и, следовательно, не могут быть депонированы в соответствии со ст. 326а ГПР - регистратор акций на предъявителя не должен рассматриваться как отдельный орган акционерного общества.<sup>140</sup> Однако в отношении ведения реестра акционеров по именованным акциям позиция исполнительного органа более четкая, чем в отношении реестра акционеров по акциям на предъявителя.<sup>141</sup>

Таким образом, в соответствии с корпоративным 65 законодательством компания обязана идентифицировать своих

---

не проинформирован о переуступке требования в отношении него, он все равно может произвести платеж предыдущему кредитору с ликвидационным действием (§ 1395 ABGB). Однако, поскольку отстаивание прав в долговом инструменте осуществляется непосредственно с помощью символики, на практике осведомленность об уступке прав вызовет мало проблем (параллельно с эффектом узаконивания и освобождения). Любые запреты на уступку должны соблюдаться; Лихтенштейн не принял австрийского положения об обязательном характере запретов на уступку, содержащегося в § 1396a öABGB.

<sup>140</sup> Ст. 326b (1) и (4) ГПР. Презумпция против назначения исполнительного органа уже приведена в § 66d пункт 1 и § 66e пункт 1 Окончательного раздела ГПР. Ср. подробно FN 137.

<sup>141</sup> Ср. ст. 328, п. 1 ГПР в связи с п. 66е, п. 1 Окончательного раздела ГПР (утверждают "в качестве ответственного органа компании").

акционеров при выпуске долевых инструментов.<sup>142</sup> В соответствии с пунктом 2 статьи 326а ГПР, акции компаний и фондов на предъявителя, включенных в листинг, освобождаются от обязанности депонировать акции на предъявителя у хранителя.<sup>143</sup> Они должны храниться в реестре только в соответствии со статьей 326с ГПР; то же самое относится к бездокументарным ценным бумагам (*de lege lata*), которые не могут быть депонированы, а только хранятся в реестре. В реестре, который ведет кастодиан, для каждой акции на предъявителя должны быть указаны полное имя, дата рождения, национальность и место жительства или фирменное наименование и юридический адрес акционера, дата вклада и - если кастодиан не является лицом, подлежащим должной проверке согласно DDA - подключение счета в ЕЭЗ на имя акционера.<sup>144</sup>

- 66 Акционерное общество также должно вести реестр (акционерный реестр) зарегистрированных акционеров, в котором акционеры должны быть зарегистрированы с указанием их фамилии, имени, даты рождения, национальности и места жительства или

---

<sup>142</sup> В отношении Общества лицо считается акционером, если оно внесено в реестр в соответствии с пунктом 2 статьи 326с ГПР или в реестр акционеров в соответствии с пунктом 2 статьи 328 ГПР.

<sup>143</sup> Это также выступает против статуса органа депозитария акций на предъявителя, поскольку в противном случае депозитарий или регистратор публичной компании с ограниченной ответственностью был бы органом, в то время как в случае фонда такой депозитарий не требовался бы, и, следовательно, ни один орган не нес бы за это ответственности. В случае с денежными средствами хранение должно осуществляться отдельным депозитарием, отдельным от управляющей компании (ст. 57 АИФМГ; ст. 32 АОКИПЦИПЦИБ).

<sup>144</sup> Статья 326с(1) ГПР.

фирменного наименования и юридического адреса. Регистрация имеет определяющее значение для установления права на членство в обществе, и только те акционеры становятся акционерами по отношению к обществу, которые вносятся в реестр акционеров с момента его создания (это относится как минимум к бездокументарным ценным бумагам, но не к физически выпущенным сертификатам, где право под свидетельством следует за правом под свидетельством и, соответственно, возникает с момента выдачи свидетельства - а не только с момента внесения в реестр). Внесение записи в реестр акционеров может быть осуществлено путем подтверждения факта передачи акций.<sup>145</sup> В соответствии со ст. 182, п. 1 ГПР, реестр акционеров должен вестись советом директоров; поскольку он является внутренним реестром компании, он не подлежит общественному мнению, и, несмотря на его декларативное действие, применяется опровержимая презумпция, что зарегистрированное лицо является акционером.<sup>146</sup> Это также означает, что права на членство и права на предъявление требований в компании могут быть дематериализованы и переданы, поскольку речь идет не об обеспечении, в котором такие права подтверждаются, а о записи в реестре акционеров или реестре акционеров.

В соответствии со швейцарским законодательством, форма 67  
реестра акционеров не определена более подробно с точки зрения

---

<sup>145</sup> Ст. 328 Пункты 1-3 ГПР.

<sup>146</sup> *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 180 f и S 183).

правового позитивизма. Для компаний, акции которых торгуются на бирже, обычной практикой является ведение реестра акций на основе информационных технологий; однако для небольших компаний он может вестись и в электронном виде.<sup>147</sup> В отличие от этого в Лихтенштейнском ГРП прямо указано, что и реестр акций, и реестр акций могут вестись в электронном виде. Важно, чтобы реестр акций хранился в электронном виде, чтобы его можно было в любое время сделать читаемым и чтобы он хранился по юридическому адресу компании.<sup>148</sup> Следовательно, должна быть возможность вести реестр акций или реестр акций в децентрализованном реестре, например, в блокчейне. Следует

---

<sup>147</sup> *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Закон о акционерных обществах Швейцарии, §43 N 79; см. также *Marxer*, *Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht*, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 181), где указано, что "реестр акционеров должен храниться как "коммерческий документ" в течение десяти лет с момента роспуска AG" в соответствии со ст. 142 абз. 1 ГРП.

<sup>148</sup> Ст. 326с (4) и (5) ГРП в сочетании со Ст. 1059 ГРП; Ст. 329а (1) и (2) ГРП в сочетании со Ст. 1059 ГРП; ср. Раздел 66е (1) (2) и (3) Окончательного раздела ГРП, в котором заметно, что эти положения опять-таки не согласованы. Таким образом, можно предположить, что депозитарий реестра акционеров в отношении акций на предъявителя имеет те же обязанности по ведению реестра, что и совет директоров в отношении ведения реестра акционеров. Однако различные нарушения в связи с ведением реестра согласно § 66d Окончательного раздела ГРП или в связи с ведением реестра акций наказываются административными штрафами. Такое неравное обращение не является объективно оправданным, а также противоречит параллелизму, предусмотренному в БуА 2012/69, стр. 30 f. БуА 2013/33, стр. 5 поясняет, что электронное ведение реестра акционеров или реестра акционеров не противоречит обязательному хранению по юридическому адресу компании; если реестр акционеров ведется в электронном виде, то помимо юридического адреса компании он будет храниться и в других местах, но это безвредно.

отметить, что в связи со ссылкой на статью 1059 ГРР, те документы, которые необходимы для подачи заявки или регистрации, должны храниться в течение десяти лет.<sup>149</sup> Срок хранения начинается с конца финансового года, в котором были сделаны соответствующие записи или регистрации.<sup>150</sup>

Положения о (электронном) ведении записей, содержащиеся в пункте 4 и пункте 5 статьи 326с ГРР, основаны на положениях статьи 28 SPV (создание, хранение и доступ к записям должной осмотрительности), с тем чтобы предотвратить любой двойной ввод одних и тех же записей данных. Следует отметить, что реестры можно вести в электронном виде через базу акционеров при условии, что соблюдены основные документы, реестры доступны в любое время и могут быть сделаны читабельными.<sup>151</sup> С юридической точки зрения не имеет значения, осуществляется ли электронное управление в центральной или децентрализованной базе данных, а также возможно ли управление листингами акционеров по блочной цепочке и сопоставимым технологиям. Следует отметить, что ведение таких справочников требуется только в отношении прав на членство, но не в отношении долговых прав или неакционерных инструментов или неакционерных ценных бумаг.

### 3.3 Заключительный реестр акций на Блокчейне

---

<sup>149</sup> См. БуА 2012/69, стр. 23.

<sup>150</sup> Ст. 1059 (1) и (4) ГРР.

<sup>151</sup> Ср. БуА 2012/69, S 31 в связи с S 21 ff (esp S 23) в связи со статьей 28, параграф 2 SPV.

- 69 С момента вступления в силу ГПР знакомы с выпуском дематериализованных ценных бумаг, так называемых бездокументарных ценных бумаг. Обязательства по выпуску ценных бумаг не могут быть получены, поэтому членство или долговые права могут быть выданы без физического свидетельства. Однако это должно быть оговорено в уставе, поскольку в стандартном факультативном случае, по крайней мере в случае акционерного общества в соответствии с пунктом 1 статьи 267 ГПР, сертификаты акций должны быть выданы, если в уставе не предусмотрено иное.
- 70 ГПР предусматривает, что компания должна знать своих акционеров. В случае акционерного общества реестр акционеров должен вестись на имя компании, а акции на предъявителя должны сдаваться на хранение кастодиану, или, если они выпущены кастодином в виде бездокументарных ценных бумаг, должны быть включены в реестр в качестве регистратора.
- 71 В соответствии с п. 4 ст. 326с и п. 1 ст. 329а ГПР, реестры акций - как реестр акций, так и реестр акций - могут также вестись в электронном виде, при условии, что их можно в любое время сделать разборчивыми. На этом фоне реестры акций можно вести и в рамках блочной цепочки, так как в соответствии с законодательством о компаниях не имеет значения, осуществляется ли электронное ведение реестра в центральной или децентрализованной базе данных.

### **3.4 Ценные бумаги против переводных ценных бумаг в соответствии с каноном MiFID.**

Если ценные бумаги в соответствии с гражданским законодательством представлены в виде токенов - т.е. они учитываются в бухгалтерских книгах как бездокументарные ценные бумаги - и если представленные права не являются индивидуально согласованными, т.е. они структурированы стандартизированно и не подлежат каким-либо ограничениям на возможность передачи, поэтому их также можно считать обращающимися на рынке капитала, то можно предположить, что эти (дематериализованные) ценные бумаги являются передаваемыми ценными бумагами в нормативном смысле, т.е. финансовыми инструментами.<sup>152</sup> Важно отметить, что для целей классификации в качестве финансового инструмента в соответствии с надзорным правом не имеет значения, является ли ценная бумага фактически выпущенной или бездокументарной; хотя в ММФИД II речь идет о переводных ценных бумагах, это также включает переводные бездокументарные ценные бумаги<sup>153</sup>; однако в соответствии с гражданским законодательством о ценных бумагах это имеет существенные последствия в отношении правил перевода в соответствии с имущественным правом, в отличие от законодательства о надзоре за ценными бумагами.

Таким образом, можно не только представлять гражданско-правовые бездокументарные ценные бумаги в форме жетонов, но и квалифицировать их в качестве финансовых инструментов для целей регулирования; таким образом, жетоны могут также

---

<sup>152</sup> Подробное определение финансовых инструментов см. в главе III.2.3.

<sup>153</sup> Ср. также ст. 3 Центрального депозитария в отношении управления ценными бумагами на счете ценных бумаг.

представлять финансовые инструменты. Финансовые инструменты, выпущенные в форме жетонов, традиционно хранятся в бухгалтерских книгах и могут представлять собой те же права, что и обычные финансовые инструменты. Здесь действует принцип *"Вещество над формой"*, а токенирование позволяет только отдельную форму (техническую) переносимости.<sup>154</sup>

- 74 Чисто техническое представление в токене не влияет на правовой статус как гражданско-правового ценностного права (ценная бумага) или регулирующего финансового инструмента (передаваемая ценная бумага или ценностное право). Даже ограниченная возможность передачи права на бездокументарную запись, исключая наличие финансового инструмента, не приведет к иной регуляторной оценке посредством токенизации при условии, что ограничение было осуществлено технически корректно; в лучшем случае возникает вопрос об экономическом смысле представления таких прав в токенизации. Что касается стандартизации, то и в этом случае надзорная оценка должна основываться на гражданско-правовой структуре права, а стандартизация не достигается автоматически техническим

---

<sup>154</sup> Ср. BaFin Fachartikel, Tokenisierung, 15.04.2019 со ссылкой на ESMA, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa\\_bj\\_1904\\_Tokenisierung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html), даже если сама статья, похоже, неверно оценивает процитированный принцип и классифицирует жетоны как ценные бумаги (recte Wertrechte) sui generis, хотя жетон как технический слой или контейнер ничего не добавляет к праву, представленному с чисто правовой точки зрения. Кроме того, подход, согласно которому право, представленное в токене - неправдоподобно говоря, "лежащее в основе" - следует за правом в токене, также был бы полностью ошибочным (NB: BaFin не согласен с этим).

представительством жетонами, так как индивидуализированные права (например, право собственности на конкретный объект и, следовательно, специфическое обязательство) могут быть представлены в виде жетонов, а не в виде заменимых прав, определяемых видом, объемом и качеством (общие характеристики; заменимые объекты).<sup>155</sup>

Что касается критерия возможности торговли на рынке капитала, 75  
 требуемого для финансовых инструментов в соответствии с Приложением I, раздел C, MiFID II, то регулярно предполагается, что это относится к символическим финансовым инструментам - если только это технически невозможно. В настоящее время единственным чисто фактическим препятствием является то, что в Лихтенштейне не существует торговых центров для токенированных финансовых инструментов и что практически нет организованных торговых центров в регионе ЕС или ЕЭЗ.<sup>156</sup> Однако

<sup>155</sup> См. главу I.1.1 представления единицы или общего долга в символе и, таким образом, в отношении индивидуализации или стандартизации.

<sup>156</sup> Согласно сайту и регистру УФР Лихтенштейна, по состоянию на 17.08.2019, в Лихтенштейне нет регулируемого рынка, ФТМ или ОФЗ, <https://www.fma-li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html>, доступен 15.09.2019, 16:36; LDX (Лондонская Биржа Деривативов), расположенная в Великобритании, имеет лицензию Управления по финансовому надзору на предоставление определенных инвестиционных услуг в отношении финансовых инструментов, [https://register.fca.org.uk/ShPo\\_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ](https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ), доступен 15.09.2019, 16:36, при этом бизнес-модель, согласно компании, относится к токенированным финансовым продуктам, <https://londondx.com/about/>, доступен 15.09.2019, 16:36.

отсутствии<sup>157</sup> организованных рынков капитала для токенированных финансовых инструментов не может исключать возможности торговли, требуемой для финансовых инструментов, поскольку такая возможность торговли вне организованных рынков капитала (регулируемый рынок, MTF, OTF) также может быть установлена посредством внебиржевых торгов (например, внебиржевые торги на DEX). При условии, что возможность торговли не исключается технологически, можно предположить, что она уже существует при первичной эмиссии символических финансовых инструментов; в противном случае иногда требуется надзорная лицензия с неопределенного момента времени, и УФР или национальный надзорный орган не могут осуществлять свою надзорную деятельность в соответствии с положениями.<sup>158</sup> Как поясняется в главе 3.2, следует отметить, что техническая реализация возможности передачи прав на токенированное членство учитывает так называемый механизм белого списка, с помощью которого права на токенированное членство могут быть переданы только по адресам, уполномоченные лица которых идентифицированы, так как в соответствии с законодательством общества требуется, чтобы общество было знакомо с его участниками.

---

<sup>157</sup> Определение (организованных) рынков капитала см. в главе П.2.3.1b раздела II.

<sup>158</sup> Ср. для маркеров в качестве финансовых инструментов подробнее раздел II, глава П.2.3П.2.3.5, и для конкретных вопросов также П.2.2.2; ср. для децентрализованных торговых мест (ДЕКС) раздел II, глава П.2.5 сочетании с главой П.2.4.

### 3.5 Удостоверение и чистая именная бумага в виде жетонов

Передача ценной бумаги в собственность, как правило, 76 осуществляется посредством письменного договора и передачи ценной бумаги.<sup>159</sup> Данное положение применяется к именным ценным бумагам<sup>160</sup>, ордерным бумагам<sup>161</sup> и ценным бумагам на предъявителя.<sup>162</sup> Однако следует отметить, что вещное право относится к физической бумаге, сертификату безопасности.<sup>163164</sup> Таким образом, эти положения применяются только к секьюритизированным членским и долговым правам. Однако общие положения ГРП также содержат требование о передаче прав на членство и долговых обязательств в письменной форме при условии, что в отношении таких прав не было выпущено никаких ценных бумаг.<sup>165</sup> Однако Закон об акционерных обществах предусматривает специальное положение, согласно которому до выпуска ценных бумаг правоотношения между абонентом и Компанией регулируются обязательственным законодательством. Таким образом, такие бездокументарные ценные бумаги могут быть присвоены без необходимости их письменного оформления в сделке по обязательству или распоряжению - путем уступки

<sup>159</sup> § Раздел 75(1) Окончательного раздела ГРП.

<sup>160</sup> §§ Разделы 82 и последующие разделы Окончательного раздела по ГРП.

<sup>161</sup> §§ Раздел 87 и последующие разделы заключительного раздела, посвященного ГРП.

<sup>162</sup> §§ Разделы 95 и последующие разделы Окончательного раздела ГРП.

<sup>163</sup> См. главу I.3.1.

<sup>164</sup> §§ 75(1) и 82 Окончательного раздела ГРП. в сочетании со Статьей 322(2) ГРП.

<sup>165</sup> Статья 149(3) ГРП.

подписи.<sup>166</sup> Однако при отсутствии связующего фактора вещного права к таким бездокументарным ценным бумагам претензии по имущественному праву не могут быть предъявлены. Так называемая функционально адекватная применимость положений имущественного права к жетонам учитывает это обстоятельство в ТВТГ.<sup>167</sup> Таким образом, права на добавленную стоимость не подпадают под действие положений о ценных бумагах.

- 77 Ценные бумаги, оформленные по заказу, должны быть переданы по индоссаменту. Индоссамент имеет силу заявления об уступке, сделанного на основании акта. Поэтому индоссамент является переводом или тематической запиской.<sup>168</sup> Инструменты, изготовленные на заказ, оформляются от имени правомочной стороны, а также на заказ, поэтому должник может произвести платеж лицу, изготовленному на заказ или указанному в индоссаменте, что влечет за собой погашение долга. Не обращая внимания на разницу между ордерными и настоящими

---

<sup>166</sup> Ст. 322 (2) ГПР как *lex specialis* к Ст. 149 (3) ГПР; ср. главу I.3.1; положения о ценных бумагах в заключительной части ГПР имеют преимущественную силу перед положениями законодательства об акционерных обществах (ср. Введение положений о бездокументарных ценных бумагах в § 81a Заключительного раздела ГПР в редакции Федерального закона о частном телевидении 2019/54 кажется догматическим разрывом с ТВТГ, поскольку впервые имущественные права регулируются положениями о ценных бумагах. Однако это положение не требует заключения письменного договора для последующей передачи права на бездокументарную запись.

<sup>167</sup> См., например, BuA 2019/54, S 126 или раздел 81a (4) Окончательного отдела ГПР с поправками, внесенными в него в соответствии с BuA 2019/54.

<sup>168</sup> § Раздел 75, п. 2 в сочетании с разделом 76, п. 1 Окончательного раздела ГПР; см. также раздел 94, п. 1 Окончательного раздела ГПР.

именными ценными бумагами, <sup>169</sup>*Layr/Marxer* заявляет, что для передачи именных акций требуется индоссамент. Очевидно, было упущено из виду, что именные ценные бумаги представляют собой ордерные бумаги только в случае возникновения сомнений - т.е. по диспозитивному правилу, но не обязательно, если в уставе не предусмотрено иное. Однако, если чистые или подлинные именные акции выпущены в соответствии с уставом, требование о передаче индоссамента, которое предусмотрено только для ордерных бумаг, не применяется.<sup>170</sup>

Таким образом, в соответствии с учредительным договором 78 возможна эмиссия именных акций в виде подлинных именных акций, так называемых "рект-акций" или "рект-бумаг", которые могут быть присвоены в дематериализованной форме.<sup>171</sup> Как уже объяснялось, ценные бумаги, в отличие от бездокументарных ценных бумаг, могут передаваться только посредством письменного договора и фактической поставки; бездокументарные ценные бумаги, с другой стороны, могут быть уступлены без необходимости письменного соглашения.<sup>172</sup> Как

<sup>169</sup> *Layr/Marxer*, Правовой характер и передача "жетонов" с точки зрения Лихтенштейна, LJZ 1/19, стр. 11 (16).

<sup>170</sup> Ст. 327(1) ГРР. Ср. также ст. 974 СО о различии между зарегистрированной ценной бумагой и ценной бумагой для заказа в соответствии со швейцарским законодательством.

<sup>171</sup> *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, закон Швейцарии о компаниях, §43 N 34 ff; см. также ВuА 2019/54, стр. 119, о подлинных именных ценных бумагах.

<sup>172</sup> Ср. о возможности уступки членских прав или прав требования, хранящихся в книгах (в виде жетонов) *Layr/Marxer*, правовой природе и передаче "жетонов" с точки зрения Лихтенштейна, LJZ 1/19, стр. 11 (16). В

следствие, вопрос заключается не в том, могут ли жетоны представлять собой ордерные бумаги и каким образом здесь должно быть сделано индоссамент; скорее, в отсутствие секьюритизации в акте, такие бездокументарные ценные бумаги не являются ценными бумагами и, следовательно, не соответствуют положениям о формальных требованиях, таких как письменный договор или индоссамент.

- 79 Поэтому содержащееся в докладе и ходатайстве ТВТГ заявление<sup>173</sup>, согласно которому именные акции могут быть выпущены и в будущем в форме бездокументарных ценных бумаг, не содержит новых существенных разъяснений, поскольку до сих пор это было возможно и по законодательству Лихтенштейна. Однако важно то, что в будущем именные акции, а также другие права на членство или долговые права могут быть выпущены в виде бездокументарных ценных бумаг с той же функцией, что и ценные бумаги. Следовательно, регулирование этих бездокументарных ценных бумаг в соответствии с § 81a Окончательного раздела ГРР в редакции Федерального законодательного вестника 2019/93 в разделе, посвященном ценным бумагам, имеет догматический смысл и приветствуется. Соответственно, в законодательных материалах также разъясняется, что *"в случае передачи права на бездокументарную запись, которая считается ордерным документом, запись в реестре бездокументарных ценных бумаг влечет за собой все*

---

случае технического представительства членского или имущественного права (ценностного или имущественного права), которое хранится в книге в токене, юридически действительная передача может быть осуществлена путем передачи токена.

<sup>173</sup> БуА 2019/54, стр. 119.

*последствия индоссаментации*".<sup>174</sup> Кроме того, следует приветствовать равное отношение к ценным бумагам и правам, выполняющим ту же функцию, что и ценные бумаги (бездокументарные ценные бумаги, представляющие собой претензии, права на членство или имущественные права), поскольку это означает, что положения имущественного права со ссылкой на законодательные материалы ТВТГ и ГПР в редакции Бюллетеня федеральных законов 2019/54, как правило, применяются к бездокументарным ценным бумагам функционально адекватным образом. В то же время результат по бездокументарным ценным бумагам, по мнению ТВТГ, является жестким в связи с отходом от принципа причинности к принципу абстракции, поскольку в случае дефектной сделки с обязательством маркер не может быть проиндексирован - это приводит лишь к обратной сделке по закону о коллизии, как это было бы в противном случае и в случае с претензиями.<sup>175</sup> Однако добросовестный получатель товара всегда имеет преимущество перед добросовестным получателем товарного документа или права в любом случае. Кроме того, существует<sup>176</sup> возможность выпуска бездокументарных ценных бумаг в соответствии с ГПР в редакции Федерального закона № 2019/93 с той же функцией, что и ценные бумаги, на которые по-прежнему распространяется гражданско-правовой порядок причинно-следственного характера.<sup>177</sup>

<sup>174</sup> БуА 2019/54, стр. 119.

<sup>175</sup> БуА 2019/54, стр. 203; см. также главы I.3 и I.4.

<sup>176</sup> Статья 504, пункт 2 SR.

<sup>177</sup> Подробнее см. в следующей главе I.4.

#### 4. Классификация жетонов по гражданскому праву в соответствии с "Законом Лихтенштейна о блок-цепях" (TVTG)

80 Как уже отмечалось в начале главы 1, согласно имущественному праву Лихтенштейна жетоны не представляют объектов; согласно этому пониманию, "res digitalis" не существует.<sup>178</sup>

81 В TVTG в редакции Федерального закона "О вещании" 2019/54 сказано, что в соответствии с этим законом положения имущественного права должны применяться к гражданско-правовым нормам вещания функционально адекватно, т.е. аналогично, но не эквивалентно.<sup>179</sup> Вещь не может быть непосредственно представлена в токене, но TVTG предусматривает, что вещь может быть абстрагирована или извлечена и представлена в токене - или право в веществе может быть представлено в токене как следствие полного права собственности.<sup>180</sup> Это приводит к тому, что жетоны могут быть приобретены с добрыми намерениями.<sup>181</sup> Однако при добросовестном приобретении токена, который представляет собой право собственности - например, на добро - ст. 504 SR должна по-прежнему соблюдаться, поскольку такой токен фактически соответствует коммерческому документу; соответственно, добросовестный приобретатель добра имеет

---

<sup>178</sup> Примечание: Нелатинское слово "создание цифровой вещи".

<sup>179</sup> БуА 2019/54, S 126, 166, 184-186, 197, 202, 203 и 210.

<sup>180</sup> БуА 2019/54, стр. 184.

<sup>181</sup> См. БуА 2019/54, стр. 210.

преимущественную силу перед добросовестным приобретателем токена.<sup>182</sup>

Кроме того, функционально адекватное применение положений 82  
имущественного права к распоряжению о передаче жетонов в  
принципе привело бы к тому, что в случае дефекта или  
прекращения по какой бы то ни было причине сделки с  
обязательством был бы предоставлен доступ к жетону для  
виндикации имущественного права. Однако применимость *Rei*  
*Vindicatio* к бездокументарным ценным бумагам в форме жетонов  
по мнению TVTG блокируется тем фактом, что принцип  
причинности - преобладающий в Лихтенштейне - был оставлен  
для порядка передачи жетонов по мнению TVTG, и принцип

---

<sup>182</sup> Ср. также главу I.1.2 о различии между товарным инструментом и финансовым инструментом; только посредством регулирования депозита или представления права на определенную часть товара можно предотвратить пруденциальную стандартизацию (товарного требования; в случае массового выпуска таких жетонов) и, следовательно, предотвратить квалификацию для пруденциальных целей в качестве финансового инструмента (с дополнительным наличием переводимости и возможности обращения); ср. об элементах переводных ценных бумаг в качестве финансовых инструментов Глава III.2.3 раздела II.3; NB: (электронные) ваучеры, выданные эмитентом для приобретения товаров или услуг, как правило, не являются переводными ценными бумагами, если они рассматриваются как платежные инструменты, что исключает наличие финансового инструмента (см. статью 3а, пункт 1, № 42 Закона о банковской деятельности и статью 4, пункт 1, № 44 MiFID II); В то же время, однако, такие ваучеры также в значительной степени выходят за рамки применения РП II или ZDG в стандартном случае, так как применяется территориальное исключение для сетей с ограниченной пропускной способностью (Recital 14 РП II; однако, с момента вступления РП в силу, об этом исключении необходимо уведомить национальный надзорный орган и обосновать его - статья 37 РП II).

воздержания теперь применяется к этому гражданско-правовому порядку передачи жетонов по мнению TVTG.<sup>183</sup>

- 83 В этой связи из юридических материалов ТВТГ можно взять следующее: *"Правительство считает правильным, что в имущественном праве Лихтенштейна не признается принцип абстракции, но что и обязательства, и сделки по отчуждению должны иметь юридическую силу для того, чтобы отчуждение осуществлялось на основе принципа причинно-следственной связи. Однако при соблюдении принципа причинности сделка должна быть отменена в соответствии с имущественным правом (ex tunc), а токен, на который распространяется порядок, в соответствии с которым имущественное право применяется функционально адекватным образом, может быть проиндексирован, что противоречит системам VT и, в частности, их окончательности. Однако, благодаря принципу абстракции, может быть заявлено только требование об обогащении, и оно подвергается общему риску банкротства. Однако это также было бы сопоставимо с переводом денежной суммы через банк. В связи с отсутствием имущественного права деньги не могут быть обращены вспять в соответствии с имущественным правом, а, напротив, в соответствии с законом об обогащении совершается обратная сделка; эти сделки также не удаляются и не отменяются из основной банковской системы.*<sup>184</sup>
- 84 По существу, это должно быть одобрено. В отчете о консультациях по VTG эта отличительная особенность еще не была так четко

---

<sup>183</sup> BuA 2019/54, S 197 и 203

<sup>184</sup> БуА 2019/54, стр. 197.

очерчена и до сих пор является догматически неясной.<sup>185</sup> Если исходить из того, что введение принципа абстракции поставит

<sup>185</sup> См. комментарий в правительственном VnB по VTG от 28.08.2018, стр. 57 f: *"Взаимосвязь между обязательством и сделкой по отчуждению может быть либо урегулирована таким образом, что отчуждение не имеет эффекта без действительной основной сделки (принцип причинности, применяется, например, в швейцарском законодательстве о движимом и недвижимом имуществе и в австрийском законодательстве), либо что отчуждение также имеет эффект без действительной основной сделки (принцип абстракции, которому следует Гражданский кодекс Германии)". Нельзя переоценивать практическое значение этих двух систем. Если сделка, лежащая в основе, недействительна, последствия диспозиции в любом случае могут быть не окончательными. Если применяется принцип абстракции, то урегулирование производится в соответствии с принципами права обогащения, в то время как в случае принципа причинности удаление рассматривается так, как если бы оно не было осуществлено. Различия между принципом причинности и принципом абстракции еще более усугубляются тем, что основания для недействительности могут охватывать как обязательство, так и сделку по отчуждению (так называемая идентификация ошибки). Разница особенно важна в случае банкротства приобретателя, поскольку согласно абстрактному принципу сторона, распоряжающаяся активами без объяснения причин, имеет только требование об обогащении имущественной массы банкрота и, таким образом, несет риск неплатежеспособности приобретателя. Неизменяемость передач на системах VT предполагает, что принцип абстракции должен применяться к диспозиции токенов, т.е. они должны считаться эффективными даже в том случае, если эффективная сделка по обязательству не была заключена (например, по причине противозаконности) или впоследствии прекратила свое существование (например, в связи с опсариванием из-за ошибки). Принцип причинности в данном случае приведет к расхождению между номинальной правовой ситуацией и фактическими обстоятельствами, зафиксированными в системе VT. Это не означает, что распоряжение является окончательным, а лишь означает, что несправедливо обогащенный приобретатель, передавая жетоны обратно необоснованному распорядителю посредством нового процесса передачи (или, в случае необходимости, будучи*

компанию в худшее положение в случае банкротства - в случае недействительности сделки по обязательству, - поскольку по закону о неосновательном обогащении можно будет лишь аннулировать сделку, а кредитор, таким образом, будет подпадать под действие квоты по закону о банкротстве, то в ответ на это необходимо будет принять решение о том, что такого рассмотрения будет недостаточно, поскольку принцип причинности позволяет лишь отстаивать свои права в случае объектов; с другой стороны, согласно закону о неосновательном обогащении требования всегда должны быть аннулированы. Это относится не только к денежным требованиям, но и к тому, что жетоны, которые представляют собой бездокументарные ценные бумаги или бездокументарные ценные бумаги в целом (по крайней мере, в соответствии с правовой ситуацией до вступления в силу ТВТГ), представляют собой только требования и, следовательно, по закону об обогащении должны были бы быть отменены только в том случае, если бы в сделке с титулом был обнаружен дефект. Фактически это не приводит к ухудшению положения в области банкротства из-за принципа абстракции, поскольку уже в соответствии с принципом причинности дебиторская задолженность может быть обращена в соответствии

---

*вынужден сделать это по решению суда), должен в соответствии с нормами закона об обогащении отказать от этого распоряжения. Вопреки этому мнению, представленному в VnB на VTG и исправленному в Бюджетном вестнике 2019/54 на TVTG, принцип причинности также потребовал бы отмены по закону об обогащении, если бы сделка с ценными бумагами была прекращена, при условии, что токен не рассматривался бы по закону о собственности, что соответствовало бы правовому положению, существовавшему до TVTG.*

с законодательством об обогащении только в том случае, если сделка, лежащая в ее основе, перестает существовать.<sup>186</sup>

Что касается аннулирования в соответствии с правом 85 неправомерного обогащения, то следует проводить различие между аннулированием и *ex tunc* в соответствии с обязательственным и имущественным правом или *ex tunc* в соответствии с обязательственным и *ex nunc* в соответствии с имущественным правом.<sup>187</sup> Это тесно связано с оценкой того, какое противоречие действительно применяется - *condictio sine causa*<sup>188</sup> согласно § 877 ABGB, *condictio indebiti*<sup>189</sup> согласно § 1431 ABGB, *condictio ob causam finitam* (*condictio causa finita*)<sup>190</sup> или *condictio causa*

<sup>186</sup> См. главу I.3 FN 129.

<sup>187</sup> Речь идет об обязательстве в соответствии с законом об обязательствах и вещной сделке.

<sup>188</sup> Под *condictio sine causa*, как следует из названия, понимается взыскание услуг на основании договора, который был оспорен из-за отсутствия воли, поэтому договор должен быть расторгнут *ex tunc* в соответствии с законом об обязанностях и имуществе (взыскание в связи с устранением причинно-следственной связи/причинной сделки). Ср. *Pletzer in Kletečkal/Schauer*, ABGB-ON 1.02, § 877, абз. 2. *condictio sine causa* может конкурировать с *condictio indebiti*, *condictio causa data causa non secuta*, с имущественным иском и с требованиями о возмещении ущерба - ср. *idem*, абз. 24 mwN.

<sup>189</sup> *condictio indebiti* регулирует отмену договора после погашения необязывающего долга; кредитор *condictio* производит платеж с намерением выполнить обязательство, которого не существует, что приводит к платежу без законных оснований. См. *Lurger in Kletečkal/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 f.

<sup>190</sup> *condictio causa finita* регулирует случай последующего прекращения ответственности, при котором применяется *ex tunc effect* согласно закону об обязательствах и *ex nunc effect* согласно закону о собственности

data causa non secuta<sup>191</sup>, оба из которых регулируются в § 1435 ABGB (последнее противоречие, однако, вытекает из этого положения только по аналогии).

#### **4.1 Права на ценность согласно ТВТГ (принцип абстракции) и ГРР (принцип причинности)**

86 Примечательно, что, даже если в законодательных материалах этому не уделялось особого внимания, бездокументарные ценные бумаги представляют собой права, выполняющие ту же функцию, что и ценные бумаги, в соответствии с Разделом 81a Окончательного отдела ГРР с поправками, внесенными в соответствии с VuA 2019/54 или VuA 2019/93. Таким образом, помимо функции доказательства, освобождения, узаконивания и транспортировки, бездокументарные ценные бумаги выполняют также функцию защиты дорожного движения.<sup>192</sup>

87 Это также четко стандартизировано законодателем в § 81a п. 5 Заключительного раздела ГРР в редакции Федерального законодательного вестника 2019/93: *"Любое лицо, которое*

---

(например, в случае конверсии, снижения цены или изъятия). См. *Lurger* в *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 и § 1435, Rz 1 f.

<sup>191</sup> Также *condictio ob rem* (*dati re non secuta*) или *condictio ob causam datam*, который направлен на обращение вспять льгот, которые не были использованы по назначению.

<sup>192</sup> Общие положения законодательства о ценных бумагах в § 73 и далее Окончательного раздела ГРР должны применяться эквивалентно к вновь введенным бездокументарным ценным бумагам; в частности, передача права собственности в § 75 номенклатурного цита имеет значение в этом отношении.

*добросовестно приобретает бездокументарные ценные бумаги или права на бездокументарные ценные бумаги у лица, внесенного в реестр бездокументарных ценных бумаг, защищено при его приобретении, даже если продавец не был уполномочен распоряжаться бездокументарными ценными бумагами".* В обмен на простые долговые права законодательство о ценных бумагах предусматривает приобретение ценных бумаг или прав, которые они добросовестно представляют в связи с функцией защиты рынка, поскольку секьюритизированное право следует за правом на бумаге и, следовательно, за нормами имущественного права. Бухгалтерские<sup>193</sup> ценные бумаги в соответствии с § 81a Окончательного раздела ГРЦБ в редакции Федерального законодательного вестника 2019/54 также выполняют эту функцию, однако *"[в случае бездокументарных ценных бумаг] запись в реестре бездокументарных ценных бумаг заменяет собой право собственности на сертификат".* Приобретатель, добросовестно приобретающий ценные бумаги у лица, внесенного в реестр бездокументарных ценных бумаг, должен быть защищен при их приобретении, даже если это лицо не было уполномочено распоряжаться правами, вытекающими из материального права".<sup>194</sup><sup>195</sup> Таким образом, афоризм *"право на бумагу следует за правом на бумагу"* также применяется в аналогичной модификации к бездокументарным ценным бумагам, созданным в соответствии с ВА 2019/54; право на книгу следует за "правом на книгу", в

---

<sup>193</sup> Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, p. 97; см. также главу I.2.3.

<sup>194</sup> BuA 2019/54, S 314

<sup>195</sup> Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischen Aktienrecht, S 97, mwN.

соответствии с которым регистр бездокументарных ценных бумаг или запись в нем имеют соответственно реальный характер. При внесении права в такой реестр прав на бездокументарную книгу *"существующее право требования или право на членство подлежит узакониванию и передаче в соответствии с законом о ценностях"*. В функциональном отношении запись в реестре прав на бездокументарную запись эквивалентна передаче сертификата [...].<sup>196</sup> Это также означает, что новые бездокументарные ценные бумаги, кодифицированные в ГРЦБ, должны подпадать под действие положений законодательства о передаче прав собственности, поскольку ссылка делается на положения о передаче в соответствии с законодательством о стоимости. Правила передачи в соответствии с ценностным правом аналогичны правилам передачи в соответствии с законодательством о ценных бумагах, поскольку в юридических материалах указано, что бездокументарные ценные бумаги являются правами, выполняющими ту же функцию, что и ценные бумаги. Таким образом, транспортная функция таких бездокументарных ценных бумаг в соответствии с ГПР в редакции ВuА 2019/54 и ВuА 2019/93 также распространяется на такие бездокументарные ценные бумаги так же, как и на ценные бумаги, при этом передача права с бумаги посредством передачи бумаги заменяется передачей права с реестра бездокументарных ценных бумаг посредством передачи права на реестр бездокументарных ценных бумаг - или внесением в него соответствующей записи.

---

<sup>196</sup> ВuА 2019/54, стр. 314.

Строгим в этой аргументации является тот факт, что реестр прав на бездокументарную запись не заменяет такие реестры акций, как реестр акций или реестр акций, и что они должны храниться независимо от ведения реестра прав на бездокументарную запись.<sup>197</sup> Это свидетельствует о том, что реестр прав на бездокументарные ценные бумаги - это не просто список акций, а в случае бездокументарных ценных бумаг он выполняет ту же функцию, что и сертификат в соответствии с законодательством о ценных бумагах.

Швейцарская доктрина также придерживается этой точки зрения 90 в отношении ценных бумаг: *"Если при передаче необеспеченных долговых ценных бумаг отсутствует правовая основа, сопоставимая с правом собственности, то это, безусловно, имеет место в случае бездокументарных ценных бумаг в форме записи в реестре бездокументарных ценных бумаг, который является составной частью бездокументарной ценной бумаги [...]."*<sup>198</sup>

Это также является результатом комментариев к основным 90 положениям закона о ценных бумагах и о ценных бумагах в законопроекте о создании ТВТГ и о внесении изменений в другие законы. Например, правительство утверждает, что бездокументарные ценные бумаги - это *"необеспеченные права, которые структурированы таким образом, что они выполняют те же функции, что и ценная бумага общественного доверия"*. Как правило, на них возлагаются следующие функции: *простая передача права путем передачи (возможно, заверенного) документа (транспортной функции);*

<sup>197</sup> BuA 2019/54, стр. 313.

<sup>198</sup> Юнг, Доля как эффекты в Цюрихском Комментарии, ст. 622 ОР, N 136 f.

узаконивание контактного лица путем обладания документом (функция узаконивания) или освобождение должника в случае выплаты долга (возможно, путем держатель имущества (возможно, узаконенного правом ценных бумаг) (освободительная функция); добросовестное приобретение права в соответствии с принципами имущественного права (функция защиты трафика); ограничение возражений теми, которые направлены против действительности имущества или которые вытекают из имущества (ограничение возражений) В случае обычных ценных бумаг все эти функции основаны на секьюритизации права по договору или на владении этим договором. В случае с бездокументарными ценными бумагами, от представления права отказались, вместо акта использовался реестр. Бухгалтерские ценные бумаги [...] могут также добросовестно приобретаться лицом, внесенным в реестр в качестве законного владельца. Транспортная функция, функция узаконивания, освободительная функция, функция защиты движения и ограничение возражений - все это основано на записи в регистре. Это означает, что право на подлинную ценность имеет все функции обеспечения (функциональная эквивалентность).<sup>199</sup>

- 91 Что особенно примечательно в этих конструкциях, так это три взаимосвязанных аспекта. Во-первых, упоминание транспортной функции в дополнение ко всем другим функциям ценных бумаг, во-вторых, утверждение о том, что бездокументарное право также выполняет все эти функции обеспечения (эквивалентность функций, а не простого использования), и, в-третьих, акцент на владении лицом, внесенным в реестр, как имеющим право распоряжаться бездокументарными правами. Все эти аспекты,

---

<sup>199</sup> BuA 2019/54, стр. 110 f.

индивидуально и коллективно, основаны на имущественно-правовом характере вновь кодифицированных бездокументарных ценных бумаг. Хотя § 81a заключительного раздела ГРР может быть смоделирован на основе формулировки статьи 973с ХОР, содержание этого положения идет в диаметрально противоположном направлении. Согласно<sup>200</sup> преобладающей швейцарской доктрине, швейцарское законодательство о бездокументарных ценных бумагах в соответствии со ст. 973в хор не имеет функций ценной бумаги и не имеет к ним отношения с точки зрения имущественного права, поскольку, согласно швейцарской догматике, они не имеют транспортной функции; следовательно, добросовестное приобретение таких бездокументарных ценных бумаг по швейцарскому законодательству не представляется возможным.<sup>201</sup>

Это отличие от швейцарского законодательства в отношении 92  
 бездокументарных ценных бумаг было подчеркнуто законодателем: *"Эта функциональная эквивалентность оправдывает неограниченную эквивалентность бездокументарных ценных бумаг ценным бумагам в соответствии с § 81a SchlT PGR"*.<sup>202</sup> Однако законодатель Лихтенштейна пошел еще дальше и с введением TVTG и внесением поправок в другие законы не только установил правовую вежу, которая потенциально может быть эквивалентна ГРР в будущем, но и возвестил о том, что является, вероятно,

---

<sup>200</sup> БуА 2019/54, стр. 120.

<sup>201</sup> Kuhn in СНК - Комментарий рук по швейцарскому частному праву, ст. 973с OR, N 1b.

<sup>202</sup> БуА 2019/54, стр. 111.

самым большим прорывом в догмах гражданского права со времени появления АБСВ: *"Ничто не говорит о том, в § 81a SchlT ГРР, о каких правах могут быть представлены в форме ценностных прав". На практике основное внимание будет уделяться, с одной стороны, заменимым претензиям, а с другой - правам на членство в корпорациях и компаниях. Однако в принципе должна быть возможность секьюритизировать все виды субъективных прав, которые могут быть предметом юридических сделок*".<sup>203</sup> Это означает, что в будущем все права - вещные или обязательственные - могут быть секьюритизированы в реестре бездокументарных ценных бумаг и, следовательно, подпадают под действие положений законодательства о ценных бумагах и законодательства о ценных бумагах и, следовательно, под действие положений имущественного права. Самая большая новинка, которую законопроект несет с собой в связи с Законом Лихтенштейна о блочной цепи, как он называется, даже не кажется, что он находится в TVTG.

---

<sup>203</sup> ВuА 219/54, стр. 111; терминология "секьюритизация" представляется несколько расплывчатой, поскольку остается открытым вопрос о том, рассматривает ли законодатель введение права на бездокументарный въезд в реестр прав на бездокументарный въезд как секьюритизацию, тем более что в ВuА 2019/54 в противном случае последовательно говорится о представлении или изображении прав. Однако использование слова "секьюритизировать" со ссылкой на имущественный характер бездокументарных ценных бумаг представляется достаточно убедительным в силу их функциональной эквивалентности ценным бумагам. См. также ВuА 2019/54, стр. 115: *"В случае бездокументарных ценных бумаг право собственности на сертификат заменяется на запись в реестре бездокументарных ценных бумаг*.

Следует, однако, отметить, что реестр прав на бездокументарную запись должен быть организован таким образом, чтобы исключить несанкционированные посягательства должника на права кредитора<sup>204</sup>, в противном случае реестр прав на бездокументарную запись отсутствовал бы, поскольку это имело бы огромный потенциал для злоупотреблений со стороны должника. Наряду с ведением реестра прав на вход в систему в смысле TVTG (децентрализованная база данных) возможен также аутсорсинг независимой третьей стороны для выполнения этих требований.<sup>205</sup> 93

Законодатель также предусматривает, что реестр прав на бездокументарную запись может вестись в любой форме и не обязательно должен вестись в физической форме, чтобы соответствовать положениям имущественного права; вместо этого реестр прав на бездокументарную запись может вестись и в электронной форме. Кроме того, в децентрализованных базах данных по смыслу TVTG может вестись и регистр прав на регистрацию книг.<sup>206</sup> Следует отметить, что простое ведение реестра прав на бездокументарную запись в децентрализованной базе данных в понимании TVTG пока не приводит к применению правил передачи прав на бездокументарную запись в соответствии с TVTG в редакции Федерального закона "О надзоре за вещанием" 94

---

<sup>204</sup> § §§ 81a (2) заключительного раздела ГРР с поправками, содержащимися в BuA 2019/93 (этот отрывок был забыт в BuA 2019/54 из-за редакционной ошибки - см. BuA 2019/93, стр. 74).

<sup>205</sup> BuA 2019/54, стр. 113.

<sup>206</sup> BuA 2019/54, стр. 313.

2019/93; для этого управление правами на бездокументарную запись должно осуществляться в виде жетонов в системе ТВТГ.

- 95 Учитывая либеральное финансовое и деловое положение Лихтенштейна, новое регулирование бездокументарных ценных бумаг в рамках ТВТГ и ГРР, в которые были внесены поправки в 2019/54 и 2019/93 соответственно, позволяет осуществлять их максимальное отчуждение. Помимо эмиссии ценных бумаг, будущие бизнес-операторы могут выбирать, будут ли они выпускать бездокументарные ценные бумаги в рамках ТВТГ, к которым функционально адекватно применяются положения имущественного права, к которым применяется принцип абстракции, или же они будут выпускать бездокументарные ценные бумаги в соответствии с новым § 81a Заключительного раздела ГРР, к которому функционально адекватно применяются положения имущественного права, оставаясь при этом в рамках обычного гражданско-правового режима принципа причинной обусловленности. Такие бездокументарные ценные бумаги в соответствии с ГРР в редакции Федерального законодательного вестника 2019/93 также могут быть востребованы в соответствии с имущественным правом, если сделка, связанная с правом собственности, прекращается.<sup>207</sup> Похоже, что это скрытая революция в законодательстве о ценных бумагах и режиме бездокументарного права с введением ТВТГ, который должен находиться за пределами ТВТГ, тем более, что, похоже, это

---

<sup>207</sup> И это несмотря на то, что элемента телесности в корне не хватает, однако такой элемент принимается через реестр прав на бездокументарную регистрацию или через учредительную запись в том же реестре, что приводит к обращению с имущественным правом.

существенное обстоятельство едва ли учитывалось в законодательном процессе. Кроме того, с экономической точки зрения, такие права на безвозмездную передачу могут быть более привлекательными, чем символические права на безвозмездную передачу в ТВТГ согласно § 81a Окончательного раздела ГРР в редакции 2019/93, так как требования к минимальному капиталу в соответствии со ст. 16 ТВТГ в редакции 2019/93 не применяются.

Таким образом, если эффективная обязательная сделка не совершается или если такая сделка впоследствии прекращается, то в соответствии с законом об обогащении на основе принципа абстракции символические бездокументарные ценные бумаги по ТВТГ должны быть аннулированы, в то время как бездокументарные ценные бумаги могут быть проиндексированы в соответствии с ГПР в редакции Федерального законодательного вестника по гражданско-правовым вопросам за 2019/93 гг. на основе принципа причинности.<sup>208</sup> 96

Для детального понимания этих аспектов последует общее отступление от принципа причинно-следственной связи и абстракции и связанного с этим конфликта парадигм в системах гражданского права (Центральной) Европы: *"Контракт in rem и связь с причинно-следственной связью - догматическая проблема, которая столь же стара, сколь и центральна. Тем не менее, многие вопросы до сих пор остаются без ответа"*.<sup>209</sup> 97

<sup>208</sup> См. также главу I.2.5.

<sup>209</sup> Хонселл, традиция и уступка - причинно-следственная или абстрактная?, в FS Wiegand, стр. 349.

Принципы причинно-следственной связи и абстракции регулируют отношения между сделкой по взятию обязательств<sup>210</sup> и сделкой по отчуждению - между титулом и режимом. Приобретение прав собственности в немецкоговорящих странах существенно отличается. В соответствии с принципом консенсуса законодательство Германии основано на абстрактном договоре о передаче права собственности, состоящем из консенсуса воли и фактической передачи. В отличие от этого австрийское, швейцарское и лихтенштейнское законодательство, в соответствии с принципом причинно-следственной связи, основывается на эффективной причинно-следственной сделке, даже если вещественный договор здесь не оспаривается.<sup>211</sup> *"Это запутанное разнообразие возникло в дуплексном доминиуме римского права. С одной стороны, абстрактная манципация или в иуре цессии, оторванная от правовой основы, а с другой стороны, традиция ex iusta causa.*<sup>212</sup> Таким образом, римское право знало как абстрактную сделку по отчуждению, так и передачу, основанную на юридически действительном титуле.<sup>213</sup> *"Все четыре возможности были разработаны на основе этих элементов: абстрактный, in rem contract (немецкое право), причинно-следственный, in rem contract (Австрия), отсутствие договора in rem и передача (Франция, Италия), отсутствие не передачи, а договора in rem (в соответствии с мнением меньшинства*

---

<sup>210</sup> Также титульная сделка, базовая сделка, каузальная сделка или причинно-следственная связь.

<sup>211</sup> Хонселл, традиция и уступка - причинно-следственная или абстрактная?, в FS Wiegand, S 349 (p 350 f).

<sup>212</sup> Хонселл, традиция и уступка - причинно-следственная или абстрактная?, в FS Wiegand, с. 349 (с. 351).

<sup>213</sup> Там же.

в Швейцарии).<sup>214</sup> Принцип консенсуса следует принципу, согласно которому собственность - это лишь нечто, о чем только думают, поэтому она должна передаваться на основе консенсуса, и не требуется никаких традиций, следуя принципу гласности. Савиньи объединил принцип традиции и принцип консенсуса в третьем принципе - вещном договоре, согласно которому требуется передача права собственности, но он сформулирован как вещный договор - в отличие от римской традиции, которая лишь представляла собой факт.<sup>215</sup>

Хотя в немецкоязычных правовых системах существует консенсус в отношении договорного характера передачи рисков, мнения о зависимости от правовых оснований расходятся. Следовательно, принцип абстракции характеризуется тем, что покупатель приобретает право собственности независимо от того, существует ли также обязательная сделка, имеющая юридическую силу.<sup>216</sup> Преимуществами принципа абстракции являются "защита движения и свобода проектирования, а также юридическая гибкость и концептуально-систематическая ясность".<sup>217</sup> В отличие от принципа причинности, сделки отчуждения и обязательства

---

<sup>214</sup> Там же.

<sup>215</sup> Хонселл, традиция и уступка - причинно-следственная или абстрактная?, в FS Wiegand, S 349 (S 351 f mwN).

<sup>216</sup> Идем, р 353.

<sup>217</sup> Honsell, Tradition and Cession - причинная или абстрактная?, в FS Wiegand, S 349, S 353, со ссылкой на Stadler, Gestaltungsfreiheit und Verkehrsschutz durch Abstraktion, S 728 ff.

являются соучастниками (причинно-следственная традиция).<sup>218</sup> Если сделка по обязательству перестает существовать, может быть указана собственность - по крайней мере, на один пункт. Таким образом, принцип абстракции способствует защите дорожного движения, а также концептуальной и правовой ясности, поскольку в нем более четко проводится различие между имущественным и обязательственным правом, чем принцип причинно-следственной связи. Следствием причинно-следственного принципа юридической сделки является то, что в зависимости от долговых отношений сделка либо указывается, либо присваивается, и возникают также созвездия, в которых продавец может указать стоимость предмета, в то время как покупатель может потребовать только покупную цену, уплаченную в соответствии с концессионным правом.<sup>219</sup>

100 *Honsell* считает, что реверсирование договоров по имущественному праву нецелесообразно, так как в зависимости от основной сделки, в одном случае применяется абсолютное право собственности с

---

<sup>218</sup> Несмотря на то, что термин "априорность" в принципе используется только в связи с существованием пунктов формулы и предоставлением обеспечения для них; как правило, обеспечение существует только в той степени, в которой пункт формулы все еще существует, т.е. является априорным к пункту формулы. Однако, в отличие от Австрии, в случае передачи права собственности посредством обеспечения, в качестве публичного акта не требуется никакой реальной передачи права собственности на обеспечение, однако достаточно фиктивной передачи с помощью института владения, при условии, что это было согласовано в соглашении об обеспечении. Ср. *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Volume I, S 406, Rz 4 (ст. 187 в сочетании со ст. 503 SR).

<sup>219</sup> Хонселл, традиция и уступка - причинно-следственная или абстрактная?, в FS *Wiegand*, S 349 (стр. 354 f).

эффектом *erga omnes*, а в другом - только относительное право требования *inter partes* и выступает за единую систему реверсирования.<sup>220</sup> Поэтому нельзя предположить, что введение принципа абстракции при передаче жетонов в соответствии с ТВТГ приведет к худшему положению, например, в случае банкротства, по сравнению с применимым в противном случае принципом причинности. В отличие от обеспечительного или иного вещного права, требование или ценностное право может быть предоставлено только в виде депозита. ТВТГ декларирует, что закон о собственности должен применяться функционально адекватным образом, что в первую очередь сделало бы возможным указание жетонов. Однако этому препятствует внедрение принципа абстракции, поскольку сделка по утилизации остается абстрактной и без причин, а реверс может быть осуществлен только в соответствии с законом об обогащении.<sup>221</sup> Иная ситуация складывается с недавно введенными бездокументарными ценными бумагами в § 81a Окончательного раздела ГРР в редакции Бюллетеня Федерального закона 2019/93, которые выполняют ту же функцию, что и ценные бумаги. Поэтому они также должны рассматриваться в рамках имущественного права и впоследствии могут быть проиндексированы, поскольку причинно-

---

<sup>220</sup> *Honsell*, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?, в *FS Wiegand*, S 349 (S 357); ср. также *idem*, S 360 ff, относительно результатов теории двух кондиций, а также дальнейших различий между причинно-следственной и абстрактной передачей права собственности (особенно в цепочке продажи, банкротства и повторного приобретения у неавторизованной стороны).

<sup>221</sup> См. БуА 2019/54, стр. 203.

следственный принцип продолжает применяться в Лихтенштейне за пределами ТВТГ.

101 Наконец, и просто ради полноты и хорошего порядка, следует отметить, что ТВТГ, в принципе, следует рассматривать только в том случае, если к нему применимы законы Лихтенштейна. Это происходит в том случае, если поставщик услуг VT по TVTG с юридическим адресом в Лихтенштейне генерирует и продает или выпускает жетоны, или стороны правомерно заявляют о применимости TVTG или материального права Лихтенштейна; TVTG в редакции BuA 2019/54 или также BuA 2019/93 ссылается на эту возможность в своей статье 3, п. 2. Следует также отметить, что вместо децентрализованной базы данных (технология на основе DLT или блочная цепь или надежная технология в смысле TVTG) можно также изготовить и продать монету или жетон - в этом случае сфера действия TVTG с самого начала не открыта, так как ст. 2 ч. 1 л. с TVTG в обязательном порядке предусматривает, что жетон - это информация о системе VT. Таким образом, основной характеристикой системы VT является децентрализация, как, например, в случае технологии блочных цепей.

## **4.2 Заключение Абстракция и принцип причинности после введения ТВТГ**

102 BuA 2019/93 вводит права на значение в соответствии с TVTG (права на значение, представленные токеном в системе VT) и права на значение в соответствии с ГРР. Передача бездокументарных ценных бумаг в соответствии с § 81a Окончательного отдела ГРР в редакции 2019/93 следует правилам передачи ценных бумаг. В законодательных материалах прямо указано, что

бездокументарные ценные бумаги в соответствии с ГРР с изменениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/93, являются правами, выполняющими ту же функцию, что и ценные бумаги. Таким образом, транспортная функция распространяется и на эти бездокументарные ценные бумаги. Вместо передачи права из обеспечения путем передачи обеспечения, передача права из реестра прав на бездокументарную запись осуществляется путем передачи права в реестре прав на бездокументарную запись - т.е. путем регистрации.

Реестр бездокументарных ценных бумаг в соответствии с ГРР в 103 редакции ВuА 2019/93 не должен рассматриваться как список акций и должен вестись независимо от таких списков. Внесение права в реестр бездокументарных ценных бумаг имеет определяющее значение и в отношении бездокументарных ценных бумаг выполняет ту же функцию, что и сертификат по ценным бумагам. Реальное право на бездокументарный вход имеет функциональную эквивалентность ценным бумагам; это означает, что право на бездокументарный вход в соответствии с ГРР с поправками, внесенными в него к 2019/93 году, имеет все функции ценной бумаги. Такие права на бездокументарные ценные бумаги, как и ценные бумаги, также выполняют транспортную функцию, функцию узаконивания и освобождения, функцию защиты движения, а также ограничение возражений.

Эти функции основаны на имущественно-правовом характере 104 бездокументарных ценных бумаг в соответствии с § 81а Окончательного раздела ГРР в редакции Федерального

законодательного вестника 2019/93. Хотя формулировка этого положения основана на ст. 973с Кодекса обязательств Швейцарии, оно идет гораздо дальше по содержанию, поскольку в швейцарской норме отказано в передаче функций ценной бумаги бездокументарным ценным бумагам; в Швейцарии в связи с бездокументарными ценными бумагами, а впоследствии и в связи с приобретением добросовестности, в передаче функций ценной бумаги отказано.

105 С другой стороны, § 81a Окончательного раздела ГРР с изменениями, внесенными в 2019/93, законодатель Лихтенштейна объявил об одном из величайших прорывов в догматической науке гражданского права, и, рискуя повториться, следующая цитата, тем не менее, является настолько центральной, что она должна быть подчеркнута еще раз: *"Ничто не говорит о § 81a SchlT ГРР, о том, какие права могут быть представлены в виде бездокументарных ценных бумаг". На практике основное внимание будет уделяться, с одной стороны, заменимым претензиям, а с другой - правам на членство в корпорациях и компаниях. Однако в принципе должна быть возможность секьюритизировать все виды субъективных прав, которые могут быть предметом юридических сделок*".<sup>222</sup>

106 Следовательно, в рамках этого режима все права могут быть зарегистрированы или секьюритизированы в реестре бездокументарных ценных бумаг и, таким образом, подпадают под действие положений о передаче в соответствии с законодательством о ценных бумагах. В результате такие бездокументарные ценные бумаги рассматриваются как

---

<sup>222</sup> BuA 219/54, страница 111.

имущественные права. Следует отметить, что материально-правовые положения режима ценных бумаг применяются функционально эквивалентным образом к бездокументарным ценным бумагам в соответствии с ГРР с поправками, внесенными в 2019/93 годах, а не просто функционально адекватным образом, как это имеет место в случае (токенированных) бездокументарных ценных бумаг в соответствии с ТВТГ с поправками, внесенными в 2019/93 годах. Самая большая революция в юридическом плане, которая произошла в результате разработки проекта ТВТГ и внесения поправок в другие законы, судя по всему, произошла даже не в ТВТГ, а в ГРР. Это особенно верно, поскольку причинно-следственный принцип продолжает применяться к бездокументарным ценным бумагам в соответствии с ГРР в редакции Федерального законодательного вестника 2019/93, в то время как принцип абстракции применяется к бездокументарным ценным бумагам в соответствии с ТВТГ.

Таким образом, права на ценность в рамках ГРР могут быть проиндексированы в соответствии с новой правовой ситуацией, в то время как права на ценность в рамках ТВТГ могут быть предоставлены только благодаря принципу абстракции. Таким образом, компании могут выбирать, если они правильно структурированы, хотят ли они подчиняться режиму ТВТГ, к которому положения о правах собственности применяются функционально адекватным образом, или режиму ГРР в редакции 2019/93, к которому положения о правах собственности применяются функционально эквивалентным образом. ГРР будут по-прежнему подчиняться причинно-следственному принципу, в то время как ТВТГ будет подчиняться принципу абстракции.

108 Однако необходимо учитывать, что реестр прав на бездокументарную запись должен быть организован таким образом, чтобы не происходило неоправданного вмешательства должника в права кредитора. Если это не может быть гарантировано, то не существует и реестра прав на бездокументарную запись, поскольку в противном случае в помещениях должника будет находиться крайне невыгодная возможность для злоупотреблений. Реестр прав на вход в книгу также может вестись в электронном виде и не обязательно должен быть физически организован для того, чтобы на него распространялись положения имущественного права. Реестр прав на запись в книгу можно вести и децентрализованно, тем более что децентрализованные или надежные технологии, определенные ТВТГ, лучше всего подходят для ведения реестра прав на запись в книгу и могут также предотвратить вышеупомянутую возможность злоупотребления. Важно отметить, что ведение реестра прав на бездокументарную запись не обязательно означает, что права на бездокументарную запись должны выдаваться также в виде жетонов, что, в свою очередь, сделало бы их подчиняющимися ТВТГ.

109 В конечном счете, нельзя утверждать, что введение принципа абстракции при передаче жетонов в соответствии с ТВТГ приведет к худшему положению, например, в случае банкротства, по сравнению с применимым в остальном причинно-следственным принципом. До введения в действие ТВТГ или ГРР в редакции Федерального закона о надзоре за частной безопасностью 2019/93 г. (ВчА 2019/93) также могли быть предъявлены только претензии или право на бездокументарную запись.

Объясняя функционально адекватное применение положений имущественного права к жетонам в TVTG, можно было бы впервые указать жетоны при прекращении титульного бизнеса. В то же время, это опять же предотвращается со ссылкой на окончательность блочной цепи путем введения принципа абстракции для правил передачи в соответствии с TVTG. Даже если причинно-следственная связь будет устранена, по мнению ТВТГ, утилизация жетонов остается абстрактной и может привести лишь к отмене сделки в соответствии с законом об обогащении. Это отличается, как уже объяснялось, от вновь введенных бездокументарных ценных бумаг в § 81a Заключительного раздела ГПР в редакции Федерального законодательного вестника 2019/93, которые выполняют ту же функцию, что и ценные бумаги, вследствие чего, если сделка с ценными бумагами прекращается, этот способ больше не применяется и, кроме того, в силу действующего имущественного права, характер бездокументарных ценных бумаг может быть востребован также посредством виндикации в соответствии с ГПР в редакции Федерального законодательного вестника 2019/93.

## 5. Токенизация индивидуальных и коллективных инвестиций

111

В данной главе будет рассмотрен комплекс вопросов, связанных с секьюритизационными механизмами специального назначения (SPV) в отличие от коллективных инвестиционных схем. С точки зрения корпоративного права, основное внимание уделяется публичному обществу с ограниченной ответственностью в качестве SPV и публичному обществу с переменным акционерным капиталом (AGmVK) в качестве инвестиционной компании фонда в соответствии со ст. 361 PGR.<sup>223</sup> В связи с блочной цепью или токенизацией будет обсуждаться техническая возможность токенизации портфелей, содержащих несколько финансовых инструментов (управление портфелем на индивидуальной

---

<sup>223</sup> АИФ Лихтенштейна может быть создан на договорной основе (инвестиционный фонд), посредством траста (коллективный траст), в форме устава (инвестиционная компания) или в форме товарищества (инвестиционное товарищество с ограниченной ответственностью или инвестиционное товарищество с ограниченной ответственностью) (пункт 1 статьи 6 АИФМГ). Инвестиционная компания может быть организована как акционерное общество, AGmVK, Societas Europaea (SE), или как учреждение (статья 9, пункт 1 АИФМГ). Ср. также статьи 4 и 7 UCITSG, в соответствии с которыми UCITS не может быть создана как партнерство. Отличие от инвестиционных предприятий в соответствии с МСОП 2015 года см. в Разделе II. Глава II.2.3.4 учреждений Лихтенштейна неясно - в общем и отдельно от вопроса о фонде - применяются ли положения законодательства о союзе, которые применяются к акционерным корпорациям (например, ограничения на приобретение собственных акций), поскольку до сих пор неясно, является ли ссылка в статье 551 ГРР чистой ссылкой на правовые последствия или же это материальная ссылка на норму (ссылка на правовую основу); только в последнем случае действия Союза также будут иметь отношение к учреждению Лихтенштейна.

клиентской основе в смысле инвестиционной услуги), а также их правовые последствия, которые носят особенно надзорный характер. В качестве особого вопроса, в связи с регулированием деятельности фондов, будет рассмотрена деятельность акционерного общества в форме сегментированной компании (Protected Cell Company; PCC) в соответствии со ст. 243 ГРР, которое выпускает акции сегмента или иные инструменты на уровне своих сегментов.

### **5.1 Демаркационные вопросы коллективного инвестирования (фондовые структуры)**

Управление портфелем представляет собой инвестиционную 112 услугу в соответствии со статьей 4 (1) № 8 MiFID II в сочетании с разделом А № 4 Приложения I MiFID II и было преобразовано в национальное законодательство Лихтенштейна в соответствии с разделом А (1) № 4 Приложения 2 Закона о банковской деятельности. По правовому определению, управление портфелем определяется как управление портфелем на индивидуальной основе с дискреционными полномочиями в рамках мандата или доверенности от клиента, при этом портфель должен содержать один или несколько финансовых инструментов. Иными словами, дискреционное управление финансовыми инструментами от имени отдельного клиента. Под управлением понимается постоянный мониторинг и инвестирование в соответствии с инвестиционными директивами в течение определенного периода времени. Если управление дискреционным портфелем на основе индивидуальных клиентов осуществляется на коллективном уровне, то оно подлежит

регулированию фондами. Таким образом, дискреционное индивидуальное управление портфелем отличается от коллективного управления портфелем или режима фонда, который также основывается на дискреционном объеме инвестиционной стратегии и, соответственно, распределения активов.<sup>224</sup>

- 113 Если, с другой стороны, нет свободы действий, то - для отдельных клиентов - в зависимости от конкретного исполнения, либо будет предоставляться инвестиционная услуга по исполнению приказов (в отношении Финансовых инструментов) от имени клиентов, либо будет осуществляться прием и передача приказов в отношении Финансовых инструментов. В<sup>225</sup> дальнейшем, инвестирование средств, собранных - на коллективном уровне - без дискреционных полномочий в заранее определенные инвестиционные цели, будет регулярно основываться на чистой бизнес-стратегии, а не на инвестиционной стратегии секьюритизационного механизма специального назначения.<sup>226</sup> Таким образом, можно выделить четыре случая, в зависимости от того, осуществляется ли индивидуальная или коллективная инвестиция и является ли она дискреционной или не дискреционной.

114

---

<sup>224</sup> Seggermann в *Brandll/Saria*, WAG, 2-е издание, § 1, примечание 26; в этом режиме не существует так называемых фондов для одного инвестора, в которых фонд зарезервирован для создания и эмиссии собственного класса акций купе, который предназначен только для одного инвестора.

<sup>225</sup> Приложение I Раздел A № 1 и 2 к MiFID II и Приложение 2 Раздел A (1) № 1 и 2 Приложения к Закону о банковской деятельности.

<sup>226</sup> Подробнее об этом разграничении см. в главе I.5.2.

Если право на выпуск финансовых инструментов в портфеле, основанном на дискреционном управлении активами, т.е. на самом портфеле, представлено в виде токена, то такой токен сам по себе представляет собой финансовый инструмент, а именно свидетельство в виде депозитарной расписки на переводные ценные бумаги, в понимании раздела С № 1 Приложения 2 к Закону о банковской деятельности.<sup>227</sup>

Как поясняется, управление портфелем требует наличия единой клиентской базы. Хотя технически возможно символизировать такой портфель финансовых инструментов и раздавать его нескольким людям, необходимо подумать, не выходит ли это уже за рамки индивидуального управления портфелем и не является ли это коллективным инвестированием. В соответствии со ст. 4 (1) п. "б" AIFMD,<sup>228</sup> управляющий AIF определяется как юридическое лицо, хозяйственная деятельность которого является управлением

<sup>227</sup> Cf. в отношении депозитарных расписок Раздел II, Глава II.2.3.2 расписки также называются депозитарными расписками, поскольку хранение и администрирование финансовых инструментов осуществляется депозитарным бизнесом, зарезервированным за банками. Таким образом, управляющий активами управляет портфелем, хранящимся в банке для клиента. Кастодальный бизнес регулируется ст. 3 ч. 3 л. с BankG. Кастодальный бизнес определяется как хранение и/или администрирование передаваемых ценных бумаг для других лиц. Хранилище предназначено для принятия на хранение, в то время как управление предназначено для осуществления прав, вытекающих из передаваемых ценных бумаг (например, осуществление права голоса с соответствующим разрешением) - ср. BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, от 06.01.2009, последние изменения от 17.02.2014, стр. 1 и 1. b) и *Seggermann v Brandl/Saria, WAG*, 2-я редакция, § 1, Rz 43 f).

<sup>228</sup> Директива 2011/61/EU, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

AIF. Следует<sup>229</sup> отметить, что в соответствии со ст. 6 п. 5 л. AIFMD AIFM не может быть уполномочен предоставлять исключительно услуги, упомянутые в п. 4 *leg cit* (индивидуальный портфельный менеджмент и вспомогательные услуги). Кроме того, в соответствии со статьей 6, пункт 5 d AIFMD, AIFM предоставляет услуги, перечисленные в Приложении I, № 1 а и в к AIFMD. Это функции инвестиционного управления портфелем и управления рисками.<sup>230</sup>

- 116 Цитата 20 из AIFMD поясняет, что управление портфелем в понимании AIFMD означает совместное или коллективное управление портфелем, а не индивидуальное управление портфелем в понимании MiFID II. Таким образом, суть индивидуального управления портфелем характеризуется передачей управления или расчетов и торговли финансовыми инструментами управляющему активами, в то же время клиент

---

<sup>229</sup> АИФ, в соответствии со статьей 4, параграф 1, литр; в соответствии со статьей 4, параграф 1, литр АИФ, определяется как обязательство по коллективному инвестированию, включая его субфонды, которые собирают капитал от ряда инвесторов с целью его инвестирования в соответствии с определенной инвестиционной стратегией в интересах этих инвесторов, и не является ни АОКИПЦИБ в смысле АОКИПЦИБ, 2009/65/ЕС, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>, ни инвестиционным предприятием в смысле АИФ 2015 (см. статью 4, параграф 1, литр 1, АИФМГ и Раздел II, Глава II.2.3.4).

<sup>230</sup> Следует отметить, что управление AIF по статье 4(1)(w) AIFMD уже дано, если предусмотрена только одна из этих функций. См. далее Дискуссионный документ ESMA 2012/117, Ключевые концепции Директивы об управляющих альтернативными инвестиционными фондами и типы АИФМ, 23.02.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>, пункт 4 и последующие.

отказывается от своих полномочий по распоряжению.<sup>231</sup> "Если бы, однако, клиент отказался от всех распорядительных полномочий, т.е. от своего права давать указания своему деловому партнеру (т.е. от управления третьей стороной), то, таким образом, деловой партнер имел бы больше, чем просто право распоряжаться портфелем, управляемым для клиента (т.е. инвестировать) [...]",<sup>232</sup> были бы существенными элементами режима фонда.

Следовательно, объединение капитала с целью инвестирования 117 портфеля финансовых инструментов и (косвенного) участия в нем через предприятие путем выпуска жетонов, представляющих участие в предприятии, привело бы к коллективному управлению портфелем и, таким образом, к общему инвестированию в смысле регулирования фонда. В принципе, однако, представляется возможным также символизировать вложенный портфель финансовых инструментов в депозитарной расписке и затем выпустить его. Следует, однако, отметить, что такой портфель, на который выдана депозитарная расписка или депозитарная расписка, не может управляться, поскольку в противном случае это опять-таки было бы индивидуальной или коллективной инвестицией.<sup>233</sup>

<sup>231</sup> Зеггерманн в *Brandl/Saria*, WAG 2018, 2-е издание, раздел 1 № 3 литра d WAG, отступ № 26.

<sup>232</sup> Зеггерманн в *Brandl/Saria*, WAG 2018, 2-е издание, раздел 1 № 3 литра d WAG, отступ № 26.

<sup>233</sup> Ср. также комментарии ВаFin относительно определения АИФ, согласно которому инвестиция должна быть осуществлена в пользу инвесторов, ВаFin, Пояснительное письмо о сфере применения KAGB и о термине "инвестиционный фонд", 14.06.2013, последние изменения

## 5.2 Tokenизированные акции SPV и фондовых паев

- 118 Следует отметить, что в режиме ОКИПЦБФР фонд может инвестировать только в ликвидные финансовые активы, поэтому так называемые криптофонды, т.е. фонды, номинированные в крипто-валютах, которые не представляют собой ликвидные финансовые инструменты, могут быть созданы только как АИФ.<sup>234</sup> Поэтому ниже в этой главе мы будем ссылаться, в частности, на режим АИФ.
- 119 Как объяснялось выше, АИФ - это, согласно определению закона, любое коллективное инвестиционное предприятие, которое объединяет капитал инвесторов и, следовательно, инвестирует его в соответствии с определенной инвестиционной стратегией в интересах инвесторов и, кроме того, не является ни АИФ в понимании ОКИПЦИБ, ни инвестиционным предприятием в

---

внесены 09.03.2015, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae\\_130614\\_Anwendungsber\\_KAGB\\_begriff\\_invvermoegen.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html), глава I, стр. 6: *"Вопросы в интересах инвесторов". Например, банк выпускает облигацию в форме сертификата, исполнение которого связано с различными ценными бумагами в качестве основы или с созданным им самим индексом, в пользу инвесторов не производится инвестирование, если банк свободен в использовании денег инвесторов и не обещает инвестору вложить деньги инвесторов в активы, лежащие в основе [sic!]. В этом случае Банк просто преследует свои собственные прибыльные намерения. Инвестиция в интересах инвесторов, как правило, также маловероятна, если Банк инвестирует часть денежных средств, полученных посредством Свидетельства в Ссылочном портфеле, или картирует их посредством свопа с третьим лицом, если инвестиция или картирование посредством свопа производится исключительно с целью хеджирования собственного риска убытков по отношению к владельцу Свидетельства.*

<sup>234</sup> См. раздел II, глава II.2.3.4.

соответствии с IUG 2015.<sup>235</sup> Понятие капитала должно толковаться широко и включать в себя все виды активов, такие как права на членство, требования и права собственности: *"Активы могут включать, например, традиционные активы (капитал, капитал, долг и т.д.), частный капитал, недвижимость и другие нетрадиционные классы активов, такие как суда, леса, вино и т.д., а также любые их комбинации"*.<sup>236</sup> Понятие капитала, которое должно толковаться широко в соответствии с AIFMG, следовательно, также включает в себя товар. Таким образом, АИФ не ограничен ни в распределении активов, ни в их сборе. АИФ может инвестировать не только в маркеры, представляющие финансовые инструменты, но и в другие (в значительной степени нерегулируемые) маркеры, такие как Bitcoin или Ether, которые представляют собой виртуальные валюты и обращаются с ними так же, как с товарами.<sup>237</sup> Коллекция таких активов, как ETH, BTC или подобные жетоны, также реализует концепцию капитала в соответствии с AIFMG.

Кроме того, уже предполагается, что принимается несколько инвесторов, если принимается несколько инвесторов. По этому критерию не существует большого препятствия, и достаточно, если есть возможность участия в предприятии нескольких

<sup>235</sup> Статья 4, параграф 1, строка 1 AIFMG или статья 4, параграф 1, литр AIFMD; см. также *Tollmann* в *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, Директива AIFM, статья 2, Rz 36 ff (стр. 33).

<sup>236</sup> Дискуссионный документ ESMA 2012/117, Ключевые концепции Директивы по управлению альтернативными инвестиционными фондами и типы АИФМ, 23.02.2012, Rz 12.

<sup>237</sup> Ср. также *Bont*, *Kryptowährungen - und was macht die Regulatoren?*, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-lichtenstein.pdf>, р. 13; такие жетоны называются также "жетонами утилиты".

инвесторов, не обязательно, чтобы несколько из них действительно участвовали в нем. Если<sup>238</sup> один инвестор представляет нескольких инвесторов, этого также достаточно, чтобы удовлетворить требование нескольких инвесторов.<sup>239</sup>

- 121 Понятие "организм" также должно трактоваться в том же широком смысле. Предприятие - это механизм, *"в котором объединен внешний капитал, привлеченный от инвесторов"*. Поэтому для концепции предприятия необходимо, чтобы был создан юридически или экономически самостоятельный объединенный актив.<sup>240</sup> Соответственно, нет необходимости организовывать организм в определенной юридической форме. Соответственно, средства могут также переводиться в форме договора, траста, устава или партнерства.<sup>241</sup> В этом контексте способ участия инвестора в активах также не имеет значения и может основываться на корпоративных правоотношениях или соглашениях в соответствии с обязательственным правом.<sup>242</sup> Объединение капитала в предприятии должно преследовать цель получения

---

<sup>238</sup> БаФин, Пояснительное письмо о сфере применения КАГБ и концепции "Инвестиционного фонда", 14.06.2013, последние изменения внесены 09.03.2015, глава I, стр. 4.

<sup>239</sup> ESMA/2012/117, Rz 29; предполагается, например, что это касается фондов генерального/фидерного фонда или фондов фондов.

<sup>240</sup> БаФин, Пояснительное письмо о сфере применения КАГБ и концепции "Инвестиционного фонда", 14.06.2013, последние изменения внесены 09.03.2015, глава I, стр. 1.

<sup>241</sup> Статья 6 AIFMG; см. статью 2, параграф 2 AIFMD.

<sup>242</sup> БаФин, Пояснительное письмо о сфере применения КАГБ и концепции "Инвестиционного фонда", 14.06.2013, последние изменения внесены 09.03.2015, глава I, стр. 1.

инвесторами прибыли, т.е. для совместного инвестирования. Обязательство по коллективному инвестированию характеризуется тем, что риск прибылей и убытков является общим. Если есть только разделение прибыли, но нет разделения убытков, то нет и АИФ.<sup>243</sup> Инвестиции должны также осуществляться в интересах инвесторов и поэтому не могут быть инвестированы в интересах собственного предприятия, как, например, финансирование эксплуатирующей компании.<sup>244</sup> Независимо от этого, следует отметить, что фонды прямых инвестиций и венчурные фонды, которые иногда приобретают контрольное влияние в операционных целевых компаниях, также должны быть квалифицированы как АИФ.<sup>245</sup>

Окончательным и существенным критерием АИФ является то, что привлеченный капитал инвестируется в соответствии с определенной инвестиционной стратегией. Показателями наличия инвестиционной стратегии является то, что инвестиционная стратегия была определена до или, самое

<sup>243</sup> BaFin, Пояснительное письмо о сфере применения КАГВ и о концепции "Инвестиционного фонда", 14.06.2013, последние изменения внесены 09.03.2015, глава I, P 2; ср. также *Tollmann* в *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, Директива АИФМ, ст. 2, Rz 13 (стр. 26 f)

<sup>244</sup> BaFin, Пояснительное письмо о сфере применения КАГВ и о концепции "Инвестиционного фонда", 14.06.2013, последние изменения внесены 09.03.2015, глава I, стр. 6; ESMA/2012/117, Rz 28; WKO, Управляющий альтернативными инвестиционными фондами-Гесетц (АИФМ-Г), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>, стр. 3 f.

<sup>245</sup> *Тольманн* в *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, руководство АИФМ, ст. 2, Rz 67 f (S 42 f).

позднее, при обязательной подписке инвестором паев фонда; что у инвестора есть исковое требование к осуществлению инвестиционной стратегии; что инвестиционная стратегия изложена в инвестиционных условиях или учредительных документах предприятия; что инвестиционная стратегия определяет распределение активов в конкретных условиях и, например, способствует инвестициям в определенные категории активов или финансовые инвестиционные продукты, в определенных регионах, с определенным сроком использования заемных средств и владения или другими требованиями по диверсификации рисков.<sup>246</sup>

- 123 Показатели определенной инвестиционной стратегии не должны быть неверно истолкованы как означающие, что с максимальной возможной степенью усмотрения со стороны управляющей компании не была определена инвестиционная стратегия и, следовательно, не существует АИФ. Как уже отмечалось в главе 5.1, дискреционное управление портфелем на индивидуальной клиентской основе основано на дискреционном управлении активами для коллективного, архетипичного определения АИФ. Инвестиционная стратегия характеризуется точным (предопределенным) усмотрением при распределении активов.<sup>247</sup> ESMA подтвердила эту точку зрения и объяснила ее следующим образом: *"тот факт, что инвестиционные решения остаются*

---

<sup>246</sup> ESMA/2012/117, Rz 30 ff; BaFin, пояснительное письмо о сфере применения KAGB и о термине "инвестиционный фонд", 14.06.2013, последние изменения внесены 09.03.2015, глава I, стр. 5.

<sup>247</sup> Тольманн в *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, Директива AIFM, статья 2, маржиналы 51 и 57 (стр. 37 и далее).

*исключительно за юридическим лицом, управляющим предприятием, не должен использоваться для обхода положений АИФМД”.*<sup>248</sup>

Это образует демаркацию для секьюритизации транспортных средств специального назначения или SPV. Механизм специального назначения, который просто выпускает финансовые инструменты для финансирования конкретного проекта, не является фондом. Для такого SPV очень важно, чтобы инвестиционные цели уже были определены в процессе подписки, и чтобы не было никакой свободы действий при распределении активов. В этом случае существует бизнес-стратегия, а не инвестиционная стратегия.<sup>249</sup> Холдинговые компании также придерживаются только бизнес-стратегии и поэтому исключены из сферы регулирования фондов.<sup>250</sup> Таким образом, AIFMD не распространяется на такие секьюритизационные машины специального назначения, холдинговые компании или машины

<sup>248</sup> ESMA Guidelines 2013/611 on key terms of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), Скорректированная версия от 30.01.2014 of the Guidelines on key terms of the Alternative Investment Fund Managers Directive (ESMA/2013/611), опубликована 13.08.2013, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2013\\_00600000\\_de\\_cor-\\_revised\\_for\\_publication.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor-_revised_for_publication.pdf), пункт 22.

<sup>249</sup> Операционные компании, которые занимаются торговлей, производством или другой коммерческой деятельностью, также имеют бизнес-стратегию и не имеют фонда, даже если они выпускают финансовые инструменты в рамках финансового раунда.

<sup>250</sup> Ср. ст. 4, параграф 1, или ст. 4, параграф 1, № 14 AIFMG.

специального назначения, которые придерживаются бизнес-стратегии.<sup>251</sup>

- 125 Таким образом, в раунде финансирования компания специального назначения собирает капитал, который впоследствии формирует собственный<sup>252</sup> или заемный капитал компании. Этот капитал может быть использован для реализации бизнес-стратегии. Капитал инвесторов в фонд, с другой стороны, представляет собой активы инвестиционного фонда, которые отделены от управляющей компании и могут быть отделены в случае банкротства.<sup>253</sup> Что касается Token и Robo-Advisory, то не существует стратегии фиксированных инвестиций, а только бизнес-стратегия, если собирается капитал, который

---

<sup>251</sup> Статья 2, пункт 3, литры а и g AIFMD или статья 2, пункт 2, литры b и h AIFMG; для секьюритизации транспортных средств специального назначения см. определение в статье 4, пункт 1, литры AIFMD или статью 4, пункт 1, строка 37 AIFMG в сочетании со статьей 1 № 2 Правил EU/1075/2013, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1075/oj>. См. также так называемый STSR ("Простой, прозрачный и стандартизированный регламент" или "Регламент о секьюритизации"), Регламент EU/2017/2402, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (особенно статьи 2 № 1 и 2 Регламента о секьюритизации).

<sup>252</sup> Уставный капитал существует, если финансовые средства предоставляются на неограниченный период времени и имеют номинальную стоимость, которая может быть оценена по достоинству, в то время как заемный капитал характеризуется сроком, по истечении которого он должен быть погашен вместе с процентами. Венчурный или рисковый или венчурный капитал обычно представляет собой акционерный капитал (также private equity).

<sup>253</sup> Статья 41(2) КО - "Если имущество банкрота содержит активы, которые не принадлежат банкроту полностью или частично к общему должнику, то право на вещное или личное разделение оценивается в соответствии с общими принципами права".

инвестируется в крипто-валюты, такие как BTC, ETH и т.д. по алгоритму, который предопределен и не допускает никакого вмешательства или дискреционных полномочий при размещении активов. Таким образом, в данном случае коллективное инвестирование в смысле регулирования фондов отсутствует.

<sup>254</sup>Важно отметить, что в соответствии со ст. 159, параграф 2 АИФМГ и ст. 130, параграф 2 ОКИПЦПЗ, УФМА обязано предоставлять обязательные ответы на юридические и фактические вопросы - включая, например, вопрос о том, существует ли фонд - путем подачи заявки, при условии, что фактические элементы, необходимые для проведения оценки, раскрываются полностью и правильно. Защитой доверия является только письменная информация от УФР, которая выдается по запросу. В отношении надежных технологий УФР должно также предоставлять информацию в соответствии с пунктом 2 статьи 43 письма "b" ТВТГ с изменениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/93, о применимости всех специальных законов, указанных в пункте 1 статьи 5 Закона об УФР, в отношении конкретной бизнес-модели. 126

Наконец, в отношении представленности паев фонда в символическом виде следует отметить, что паи в предприятиях по коллективному инвестированию считаются финансовыми инструментами в соответствии с Приложением 2, раздел С № 3 Закона о банковской деятельности, и Приложением I, раздел С № 3 MiFID II в сочетании со статьей 15 Закона об австрийском 127

---

<sup>254</sup> Факультативное положение" следует рассматривать в смысле дискреционных полномочий, связанных с законом.

инвестиционном фонде. Нет никаких регуляторных опасений по поводу токенирования таких финансовых инструментов.<sup>255</sup>

- 128 Примечательно также, что маркетинг паев АИФ гармонизирован только для профессиональных инвесторов.<sup>256</sup> Лихтенштейн воспользовался вступительной оговоркой в соответствии со ст. 43 (1) первого абзаца АИФ, и в соответствии со ст. 129 и далее АИФ можно распространять АИФ среди частных инвесторов в Лихтенштейне. Однако такие АИФ не имеют права на паспортизацию.<sup>257</sup>
- 129 Положения акционерного законодательства о компаниях также субсидиарно применяются к AGmVК или SICAV, если не предусмотрены специальные положения.<sup>258</sup> AGmVК может увеличить уставный капитал путем выпуска новых акций или уменьшить уставный капитал путем погашения уставного капитала путем выкупа акций.<sup>259</sup> Впоследствии AGmVК может владеть собственными акциями, в отличие от акционерного общества с основным акционерным капиталом.<sup>260</sup>

---

<sup>255</sup> См. раздел II, глава II.2.3.5,

<sup>256</sup> См. статью 43(1) второго параграфа AIFMD.

<sup>257</sup> В отношении распределения среди розничных клиентов, которое в Австрии в принципе запрещено, например, см. также WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>, стр. 3.

<sup>258</sup> Ст. 361(3) ГРР.

<sup>259</sup> Ст. 361(2) ГРР.

<sup>260</sup> Статья 363 PGR; для открытого акционерного общества это разрешено только в очень ограниченной степени в соответствии со статьей 306а до

### 5.3 Сегментные кооперативы (СКК) в отличие от Фонда

С 01.01.2015 г. в состав ГРР вошло сегментированное предприятие 130 по перевязке или предприятие по производству защищенных клеток.<sup>261</sup> РСС - это просто форма организации, а не новая корпоративная форма; например, акционерная корпорация может быть сегментирована. В соответствии со ст. 243 п. 1 ГРР, цель компаний, организованных как сегментированные юридические лица, ограничивается деятельностью по управлению активами (холдинговая компания или пассивная компания), и сегментированное юридическое лицо не может заниматься какой-либо торговой, производственной или иной коммерческой деятельностью.<sup>262</sup>

Тем не менее, пункт 5 статьи 243е ГРР предусматривает, что в 131 случае открытого акционерного общества, структурированного как ДКК, могут выпускаться так называемые сегментные акции, которые могут относиться ко всем или отдельным сегментам. Такая структура может привести к проблемам в определении

---

статьи 306f PGR, так как это на самом деле аналогично сокращению капитала.

<sup>261</sup> LGBl 2014.362; Статья 243 ff ГРР.

<sup>262</sup> Подробнее см. *Helbock*, *Besondere Aspekte der Segmentierte Verbandsperson* (РСС) в Лихтенштейне, LJZ 1/18, стр. 22; другие формы дизайна см. также FN 97.

структуры фонда, поскольку такая модель очень похожа на трехуровневый каскад фондов - фонд<sup>263</sup>, купе и класс акций.<sup>264</sup>

132 Даже в случае сегментированного открытого акционерного общества регулирование фондов - по крайней мере, в отношении режима АИФ - будет регулярно отклоняться путем исключения определенной инвестиционной стратегии. Таким образом, если нет свободы действий при распределении активов, а деньги, полученные в ходе финансового раунда, инвестируются в заранее определенные инвестиционные цели, то регулирование фонда также должно быть аннулировано, если публичное общество с ограниченной ответственностью структурировано как сегментная ассоциация, выпускающая сегментные акции или облигации сегмента.<sup>265</sup>

133 Следует отметить, однако, что по закону сегментные акции должны быть структурированы как привилегированные.<sup>266</sup> Привилегированные акции включают в себя те же основные права, что и обыкновенные акции, плюс определенное преимущественное право голоса, избрание отдельных исполнительных органов, принятие решений по конкретным вопросам повестки дня, определенным Уставом, о дивидендах, о

---

<sup>263</sup> Фонд в договорной или уставной форме (управляющая компания) в смысле капиталобразующего фонда (ср. терминологически также "учредительный фонд" в статье 536 ff ГПР).

<sup>264</sup> Ср. в отношении акционеров сегмента BuA 2014/69, стр. 49 f.

<sup>265</sup> В частности, необходимо соблюдать статью 243f (1) ГПР, в соответствии с которой должен раскрываться договорный сегмент и его фонд обязательств.

<sup>266</sup> Ст. 243e (5) ГПР.

ликвидационной части или о праве подписки в случае выпуска новых акций.<sup>267</sup> Таким образом, привилегированные акции имеют более высокие права, чем обыкновенные. *"Существует вероятность того, что в случае двух разных категорий акций каждая из них имеет определенные привилегии. В этом случае категорией привилегированных акций является та, которая, взятая в целом, как представляется, обладает гораздо большими привилегиями. В соответствии с<sup>268</sup> ГРР, чистые акции без права голоса, которые в остальном <sup>269</sup>эквивалентны обыкновенным акциям, как правило, не являются привилегированными акциями. Несмотря на то, что они дают держателю право на получение более высоких дивидендов, поскольку они не обладают правом голоса, они не являются преференциальными в смысле привилегированной акции, если только не возникают особые обстоятельства. В Лихтенштейне такие долевые инструменты представляют собой сертификаты участия. Уставный капитал ограничен в два раза уставным капиталом.<sup>270</sup> Участник не имеет права участвовать в общем собрании. Привилегированная акция, с другой стороны, может быть структурирована таким образом, что, хотя она и не представляет собой право голоса, она дает преимущество перед обыкновенной акцией, если рассматривать ее как единое целое. Однако, как и в случае с сертификатом участия, такая акция не дает*

---

<sup>267</sup> Ст. 301(2) ГРР.

<sup>268</sup> Фрик, типы акций по законам Лихтенштейна о компаниях, стр. 127.

<sup>269</sup> Сертификаты участия в соответствии со ст. 304а ГРР.

<sup>270</sup> Ст. 304b (1) ГРР.

права на участие в общем собрании.<sup>271</sup> Однако такой привилегированный акционер имеет право на права, связанные с правом голоса в соответствии со ст. 304с п. 2 ГПР (например, право на созыв общего собрания акционеров).

- 134 Обязательное структурирование акций сегмента в качестве привилегированных также показывает отличие от фондовых структур, установленных законодательством. В соответствии с юридическими материалами, акционерами сегмента являются *"акционеры самого сегментированного предприятия [и] акционеры сегмента осуществляют свое право голоса на общем собрании сегментированного предприятия"*.<sup>272</sup> Однако с точки зрения активов акционер сегмента участвует только в определенных сегментах.<sup>273</sup> Паи фонда, с другой стороны, вряд ли когда-либо структурировались как привилегированные акции, в соответствии с которыми существует право на членство в управляющей или инвестиционной компании и участие в купе или субфонде согласовывается в соответствии с законом об имущественных правах. Скорее, любое участие будет относиться непосредственно к соответствующему отделению в соответствии с условиями соответствующего класса акций.

Независимо от этого - или именно из-за этого - публичное общество с ограниченной ответственностью в форме РСС может

---

<sup>271</sup> В соответствии с п. 2 ст. 332 ГПР, право на участие в Общем собрании имеют только акционеры, обладающие правом голоса.

<sup>272</sup> БуА 2014/69, стр. 49 f.

<sup>273</sup> Таким образом, активы отдельных сегментов должны быть отделены друг от друга, а также от основных активов в соответствии с пунктом 4 статьи 243е ГПР.

быть интересной альтернативой структурирования финансового или инвестиционного инструмента между фондом и классическим механизмом секьюритизации специального назначения.

#### **5.4 Заключение Токенизация финансовых инструментов и схем коллективного инвестирования**

При объединении капитала, который должен быть инвестирован 135  
 впоследствии, фундаментальный вопрос заключается в том, существует ли фонд. Одним из важнейших критериев фондов является инвестирование в соответствии с определенной инвестиционной стратегией. Другими словами, дискреционное индивидуальное управление портфелем может быть преобразовано в коллективное инвестирование с целью создания фонда. Однако холдинговые компании или транспортные средства специального назначения не являются фондами, если они придерживаются бизнес-стратегии. Если портфель финансовых инструментов представлен в виде токенов и в нем должны участвовать инвесторы, то при управлении таким портфелем управляющая компания осуществляет коллективное инвестирование.

В то время как ОКИПЦБ или ОКИПЦБ могут инвестировать 136  
 только в ликвидные финансовые активы, АИФ свободен инвестировать в другие активы, поэтому крипто-фонд может быть эффективно структурирован только как АИФ, если только паи фонда не должны выпускаться в форме жетонов.

SPV, выпускающая финансовые инструменты для инвестирования 137  
 в заранее определенные инвестиционные цели, не является

фондом. При инвестировании привлеченного капитала не должно быть никакой свободы действий. Это может быть интересно в связи с жетонами, если собранный капитал будет упорно инвестироваться по неизменяемому алгоритму (Robo-Advisory). Регулирование фонда здесь не применяется до тех пор, пока нет свободы действий при инвестировании собранного капитала.

138 Интересно также, особенно в связи с бизнес-моделями стартапов FinTech, что ФМА Лихтенштейна, в соответствии со ст. 159 абз. 2 AIFMG и ст. 130 абз. 2 UCITSG, должно дать обязательный ответ на вопрос о том, существует ли фонд или нет, посредством письменного заявления. В этой связи следует отметить, что факты, требующиеся для проведения оценки, должны быть раскрыты; УФР связано любой информацией, выдаваемой в этой связи в соответствии с принципом защиты конфиденциальности.

139 В отношении режима АИФ следует отметить, что маркетинг паев или акций АИФ гармонизирован только в отношении профессиональных инвесторов. Несмотря на то, что Лихтенштейн использовал вступительную оговорку в первом абзаце статьи 43 (1) АИФ и, следовательно, в Лихтенштейне можно продавать АИФ розничным инвесторам (статья 129 и последующие АИФ), такие АИФ не имеют доступа к системе европассажирования и, следовательно, не имеют права на паспортзацию на едином европейском рынке.

140 Сегментная ассоциация или РСС также интересна в связи с проектированием фондов. РСС - это только форма организации, а не отдельная корпоративная форма. Соответственно, акционерная

компания, например, может быть сегментирована. Сегментированные юридические лица по законодательству Лихтенштейна ограничены в своих целях деятельностью по управлению активами.

Пункт 5 статьи 243е ГРР предусматривает, что акции сегмента 141 могут быть выпущены в случае открытого акционерного общества с ограниченной ответственностью, которое было структурировано как ДКК. Такие сегментные акции могут относиться ко всем или к отдельным сегментам ПКС. Такая структура в основном напоминает трехуровневый каскад фондового, купеческого и долевого классов. При такой структуре возникает также вопрос, существует ли определенная инвестиционная стратегия, в соответствии с которой инвестируется собранный капитал. Если в этом будет отказано, то фонда не будет, но если это будет подтверждено, то, как правило, будет трудно опровергнуть регулирование фонда.

Следует отметить, что акции сегмента должны быть 142 структурированы как привилегированные акции. Привилегированные акции имеют те же права, что и обыкновенные акции, а также включают в себя определенные привилегированные права голоса, дивиденды, ликвидационные акции или права подписки при выпуске новых акций; таким образом, право на привилегированные акции выше, чем на обыкновенные акции. Общий вид должен быть принят во внимание. Поэтому по законодательству Лихтенштейна сертификаты участия (акции без права голоса) не должны рассматриваться как привилегированные акции, поскольку они

регулярно дают держателю право на получение более высоких дивидендов, чем обыкновенные акции, но не предоставляют права голоса. В целом, поэтому привилегированных акций нет, поэтому и нет.

- 143 Акционеры сегментного акционерного общества осуществляют свое право голоса на общем собрании сегментного общества, а также участвуют во всех или в отдельных сегментах, однако, по общему мнению, должно существовать преференциальное право. Кроме того, должна быть возможность выпускать долговые инструменты по сегментам, например, облигации сегмента.

## 6. Жетоны и потребительское право

- 144 Если маркеры не являются претензиями<sup>274</sup> к эмитенту, а представляют собой товар с собственной или имманентной стоимостью (цифровое содержание) в качестве записи данных или программного обеспечения, который формируется на свободном рынке в соответствии со спросом и предложением<sup>275</sup>, то положения законодательства о финансовом рынке, с одной стороны, не действуют, а с<sup>276</sup> другой стороны, возникает вопрос о

---

<sup>274</sup> Денежные средства (депозиты или электронные деньги), или членство или долговые права в соответствии с законодательством компании (финансовые инструменты) - см. раздел II. Главы II.2.2.2 и III.2.7.

<sup>275</sup> Таким образом, формирование цены и стоимости всегда должно быть отделено друг от друга. Ценность создается в процессе производства - с точки зрения жетонов, т.е. разработки или программирования, в то время как цена создается посредством обмена или обращения товаров и денег.

<sup>276</sup> См. в этой связи документ под заголовком II. подробно, в частности главу II.2.2.2, II.2.7.3 и II.2.7.6, касающуюся жетонов в качестве символа ценности.

том, актуальны ли и в какой степени положения законодательства о защите прав потребителей, в частности, в отношении права на отзыв согласно KSchG и FAGG.

Ст. 8 FernFinG также предусматривает право на отзыв, хотя 145 согласно ст. 10 FernFinG потребитель не имеет права на отзыв в случае договоров на финансовые услуги, цены на которых на финансовом рынке подвержены<sup>277</sup> колебаниям, которые неподвластны контролю со стороны предпринимателя и которые могут произойти в течение периода отзыва. Это также относится к услугам, связанным с передаваемыми или обращающимися ценными бумагами, и, следовательно, должно также применяться в отношении токенов, представляющих собой финансовые инструменты. Следует отметить, что даже в случае выполнения обязательства по информированию потребителя о существовании или отсутствии права на отзыв<sup>278</sup>, неинформирование потребителя о несуществующем праве на отзыв не приводит к созданию такого права на отзыв - следуя символу *deus ex machina*, неожиданному и удивительному. Это приводит к тому, что, как утверждает Грубер, "*неспособность давать указания о несуществовании права на отзыв не подлежит никаким санкциям*".<sup>279</sup>

---

<sup>277</sup> Определение финансового рынка следует толковать широко и основано не только на регулируемых или организованных рынках, но и на внебиржевой торговле (OTC); см. раздел II, глава II.2.3.1b.

<sup>278</sup> Статья 5(1)(c)(1) ФернфинГ.

<sup>279</sup> Грубер, *Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, Issue 2, 15.02.2005*, р. 53 (раздел III. Потребительское право на отзыв), который более подробно рассматривает предмет в указанном пункте.

146

Согласно ст. 4 ч.(1) Закона о защите прав потребителей, потребитель может без объяснения причин расторгнуть договор через 14 дней после заключения договора о предоставлении<sup>280</sup> услуг или, в случае договора купли-продажи товара, через 14 дней после дня заключения договора между торговцем и потребителем, если заявление о заключении договора потребителя не было сделано в помещении коммерческого предприятия торговца. Однако это право отзыва не будет распространяться на маркеры, которые представляют собой программное обеспечение в смысле товара (цифровой контент или "полезность", "оплата", "валюта" или "товар" маркеры, которые не являются электронными деньгами и, следовательно, также не являются депозитами и, более того, не являются финансовыми инструментами, но рассматриваются как виртуальные валюты), так как такие контракты подпадают под действие закона о междутородней и внешней торговле.<sup>281</sup> Тем не менее, FAGG предусматривает право расторжения договоров, заключенных на расстоянии, сопоставимом с KSchG.

147

Тем не менее, может быть применено исключение из права отзыва в соответствии со ст. 19 абз. 1 FAGG, в соответствии с которым литры b и литры l ноги цитаты являются особенно релевантными в отношении упомянутых товарных жетонов. Потребитель не имеет права отказаться согласно FAGG от приобретения цифрового контента в дистанционной продаже, который не хранится на физическом носителе данных, если предприниматель,

---

<sup>280</sup> Невыполнение контракта.

<sup>281</sup> Статья 4(3)(d) KSchG в сочетании со Статьей 12(1) FAGG.

с явного согласия потребителя и с его ведома о последствиях в отношении права отказа, начал с досрочного исполнения - до истечения 14-дневного срока отказа, при этом подтверждение заключённого договора должно быть предоставлено на постоянном носителе данных.<sup>282</sup> В дополнение к бумаге, постоянный носитель данных также включает в себя USB-флешки, карты памяти, жесткие диски и электронную почту.<sup>283</sup> Хотя в принципе на это исключение можно ссылаться, оно требует значительных административных усилий и выявляет несоответствие в отношении приобретения токенов в смысле цифрового контента<sup>284</sup> при дистанционной продаже и токенов, которые хранятся на Аппаратном кошельке, поскольку в этом случае Аппаратный кошелек прикрепляется к Аппаратному кошельку как физический объект. Следует отметить, что согласно п. 19 Директивы о правах потребителей 2011/83, цифровое содержание в принципе представляет собой товар в значении настоящей Директивы или FAGG только в том случае, если оно хранится на физическом носителе данных.

Таким образом, возникает вопрос, относится ли вообще 148  
исключение из права отзыва в соответствии со Статьей 19(1)(b) ФАГГ, поскольку согласно этому положению потребитель не имеет права отзыва, если заключен контракт на товары или услуги,

<sup>282</sup> Статья 19(1)(l) ФАГГ в сочетании со статьей 6(2) или статьей 8(3) ФАГГ.

<sup>283</sup> Статья 4(1)(e) FAGG или статья 2(10) Директивы 2011/83; см. также BuA 2015/37, стр. 25; см. также цитату 23 Директивы 2011/83 (VRRL), ELI; <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/83/oj>.

<sup>284</sup> Согласно повествованию 19 Директивы 2011/83, цифровой контент - это компьютерные программы, приложения, игры и т.д.

цена которых подвержена колебаниям на финансовом рынке, в результате чего предприниматель может не иметь на это никакого влияния, и колебания должны иметь место в течение периода отзыва. Федеральный верховный суд Германии поддержал право на отзыв в соответствии с этим положением, сославшись на осуществление на национальном уровне Директивы Германии о правах потребителей 2011/83 (введенной в действие ФАГГ для Лихтенштейна).<sup>285</sup> Хотя на бирже, как и во многих других видах сырья, продуктов или товаров, торгуется и топочный мазут, покупка топочного мазута не является спекулятивной по своей природе, в ней нет утешительного элемента.<sup>286</sup> На самом деле, заказ мазута не подвержен колебаниям, так как цена товара была определена заранее и поэтому была предсказуема. В случае сделок с фиксированной ценой исключение из права отзыва согласно пункту 1 статьи 19 b FAGG должно быть, таким образом, аннулировано. Случайные обстоятельства, которые нельзя было предвидеть, например, является ли цена все еще благоприятной на момент доставки, не наносят ущерба. В отношении<sup>287</sup> жетонов, которые не регулируются законодательством Лихтенштейна, которые обмениваются или торгуются на платформе и на которые распространяется действие FAGG, это означает, что это зависит от воли сторон, предназначалась ли сделка с фиксированной ценой

---

<sup>285</sup> BGH VIII ZR 249/14 от 17 июня 2015 года.

<sup>286</sup> BGH VIII ZR 249/14 от 17 июня 2015 года, стр. 6 и 9.

<sup>287</sup> *Гейгер в Кейлере/Клаузере* (Hrsg), австрийское и европейское право потребителей, § 18 FAGG, Rz 5.

или же жетоны были приобретены в спекулятивных целях - иногда по цене на момент поставки.<sup>288</sup>

*Stadler* и *Pfeil* распространяют спекулятивное ядро в сделках B2C в 149 отношении жетонов.<sup>289</sup> Однако вряд ли можно всерьёз рассматривать эту обобщённость, так как монеты или жетоны протоколов, в частности, помимо спекуляции ценностями (предпосылка функционирования сетевого протокола, а также достижения консенсуса, при котором формируется внутренняя ценность), имеют в протоколе цепочки блоков своё предназначение. Таким образом, всегда будет необходимо различать пользователей, которые приобретают токен для получения различных сервисов в децентрализованной сети или для выполнения функций, и инвесторов, которые просто хотят участвовать в исполнении токена; пользователь протокола блочной цепочки не может считаться имеющим первичный интерес в исполнении токена, так как он регулярно взаимодействует с протоколом и утилита токена хочет им воспользоваться, а иногда и потребляет токен, поэтому любой спекулятивный характер имеет второстепенное значение.

150

---

<sup>288</sup> Независимо от этого при выпуске собственного токена, который можно приобрести с помощью других токенов (например, новый выпускаемый токен выпускается в обмен на определенную сумму EUR или CHF, подлежащую оплате в ETH), рекомендуется деноминировать цену в дешёвых деньгах, чтобы, по крайней мере, смягчить волатильность в определённой степени в случае предъявления требований о выкупе.

<sup>289</sup> *Штадлер/Файл*, крипто-валюты как летучие товары согласно § 18 абз. 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, май 2018 г., S 101 (S 103).

Однако, независимо от этой проблемы, возникает вопрос, действительно ли жетоны являются товаром по смыслу VRRL или FAGG. Согласно ст. 2 № 3 VRRL, товары в основном являются только физическими объектами. Однако вода, электричество и газ также считаются товарами при условии, что они продаются в определенном количестве или объеме. Жетоны количественно определяемы, а так как они хранятся электромагнитно, то можно использовать аналогию для жетонов, что в VRRL они рассматриваются как электричество, и если они продаются в определенном количестве, то они также рассматриваются как товар в смысле VRRL или FAGG. *Штадлер/Файл аргументируют в пользу этой аналогии*<sup>290</sup>. Такая аналогия находится в явном противоречии с повествованием 19 VRRL, поскольку маркеры представляют данные или программное обеспечение и, таким образом, цифровое содержание в значении Директивы, и поэтому такая аналогия также должна быть отклонена: *"Подобно договорам на поставку воды, газа или электроэнергии, если они не предлагаются к продаже в ограниченном объеме или в определенном количестве, или на поставку централизованного теплоснабжения, договоры на поставку цифрового содержания, которые не доступны на физическом носителе, не должны считаться договорами купли-продажи или договорами на предоставление услуг для целей настоящей Директивы"*.<sup>291</sup> Поэтому исключение из права отзыва согласно ст. 19 абз. 1 л. в FAGG не должно распространяться на маркеры, которые просто представляют программное обеспечение в смысле товара, т.е.

---

<sup>290</sup> *Штадлер/Файл*, крипто-валюты как летучие товары согласно § 18 абз. 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, май 2018 г., S 101 (S 103).

<sup>291</sup> Цитата 19 VRRL и статьи 6(2) и 17(1) VRRL.

цифровой контент согласно VRRL или виртуальные валюты согласно 5-ой GW-директиве.

Помимо этих положений, как правило, следует сделать ссылку на 151 статью 45 ПИС Лихтенштейна в отношении применимого законодательства в связи с потребительскими договорами с трансграничным элементом. Если страна, в которой потребитель имеет свое обычное место жительства, предусматривает обязательные специальные положения о защите, то эти положения имеют преимущественную силу по отношению к любому сделанному выбору закона, при условии, что деловые отношения были инициированы не только потребителем, но и предпринимательская деятельность предпринимателя направлена на страну проживания потребителя.

Следует, однако, отметить, что в отсутствие 152 правоприменительного договора - за исключением Австрии и Швейцарии - приобретенный иностранный титул де-факто не подлежит принудительному исполнению в Лихтенштейне, поскольку Лихтенштейн не подписал и не ратифицировал Брюссельскую и Луганскую конвенции.<sup>292</sup>

Независимо от этого, следует отметить, что даже выбор 153 положений закона может быть недействительным в связи с

---

<sup>292</sup> АО, "Anstalt oder Stiftung", LJZ 12.2007, стр. 100 (101); *Frick*, Anerkennung und Vollstreckung ausländischer Urteile в Лихтенштейне - Ein Überblick, LJ, стр. 106 (110); *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der Liechtensteinischen Aktiengesellschaft, стр. 71 f (Rz 192).

введением в заблуждение, если было опущено указание на то, что обязательные положения о защите прав потребителей государства, в котором потребитель имеет свое обычное местожительство, имеют преимущественную силу; таким образом, общий выбор положений закона в отношении потребителей является недействительным.<sup>293</sup>

- 154 В целом должна соблюдаться (пассивная) свобода предоставления услуг, применимая в странах ЕС и ЕЭЗ, согласно которой, например, (двусторонняя или многосторонняя) криптообменная площадка в отношении жетонов, которые не являются финансовыми инструментами, электронными деньгами или депозитами, свободна принимать клиентов из стран ЕС или ЕЭЗ, рынки которых напрямую не затрагиваются данной компанией,

---

<sup>293</sup> Директива 93/13/EEA, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/1993/13/oj>, в которой остаётся открытым, насколько далеко должна заходить информация об обязательном праве, поскольку это потенциально перерастает в описательное сравнение соответствующих правовых систем; cf. OGH 2 OB 155/16g от 14.12.2017, ECLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214..000, со ссылкой на ECJ C-191/15 от 28.07.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612: "Статья 3(3)". *Статья 3(1) Директивы 93/13 должна толковаться как означающая, что термин, содержащийся в стандартных условиях торговли, которые не были согласованы в индивидуальном порядке и которые предусматривают, что законом, применимым к договору, заключенному с потребителем с помощью электронных средств, является закон государства-члена, в котором торговый агент имеет свой зарегистрированный юридический адрес, является несправедливым, поскольку вводит потребителя в заблуждение, создавая у него впечатление, что только закон этого государства-члена применим к договору, не информируя его о том, что он также пользуется защитой обязательных положений закона, которые были бы применимы в отсутствие этой оговорки; национальный суд должен оценить это с учетом всех соответствующих обстоятельств."*

при условии, что они инициируют деловые отношения. Примечательно в этой связи, что хотя в Лихтенштейне такая деятельность может регулироваться при низком пороге или не регулироваться вообще, в зависимости от конкретной формы (по крайней мере, в соответствии с правовой ситуацией перед ТВТГ и до тех пор, пока не будет предоставлено Fiat Settlement), эта же деятельность может быть строго регламентирована и в Германии, например, так называемые расчетные единицы также являются там финансовыми инструментами, и поэтому там предоставляется инвестиционная услуга, и ФТМ должна быть утверждена.<sup>294</sup> В связи с такими финансовыми услугами обратное привлечение представлений<sup>295</sup> в соответствии со статьей 42 МФИД II в сочетании со статьей 85 МФИД II также может быть значительным.

## 7. Основные итоги

В этой заключительной главе обобщаются основные выводы и результаты этой работы в отношении жетонов, ценных бумаг и бездокументарных ценных бумаг. 155

Следует помнить, что блочная цепь в принципе представляет собой децентрализованную, общедоступную и постоянную базу данных. Не все цепи блоков одинаковы. В частности, необходимо проводить различие между различными разрешениями на доступ 156

---

<sup>294</sup> См. раздел II, глава II.2.4.

<sup>295</sup> В соответствии с этими положениями фирмы третьих стран могут предоставлять инвестиционные услуги по эксклюзивной инициативе клиентов из стран ЕС или ЕЭЗ, не подпадая под действие соответствующих правил MiFID II.

к чтению и записи. В отличие от частной (разрешенной) цепочки блоков, каждый пользователь имеет разрешение на запись на публичной (разрешенной) цепочке блоков. Атрибуты "открытая" и "закрытая" блочная цепь, с другой стороны, зависят от оформления прав на чтение. Bitcoin и Ethereum являются яркими примерами публичных открытых блочных цепочек - каждый пользователь имеет доступ на чтение и запись. Блок-цепочка с доступом на запись для всех, но с ограниченным доступом на чтение (публичным закрытым), с другой стороны, идеально подходит для проведения анонимных выборов. С другой стороны, если требуется прозрачность, но не у всех должен быть доступ на запись, можно использовать закрытую цепь открытых блоков. Официальный трафик, с другой стороны, мог бы быть передан частной закрытой блочной цепочке, которая имела бы ограниченный доступ для чтения и записи.

- 157 Случаем потенциального использования цепочки разрешенных или публичных блоков является, например, реализация так называемой самоуверенности (SSI) в качестве дополнения и восьмого уровня модели взаимодействия открытых систем (OSI), которая является эталонной моделью для сетевых протоколов. Особенно в связи с переносимостью проверенных данных технология блочных цепочек может играть важную роль (идентификация, проверка возраста и т.д.). Это должно быть представлено, например, в виде слоя на уровне интернет-браузера. Можно было бы, например, предположить, что персональные данные будут поступать на этот "мета-уровень", а затем - при желании - обновляться одновременно во всех социальных сетях. И наоборот, проще говоря, контент можно было бы подавать и без

ведома хостера сайта (так как контент интегрирован на один уровень выше; например, реклама крипто-валют на сайтах, которые сами по себе запретили такую рекламу).

С технической точки зрения, маркеры могут быть представлены в виде набора данных, который подлежит двухфакторной аутентификации и может быть использован для авторизации служб на базе программного обеспечения. Доступ предоставляется только после успешной аутентификации. Факторы удостоверения подлинности могут основываться на элементах знаний, собственности и неукоснительности. Интересно, что те же элементы встречаются и в PSD II в связи с сильной аутентификацией клиентов. 158

Децентрализованные приложения, так называемые Smart Contracts, в смысле постоянных скриптов, также регулярно используются на децентрализованных протоколах, таких как блочные цепи. Они восходят к моделям Agoric Computing 1980-х годов и могут также представлять контракты в юридическом смысле, если считать, что сами контракты могут быть заключены косвенно или устно. 159

### **7.1 Картирование полного права собственности в символическом виде.**

Из-за отсутствия элемента телесности жетоны не являются вещью по смыслу имущественного права Лихтенштейна. Однако со вступлением в силу ТВТГ с 01.01.2020 г. положения имущественного законодательства должны применяться аналогично к жетонам. 160

- 161 Однако принцип "Вещество над формой" применяется независимо от этого, и закон, представленный токеном, должен всегда учитываться. Если, например, кастодиан хранит предмет, находящийся на хранении у лица, имеющего право распоряжаться токеном в соответствии с Положением о хранении, то такой токен фактически представляет собой право собственности на предмет, находящийся на хранении.
- 162 Вопрос о том, существует ли депозитный регулятор, в соответствии с которым депозитарий остается владельцем определенного объекта, или же создается нерегулярный депозитный фонд, в соответствии с которым существует только общее требование, зависит от экономических намерений сторон. В соответствии с положениями соглашения об ответственном хранении хранитель должен вернуть те же предметы, которые были помещены на ответственное хранение. Как указывалось выше, регулирование депозита может существовать даже в том случае, если кастодиан обязан возвращать только предметы того же типа и качества. Это зависит от соглашения о праве собственности на товар. Если кастодиан должен стать владельцем, то существует нерегулярное регулирование депозита. Однако, если кастодиан должен остаться владельцем, то существует регуляр депозита. Это может сыграть здесь важную роль, так что в случае токенизации права собственности токен не квалифицируется в качестве финансового инструмента с точки зрения надзора из-за отсутствия стандартизации.
- 163 Однако стандартизация может быть достигнута с помощью соглашения о хранении, которое в конечном итоге является безвредным. Регулятор депозита может существовать, но стороны

или, в частности, вкладчик могут принять вместо предоставленного объекта объект, сопоставимый по типу, количеству и качеству.

## **7.2 Права на добавленную стоимость в соответствии с ТВТГ и права на добавленную стоимость в соответствии с ГРР в редакции ВuА 2019/93 (LGBI 2019.304)**

ВuА 2019/93 вводит ценностные права в соответствии с TVTG, с 164 одной стороны, и ценностные права в соответствии с ГРР, с другой. Существуют значительные различия между бездокументарными правами по этим законам, за исключением представления в токене или управления в реестре бездокументарных прав. В отношении бездокументарных ценных бумаг в соответствии с ГРР в редакции Закона о бездокументарных ценных бумагах 2019/93 гг. положения закона о правах собственности должны применяться функционально эквивалентно, так как эти бездокументарные ценные бумаги должны иметь те же функции, что и ценные бумаги. Кроме того, в ГРР по-прежнему преобладает принцип причинно-следственной связи. Напротив, положения ТВТГ применяются к бездокументарным ценным бумагам по ТВТГ только функционально адекватным образом, т.е. по аналогии. Более того, принцип абстракции превалирует над правилами вещания ТВТГ.

Это приводит к тому, что в случае передачи бездокументарных 165 ценных бумаг в виде жетонов по ТВТГ сделка по отчуждению также остается абстрактной, если сделка по обязательству

прекращается. В этом случае сделка должна будет быть отменена в соответствии с законодательством об обогащении. Однако, если причина сделки с бездокументарными ценными бумагами в соответствии с ГРЦБ в редакции ФЗ № 2019/93 перестает действовать, то сделка с обязательством также перестает действовать, и такие бездокументарные ценные бумаги могут быть проиндексированы в будущем.

166 Это объясняется тем, что обеспечительное право на бездокументарный въезд в соответствии с ГПП с поправками, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/93 года, выполняет все функции обеспечения, включая функцию транспортировки, функцию узаконивания и освобождения, функцию защиты дорожного движения и ограничение возражений. Это положение намеренно направлено на то, чтобы выйти за рамки швейцарского основания для получения в статье 973с швейцарского Обязательственно-правового кодекса, которая отрицает применение положений имущественного права (транспортная функция и приобретение добросовестности) в отношении бездокументарных ценных бумаг.

167 В § 81a заключительного раздела ГПП с изменениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/93, были внесены далеко идущие изменения в догматику гражданского права, и все права могут быть представлены в виде бездокументарных ценных бумаг, что означает, что впоследствии они могут быть подвергнуты режиму имущественного права. Таким образом, одно из наиболее существенных (правовых доктринальных) изменений, вызванных законодательным процессом по Закону о блок-цепях, должно быть расположено за его пределами. Однако следует учитывать, что

регистр прав на бездокументарную запись также должен быть организован таким образом, чтобы исключить необоснованное вмешательство должника в права кредитора. Для этой цели также подходит технология блочных цепей или системы VT, определенные в TVTG. Ведение реестра прав на запись в книге на цепочке блоков не обязательно означает, что права на запись в книге должны быть сохранены также в виде жетонов и, следовательно, опять же подпадали бы под действие TVTG.

### **7.3 Токенизация в структурах коллективного инвестирования и сегментированных объединениях**

Одним из важнейших критериев фондов является инвестирование 168 в соответствии с определенной инвестиционной стратегией. Это означает свободу действий при распределении активов. Если к коллективу применяется дискреционное индивидуальное управление портфелем, это отражается в регулировании фонда.

Холдинговые компании или организации специального 169 назначения, которые занимаются сбором средств, например, путем выпуска маркеров ценных бумаг, не являются фондами до тех пор, пока они придерживаются бизнес-стратегии. Это означает, что на момент подписки на (токенированные) финансовые инструменты, инвестиционная цель должна быть уже определена, и нет никакой свободы усмотрения при инвестировании. С другой стороны, если коллективные инвестиции осуществляются с определенной степенью усмотрения, то имеется определенная инвестиционная стратегия и, следовательно, фонд. Пример прогулки по канату можно

увидеть в инвестициях по фиксированному алгоритму. Даже при такой робо-консультативной бизнес-модели отсутствует свобода действий при инвестировании собранного капитала, поэтому существование фонда отрицается.

170 Представление депозита финансовых инструментов может также привести к схеме коллективного инвестирования при условии, что не только депозитарий или депозитарная расписка, относящаяся к финансовым инструментам, представлена в символическом виде, но и - что технически было бы возможно - активно или пассивно управляемый финансовый портфель представлен в символическом виде. Если такой символ впоследствии деноминирован и выдан инвесторам, фонд фактически учреждается.

171 Следует отметить, что ОКИПЦИБ может инвестировать только в ликвидные финансовые активы, поэтому криптофонд, инвестирующий в токены, в смысле цифрового контента, может быть структурирован только как АИФ. Однако можно также выпустить акции фонда в виде жетонов. Крайне важно, чтобы УФР Лихтенштейна по письменной заявке представляло обязательную для исполнения информацию о том, существует ли фонд, и должно быть связано своим мнением.

172 Примечательно, что в отношении АИФ их распределение на едином европейском рынке гармонизировано только в отношении профессиональных инвесторов. В Лихтенштейне акции АИФ могут также распределяться среди розничных инвесторов, но такой АИФ не является паспортным.

173  
Форма сегментированного юридического лица или ПКС, предусмотренная законодательством Лихтенштейна, также может иметь значение в связи с денежными средствами. Например, корпорация может быть сегментирована, при этом каждый сегмент может выпустить свои собственные акции или даже облигации сегмента. Имеет ли сегментированная организация фонд или нет, в значительной степени зависит от того, осуществляется ли определенная инвестиционная стратегия или просто бизнес-стратегия.

#### 7.4 Потребительские операции iZm Token

174  
FernFinG в основном предусматривает право на отзыв, хотя потребитель не имеет права на отзыв в сделках дистанционной продажи финансовых услуг, если финансовые услуги, охватываемые договором, подвержены колебаниям на финансовом рынке, которые не находятся под влиянием предпринимателя и находятся в пределах срока отзыва. FernFinG также требует, чтобы потребители были информированы о том, есть ли у них право на отзыв; однако, нет никаких санкций, если они не информированы о том, что у них нет права на отзыв, так как это не приводит к праву на отзыв.

175  
Однако большее значение имеет потребительское право в отношении токенов, которые представляют собой программное обеспечение в смысле цифрового контента и, таким образом, товары. В Лихтенштейне такие жетоны регистрируются только как виртуальные валюты в соответствии с законом о надзоре, который не требует специального разрешения в соответствии с законом о финансовом рынке для их выдачи или распространения,

поскольку они в основном рассматриваются как товары.<sup>296</sup> Сделки, связанные с такими жетонами, будут регулярно заключаться посредством дистанционной продажи, поэтому FAGG и, в частности, его положения о праве на отзыв являются более важными, чем KSchG.

- 176 Тем не менее, в соответствии с FAGG может быть сделано исключение из права отзыва. В частности, исключения в пункте 1 b и 1 статьи 19 FAGG ставятся под сомнение в этом отношении. Потребитель не имеет права расторгнуть договор согласно последнему положению FAGG о приобретении цифрового контента для продажи на расстоянии, который не хранится на физическом носителе данных и в котором предприниматель с явно выраженного согласия потребителя преждевременно, до истечения срока расторжения договора, приступил к исполнению договора, после того, как ему было сообщено о праве расторжения договора. Подтверждение заключенного договора должно быть предоставлено на постоянном носителе данных. Помимо бумаги, к постоянным носителям данных относятся также USB-накопители, карты памяти и даже электронная почта. Однако обоснование этого исключения также сопровождается значительными административными усилиями. Следует отметить, что маркеры на аппаратном кошельке должны рассматриваться не как цифровой контент, а как товары по смыслу FAGG или VRRL.

---

<sup>296</sup> В зависимости от бизнес-модели может быть указана только обязанность зарегистрироваться в качестве бюро обмена (до вступления в силу TVTG) или зарегистрироваться в качестве поставщика услуг по обмену VT, см. также раздел II, главы II.2.9 и II.3.

Кроме того, единственным соответствующим исключением будет статья 19 (1) b) ФАГГ. В соответствии с этим потребитель не имеет права отказаться от договора, если он заключил договор на товары или услуги, цена которых подвержена колебаниям на финансовом рынке. В любом случае, в сделке с фиксированной ценой отказаться нельзя. Если цена товара была согласована заранее, то она также была предсказуема. Тот факт, что цена на момент поставки все еще является благоприятной, здесь не имеет значения. Таким образом, от воли сторон зависит, предназначалась ли сделка с фиксированной ценой в отношении жетонов или же они были приобретены в спекулятивных целях. 177

Тем не менее, невозможно предположить, что в потребительских сделках с использованием токенов присутствует обширное спекулятивное ядро, поскольку токены часто выполняют функцию, присущую блочной цепи, и необходимы для осуществления определенных сделок или функционирования блочной цепи, а также для достижения консенсуса. Это также необходимо учитывать при покупке токенов, так как пользователь, приобретающий токен для того, чтобы сделать услуги в связи с блочной цепью пригодными для использования, а иногда и потребляющий токены, не имеет первичного интереса к исполнению. Даже если такой спекулятивный характер можно предположить для конкретной сделки, связанной с маркерами, маркеры не являются товаром в смысле VRRL или FAGG, поэтому данное исключение из права отзыва не может быть применено с самого начала. Аналогия с электричеством, водой и газом, которые рассматриваются как товары при условии, что они продаются в ограниченном объеме или в определенном количестве, должна 178

быть отклонена в результате, так как это прямо противоречит повествованию 19 VRRЛ: *"Подобно договорам на поставку воды, газа или электричества, когда они не предлагаются для продажи в ограниченном объеме или в определенном количестве, или на поставку централизованного теплоснабжения, договоры на поставку цифрового контента, которые не доступны на физическом носителе, не должны рассматриваться как договоры купли-продажи или договоры на предоставление услуг для целей настоящей Директивы"*. Цифровой контент, такой как компьютерные программы, игры, фильмы, музыка и т.д., также поддается количественной оценке и, по мнению законодателя Союза, не должен рассматриваться как товар; исключение из права отзыва в отношении цифрового контента представляет собой самостоятельное исключение, которое не сообщается с исключением в ст. 19, п. 1 л. b FAGG. Это исключение, таким образом, не распространяется на маркеры в качестве цифрового содержания в соответствии с VRRЛ, которые могут также представлять виртуальные валюты в соответствии с 5-й GW-Directive.

- 179 Кроме того, в качестве общего правила следует отметить, что иностранные титулы, за исключением титулов из Австрии или Швейцарии, не имеют юридической силы в Лихтенштейне, поскольку Лихтенштейн не подписал и не ратифицировал Брюссельскую и Луганскую конвенции. В случае судебного разбирательства в Лихтенштейне лицами, не проживающими в Лихтенштейне, в качестве обеспечения расходов по разбирательству требуется гарантийный залог согласно §§ 56 ff ZPO (Гражданский процессуальный кодекс).

Кроме того, следует также отметить в общих чертах, что даже пункт о выборе закона может быть недействительным, поскольку он вводит в заблуждение, если только нет указания на то, что обязательные положения о защите прав потребителей страны проживания потребителя имеют преимущественную силу (ЕСJ C-191/15, VKI/Amazon EU Sàrl: "Ст. 3(3)". *Статья 3(1) Директивы 93/13 должна толковаться как означающая, что термин, содержащийся в стандартных условиях торговли, которые не были согласованы в индивидуальном порядке и которые предусматривают, что законом, применимым к договору, заключенному с потребителем с помощью электронных средств, является закон государства-члена, в котором проживает трейдер, является несправедливым, поскольку вводит потребителя в заблуждение, создавая у него впечатление, что только закон этого государства-члена применим к договору, не информируя его о том, что он также пользуется защитой обязательных положений закона, которые были бы применимы в отсутствие этой оговорки; национальный суд должен оценить это с учетом всех соответствующих обстоятельств."*

Наконец, следует отметить, что сервис, относящийся к токенам в смысле цифрового контента, может регулироваться при низком пороге, в зависимости от конкретной формы, но эта же деятельность может быть строго регламентирована и в других юрисдикциях, таких как Германия, например, поскольку там так называемые единицы учета (например, токены) также представляют собой финансовые инструменты, и, следовательно, ФТМ должна быть утверждена для торговли токенами в соответствии с немецким законодательством.

## II. Жетонные предложения и децентрализованные торговые центры

### 1. Введение и предмет расследования

182

В то время как работа под рубрикой I. - Жетоны как ценностные права - посвящена, прежде всего, гражданско-правовому характеру жетонов и их передаче в Лихтенштейне, в настоящем документе основное внимание уделяется аспектам надзора, особенно в связи с предложением жетонов, при этом учитываются, в частности, европейские правовые акты. Термин "Предложения жетонов" специально выбран в данной работе, так как это термин с наивысшей степенью абстракции по отношению к публичному праву, относящийся к предложению жетонов и творчеству в отношении создания слов для выпуска жетонов, кажется почти неисчерпаемым. Для инсайдеров в отрасли блочной цепочки<sup>297</sup> эти не предусмотренные законом условия ICO (Initial Coin Offering after the IPO - "Первоначальное публичное предложение"); IPO), с помощью таких вариантов, как DAICO (децентрализованное автономное первичное размещение монет), PICO (первичное публичное размещение монет), IEO (первичное размещение на бирже), IDO (первичное размещение на ДЕКС) или ITO (первичное размещение жетонов), более технический термин TGE (событие, генерирующее жетоны) вплоть до оценок, превосходящих правовую оценку в отношении классификации, таких как ETO (предложение жетонов акций),

---

<sup>297</sup> Термин "блочная цепь" используется в данной работе как *pars pro toto* для технологии распределенных книг.

АСО (аккредитованное предложение монет) или СТО (предложение жетонов безопасности).

Эти термины весьма неоднородны, и в каждом отдельном случае 183 всегда необходимо проводить оценку того, являются ли бизнес-модели, основанные на блок-цепочках, и связанный с ними символический дизайн или структура вызывают одобрение в соответствии с законодательством о финансовом рынке. Упомянутые выше термины не обязательно совпадают с публичной или частной офертой жетонов. Это также может означать только техническую генерацию токенов<sup>298</sup>, или генерацию токенов в ходе так называемой добычи, что является

---

<sup>298</sup> Ср. консультационный доклад правительства о создании закона о системах сделок, основанных на надежных технологиях (VT) (Blockchain law; VT law; VTG) и о внесении изменений в другие законы, который был принят правительством 28.08.2018 и в котором впервые проводится строгое разграничение между производителем и эмитентом токена. Согласно ч. 1 л ст. 2 ТВТГ в редакции Федерального закона № 2019/54, эмитентом жетонов является лицо, которое предлагает жетоны от своего имени и за свой счет или за счет третьего лица, или которое выпускает жетоны от имени третьего лица - на имя принципала, который заключает договор доверенности (т.е. двухстороннюю юридическую сделку поручения во внутренних отношениях и доверенность, действующую во внешних отношениях) - за счет третьего лица. Такое прямое или открытое представительство, имеющее юридическую силу для представляемой стороны, по сути соответствовало бы сделке по размещению финансовых инструментов - см. BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, последние изменения внесены 25.07.2013, [https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_091211\\_tatbestand\\_platzierungsgeschaeff.html](https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeff.html)

обычным явлением в доказательственном механизме.<sup>299</sup> Протокол Bitcoin, например, основывается на вышеупомянутом механизме проверки работоспособности и предусматривает, что каждый блок генерирует 50 новых биткойнов, при этом это количество вновь созданных биткойнов уменьшается вдвое каждые 210 000 блоков, а самая маленькая субъединица, 1 сатоши<sup>300</sup>, является неделимой.<sup>301</sup> Иллюстрированное с помощью геометрической последовательности, это выглядит следующим образом:

$$\frac{\sum_{i=0}^{32} 210\,000 \left\lfloor \frac{5\,000\,000\,000}{2^i} \right\rfloor}{100\,000\,000} = \frac{209\,999\,999\,769}{10\,000} = 2.09999999769 \times 10^7$$

---

<sup>299</sup> Также PoW; это упрощенное описание обеспечения вычислительной мощности для решения определенных криптографических вычислений, при котором блоки создаются и подаются в цепочку блоков при решении задач. Эти новые блоки используются для подтверждения сделок и выдачи новых токенов. Существуют и другие механизмы, такие как доказательство подлинности (PoS) и гибридные формы; см. *Buterin*, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, звонок от 15.09.2019, 16:31.

<sup>300</sup> 0.00000001 BTC, названный в честь зловещего изобретателя протокола Bitcoin, *Сатоши* Накамото. См. Bitcoin Whitepaper, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, доступно 15.09.2019, 16:31.

<sup>301</sup> <https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp> звонок 15.09.2019, 16:31.

Это приводит к округлению лимита в 21 миллион биткойнов 184  
(ровно 20'999'999.9769 BTC<sup>302</sup>), в результате чего 50 биткойнов блока  
Genesis не подлежат передаче<sup>303</sup>, а другие нарушения также  
привели к непередаваемым биткойнам.<sup>304</sup>

В этом отношении, однако, (техническое) производство и 185  
маркетинг таких жетонов не обязательно служат цели  
капитализации на финансовом рынке или корпоративного  
финансирования, но выпущенные жетоны могут просто иметь  
цель, присущую блочно-цепочечной бизнес-модели - полезность,  
- которая, согласно законодательству Лихтенштейна, регулярно не  
будет иметь слишком больших регулятивных последствий.  
Поэтому необходимо учитывать, предлагаются ли маркеры в ходе  
сбора средств (т.е. предложение маркеров) или же маркеры  
действительно представляют цифровой контент в смысле данных  
или программного обеспечения в качестве товара и продаются с  
коммерческим умыслом (т.е. продажа маркеров).

186

---

<sup>302</sup> Это связано с высокой фрагментарностью деления и ограничением количества битов Bitcoin до 8-ой цифры после запятой.

<sup>303</sup> [https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis\\_block](https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block) позвонил 15.09.2019, 16:31; это также причина, по которой ETH может быть уничтожена передачей по адресу 0x0 (так называемое "сжигание"), так как никто не имеет закрытого ключа по этому адресу.

<sup>304</sup> <https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually> aufgerufen am 15.09.2019, 16:31; [https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled\\_supply](https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply) aufgerufen am 15.09.2019, 16:31.

Соответственно, попытка дать юридическое определение в проекте Доклада о Европейском регулировании краудфандинга (ECSP) также кажется ошибочной, так как оно основано исключительно на виртуальных валютах и, в бывшей речи ТВТГ в редакции Федерального закона о краудфандинге в <sup>305</sup>2019/54 годах, на платежных жетонах.<sup>306</sup> ECSP буквально гласит: *“Первоначальное предложение монет или ICO” означает сбор средств от общественности дематериализованным способом с использованием монет или жетонов, которые выставляются на продажу на ограниченное время предприятием или физическим лицом в обмен на фиат или виртуальную валюту*”.<sup>307</sup>

187 Однако эта формулировка не учитывает многообразные варианты оформления токенов, которые могут представлять все права в принципе. В обоснование этого в заключительном докладе были удалены НКО. Хотя считается, что МКО все еще имеют финансовый компонент, который может представлять особый интерес для малого и среднего бизнеса, также признается, что, помимо классификации по закону о рынке капитала, технология

---

<sup>305</sup> Доклад и обращение правительства в парламент Княжества Лихтенштейн 2019/54 о создании закона о токенах и поставщиках услуг VT (Закон о токенах и поставщиках услуг VT; TVTG) и о внесении поправок в другие законы; статья 2, пункт 1 литра d TVTG-BuA (“TVTG”).

<sup>306</sup> В BuA 2019/93, стр. 23 токен оплаты был снова удален.

<sup>307</sup> Проект доклада о предложении по регулированию Европейского парламента и Совета по европейским поставщикам услуг краудфандинга (ECSP) для бизнеса (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), 10.08.2018, [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf)[https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf), S 28.

может, например, ускорить передачу технологии. В свое время было признано, что включение ICO в ECSP не решает связанных с этим правовых неопределенностей, а также там было заявлено, что в будущем Европейская Комиссия могла бы предложить всеобъемлющее рамочное законодательство ЕС, основанное на тщательной оценке воздействия.<sup>308</sup>

Поэтому конкретный вопрос для исследования в данной работе 188 заключается в следующем: *когда существует символическое предложение и как оно рассматривается в надзорном праве Лихтенштейна?* Конкретный подвопрос: *Могут ли маркеры также представлять депозиты, электронные деньги или финансовые инструменты? Как эти три правила соотносятся друг с другом и чем они отличаются от виртуальных валют?* В этом контексте необходимо также учитывать правовые рамки, предусмотренные законодательством Союза. В частности, работа будет сосредоточена на токеновых предложениях через так называемые децентрализованные торговые центры или децентрализованные

---

<sup>308</sup> Доклад о предложении по регламентации Европейского парламента и Совета по европейским поставщикам услуг краудфандинга (ECSP) для бизнеса (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), A8-0364/2018, 09.11.2018, [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364\\_EN.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html) [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364\\_EN.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html), S 8 und 9 (Rz 11a и 15a).

рынки. EtherDelta<sup>309</sup>, IDEX<sup>310</sup>, Token Store<sup>311</sup> или Stellar Decentralized Exchange (DEX)<sup>312</sup> являются примерами децентрализованных торговых мест, на которых можно торговать полностью децентрализованными, т.е. peer-to-peer (p2p), крипто-валютами или жетонами, иногда также жетонами, представляющими финансовые инструменты.<sup>313</sup> Объединение интересов может

---

<sup>309</sup> <https://etherdelta.com/> звонок 15.09.2019, 16:21; обмен без соответствующего движка (доска объявлений), на которой пользователи должны создавать заказы.

<sup>310</sup> <https://idex.market/> звонок 15.09.2019, 16:21. IDEX хранит книгу заказов в автономном режиме (центральном), как и 0x - <https://0x.org/>, звонок 15.09.2019, 16:22. AirSwap, с другой стороны, имеет децентрализованную книгу заказов, <https://www.airswap.io/>, звонок 15.09.2019, 16:22. Другие так называемые "крипто-обмены" вообще не имеют книгу заказов в обычном смысле, например, Uniswap, <https://uniswap.io/>, звонок 15.09.2019, 16:23, Bancor, <https://www.bancor.network/>, звонок 15.09.2019, 16:23, Kyber, <https://kyber.network/>, звонок 15.09.2019, 16:23, или DutchX, <https://dutchx-rinkeby.d.exchange/>, звонок 15.09.2019, 16:24, (биржа, основанная на голландском аукционе - реверсивный аукцион или аукцион с падающими ценами).

<sup>311</sup> <https://token.store/> accessed 15 September 2019, 16:24.

<sup>312</sup> <https://stellarterm.com/> звонок 15.09.2019, 16:21; ЗАО "Звездная биржа DEX" хранит книгу заказов в цепочке, обрабатывает транзакции в цепочке и имеет интегрированный в протокол "Звездная биржа" спичечный маркетинг.

<sup>313</sup> В отличие от Бирж, где книги заказов, согласования и расчеты создаются или проводятся вне цепочки, например, OpenFinance Network ATS, <https://www.openfinance.io/>, посещение 15.09.2019, 16:24. Кроме Бирж для финансовых инструментов, есть также центральные посредники для жетонов, которые не являются финансовыми инструментами, электронные деньги или депозиты - например, Binance (<https://www.binance.com/>, посещение 15.09.2019, 16:25), Kraken (<https://www.kraken.com/>, звонок 15.09.2019, 16:25), Bittrex (<https://international.bittrex.com>,

осуществляться по соответствующему сетевому протоколу - самой блочной цепи, и такая децентрализованная торговая площадка отличается от организованного рынка капитала тем, что управляется не центральным посредником, а суммой пользователей сети - т.е. сетью как децентрализованной автономной организацией. В этом контексте необходимо также изучить следующие подвопросы: *Применяются ли правила финансового рынка к децентрализованным торговым центрам - и если да, то в какой форме и в какой степени, и чем эти правила отличаются от правил для организованных торговых центров?*

### **1.1 Оценка бизнес-моделей, основанных на DLT, с точки зрения законодательства о финансовых рынках**

В соответствии со статьей 4 FMAA Управление финансового рынка 189 Лихтенштейна преследует цели обеспечения стабильности финансового рынка Лихтенштейна, защиты клиентов, предотвращения злоупотреблений, а также внедрения и соблюдения признанных международных стандартов. Таким образом, закон о финансовом рынке преследует цель "регулирования, которое является технологически нейтральным, рискованным и недискриминационным для существующих участников рынка"<sup>314</sup>.

---

звонок 15.09.2019, 16:25), Coinbase(<https://www.coinbase.com/> звонок 15.09.2019, 16:25), Poloniex (<https://poloniex.com/>, звонок 15.09.2019, 16:26) и т.д., которые все держат свои книги заказов вне цепочки, а также держат жетоны централизованно в кошельке-объединителе, чтобы минимизировать транзакционные издержки на блочной цепи.

<sup>314</sup> См. задачи ФМА Лихтенштейна - <https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, звонок 15.09.2019, 16:21; ФМА Лихтенштейн, Инновации

DLT- или блочно-цепные бизнес-модели могут также подпадать под регулирование финансового рынка, при котором применяется функциональный подход, что означает, что каждая модель или токен-структура анализируется в индивидуальном порядке (например, генерация токенов в контексте токен-предложения).

- 190 Фактическая экономическая конструкция жетона и вытекающая из этого правовая квалификация являются, таким образом, стержнем с точки зрения надзора. Всегда необходимо проводить различие между бизнес-моделью и дизайном жетонов. Токен не обязательно должен быть финансовым инструментом, но бизнес-модель может, тем не менее, подлежать специальному юридическому утверждению, которое подлежит надзору со стороны УФР (Управление по финансовому рынку Лихтенштейна) в соответствии с УФР. С другой стороны, не исключено, что бизнес-модель не регулируется законодательством о финансовом рынке, но токен является финансовым инструментом, на который, следовательно, накладываются определенные ограничения, например, в распространении, или требуется проспект эмиссии.
- 191 Технологически нейтральный подход не только имеет решающее значение в оценке FMA, но и этот аспект был учтен в ТВТГ. Таким образом, общий юридический термин "надежные технологии" или "надежные технологические системы" в соответствии с пунктом 1 статьи 2 букв "а" и "б" ТВТГ также включает варианты технической реализации технологии распределенной книги учета

---

как вызов - и как возможность, 20.07.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>

(Distributed Ledger Technology). Это следует понимать на фоне того, что в будущем уже необязательно будет отдавать должное предполагаемой или предполагаемой надежности блочной цепи (например, можно предположить, что технологический прогресс в области квантовой технологии может привести к значительному увеличению вычислительной мощности).<sup>315</sup> Доверие, оказываемое классическому финансовому рынку центральным, квалифицированным и надежным финансовым посредником или подходящим финансовым учреждением, устаревает при использовании децентрализованных технологий подобного рода, так как это доверие заменяется суммой пользователей сети, которые в свою очередь подтверждают правильность соответствующих сделок, и, таким образом, возможность компромисса или коррупции ничтожна, как только сеть достигает определенного размера.<sup>316</sup> Однако доверие предоставляется не только технологией, но является результатом криптографических функций в сочетании с децентрализацией, которая является неотъемлемым свойством технологии, но, в конечном счете, обусловлена индивидуальными пользователями сети; существуют некоторые блок-цепочки, которые имеют такое низкое число участников и, следовательно, такой низкий уровень хеширования, что они могут быть скомпрометированы вычислительными мощностями отдельных серверных ферм, которые могут быть арендованы в кратчайшие сроки. Объектом доверия, таким

---

<sup>315</sup> Ср. BuA 2019/54, стр. 44 и 56, см. также проспект фонда "Постера", стр. 101.

<sup>316</sup> Ср. <https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, позвонил 15.09.2019, 16:40, по поводу различных слабых мест, таких как Большинство или Атаки Сибил.

образом, на самом деле является сумма пользователей сети - т.е. коллективная, а не технология как таковая, которая в этом отношении представляет собой лишь средство до конца, объект, на который проецируется доверие. В этом отношении наименование TVTG может быть оспорено, так как технология не является ни заслуживающей доверия, ни ненадежной, и не должно создаваться впечатление, что существующие технологические системы не заслуживают доверия.<sup>317</sup>

## **1.2 Официальная практика Управления финансового рынка Лихтенштейн**

192 УФР Лихтенштейна обращает внимание на потенциальную применимость регулирования финансового рынка к бизнес-моделям, основанным на блоковых цепях или символике. Таким образом, в зависимости от своей конкретной формы жетоны могут представлять собой членские или долговые права и, в силу своего инвестиционного характера, могут являться финансовыми инструментами, если соблюдаются дополнительные критерии. Как правило, услуги, связанные с финансовыми инструментами, требуют специального юридического разрешения УФР в соответствии с законодательством о финансовом рынке, а также может потребоваться проспект ценных бумаг для выпуска токенов, представляющих собой финансовые инструменты.<sup>318</sup>

193 FMA также прокомментировала виртуальные валюты, такие как Bitcoin. Соответственно, виртуальные валюты представляют собой

---

<sup>317</sup> См. терминологию TVTG BuA 2019/54, стр. 56 f.

<sup>318</sup> FMA Fact Sheet "Initial Coin Offering" от 10.09.2017, [https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-ico.pdf](https://www.fma.li/files/fma/fma-faktenblatt-ico.pdf), последнее обновление 01.10.2018.

цифровое представление ценностей, имеющих определенное сходство с законными средствами платежа.<sup>319</sup> Соответственно, такие криптокорреспонденты, как БТД или ЕТН, выполняют функцию, представляющую собой платежное средство (статья 2, пункт 1 лит. I ДДА также наделяет виртуальные валюты функцией сохранения стоимости в связи с деятельностью обменного пункта, обменивающего законное платежное средство на виртуальные валюты).<sup>320</sup> Это необходимо для проведения различия между жетонами и Электронными деньгами, так как Электронные деньги не предназначены для сбережений или инвестиций.<sup>321</sup>

В своей нынешней официальной практике Управление 194  
финансового рынка Лихтенштейна придерживается технологически нейтрального подхода, как уже объяснялось. Это означает, что она юридически оценивает конкретные бизнес-

---

<sup>319</sup> Информационный бюллетень FMA по виртуальным валютам, последнее обновление 16 февраля 2018 года, [https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-virtuelle-waehrungen.pdf](https://www.fma.li.li/files/fma/fma-faktenblatt-virtuelle-waehrungen.pdf)

<sup>320</sup> Ср. BuA 2016/159, стр. 31, согласно которой World of Warcraft Gold не должна быть виртуальной валютой (в смысле SPG) из-за отсутствия возможности обмена на бумажные деньги. Критически важными в этом отношении являются *Nägele/Bergt*, Cryptocurrencies и Blockchain Technology в надзорном праве Лихтенштейна, Regulatory Grey Zone?, стр. 63 (стр. 65 f). ЕЦБ также рассмотрел этот вопрос и заявил следующее: "Однако, похоже, что существует черный рынок для покупки и продажи WoW Gold вне виртуальной валютной схемы", ЕЦБ, Виртуальные валютные схемы, октябрь 2012 г., стр. 13, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

<sup>321</sup> См. главы П.2.2.2, П.2.7 и П.2.9 частности, также в связи со случаем E-9/17 EACT (Falkenhahn AG и FMA Лихтенштейн).

модели или экономические модели на основе функционального подхода.<sup>322</sup>

- 195 Что касается правовой классификации жетонов, то Управление финансового рынка в основном следует стандартной международной номенклатуре и проводит соответствующее различие между жетонами на коммунальные услуги или товарные жетоны, жетонами на ценные бумаги или акции и жетонами на оплату или монетами в иностранной валюте. Следует, однако, отметить, что это экономически обусловленное наименование может быть использовано только в качестве необязательного показателя для юридической классификации. Вышеупомянутый термин "техника" не закреплен в законодательстве и иногда определяется компетентными органами иначе, чем, например, налоговое законодательство, с точки зрения надзорного права. С<sup>323</sup> юридической точки зрения важно отметить, что как возможный символ, который должен быть выдан, так и лежащая в его основе экономическая модель компании должны оцениваться отдельно. Защитные жетоны в основном представляют собой финансовые инструменты, в то время как валютные монеты выполняют функцию денежного представителя и, таким образом, служат

---

<sup>322</sup> Ср. FMA, Инновации как вызов - и как возможность, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, звонок 15.09.2019, 16:42.

<sup>323</sup> Cf. *Bont*, "Cryptocurrencies - and what do the regulators do", Информационная листовка FMA, 26.10.2017, стр. 7 и Руководство FINMA по вопросам субординации в отношении первоначальных предложений по монетам (ICO) от 16.02.2018, <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, стр. 2 f.

средством обмена, но не обязательно представляют собой платежный инструмент в контексте законодательства о финансовом рынке.

В отношении жетонов полезности, которые не легализованы в этой 196 форме, как и другие определения, на практике, как правило, применяется подход, основанный на негативном определении, с точки зрения надзора. Соответственно, полезные жетоны, которые не являются ни финансовыми инструментами ("маркеры безопасности"), ни электронными деньгами (особенно так называемые "конюшни", которые депонируются в декретных валютах, а также соответствуют другим требованиям к электронным деньгам) и не представляют собой депозиты, называются полезными жетонами<sup>324</sup>. Более того, приравнение жетонов коммунальных услуг к товарам, вероятно, не является четким, так как к виртуальным валютам и жетонам будут предъявляться более высокие регулятивные требования, чем к товарам, особенно после того, как ТВТГ вступит в силу. Тем не менее, такие полезные или товарные маркеры, которые в значительной степени не регулируются законодательством Лихтенштейна, могут классически рассматриваться как цифровой контент по смыслу ФАГГ<sup>325</sup> или как виртуальные валюты по смыслу 5-й GW-директивы.

---

<sup>324</sup> *Bergt/Esneault/Feldkircher/Nägele*, Национальная нормативно-правовая база в отдельных европейских странах, Страновой анализ Лихтенштейна в регулировании жетонов в Европе Части А и В: Нормативно-правовая база ЕС, Juni 2019, S 117 (S 122).

<sup>325</sup> См. раздел I. Глава I.6.

197 Такие маркеры регулярно обеспечивают доступ к определенным платформам или, в функции, подобной купону, позволяют приобретать товары и/или услуги со скидкой или содержат аналогичные права или функции. Однако к маркерам относятся и чисто протокольные маркеры, обеспечивающие функционирование блочной цепи, а также достижение консенсуса по этому вопросу в первую очередь, или так называемые маркеры активов или обеспеченных активов, которые, например, представляют собой требование о реституции предмета и, таким образом, представляют собой традиционный документ в соответствии с гражданским правом или товарное обеспечение (или, при отсутствии документального характера, имущественное право). С нормативной точки зрения, все эти жетоны являются так называемыми товарными жетонами, даже если они представляют собой разные права, а не товар как таковой. Это одна из причин, по которой имеет смысл анализировать маркеры в каждом конкретном случае, даже несмотря на то, что вышеперечисленные термины стали общепринятыми в этой отрасли и обычно содержат соответствующее ядро.

## 2. Анализ маркеров по законам финансового рынка

198 Ниже будут рассмотрены особенно актуальные аспекты надзора в связи с токен-менеджментом, с тематической направленностью на децентрализованные торговые системы, финансовые инструменты, депозитный бизнес и электронный денежный бизнес. Наконец, следует отметить, что, учитывая быстро меняющийся характер этой тематической области и намеренно

открытый характер вопроса, окончательное рассмотрение этого вопроса, если это вообще возможно, выходило бы далеко за рамки этой работы. Поэтому целью является создание научно обработанной, но в то же время практически актуальной области взгляда на токеновые предложения и децентрализованные торговые центры, а также разграничение виртуальных валют и депозитных операций, понятие электронных денег и финансовых инструментов. Систематический подход в отношении академической дискуссии в настоящем исследовании в основном следует каскаду лицензий на осуществление надзора, который считается догматически разумным и которому также следует УФР Лихтенштейна с точки зрения организации, как это видно из обзора областей, подлежащих надзору со стороны УФР Лихтенштейна (банковская деятельность; ценные бумаги и рынки; страхование и пенсионные фонды<sup>326</sup> и предупреждение отмывания денег и другие финансовые посредники), а также законов, которые будут применяться УФР Лихтенштейна в этом контексте.

---

<sup>326</sup> Область страхования не будет рассматриваться далее в этом документе, так как это выходит за рамки настоящего исследования. В связи с этим следует отметить, что страховые продукты могут быть представлены также в виде жетонов, и что в страховом бизнесе могут быть интересны и приложения на основе блочных цепочек. В связи с этим необходимо лишь указать, что Закон о платежеспособности II, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/138/oj>, или Закон Лихтенштейна о страховом надзоре и IDD, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2016/97/oj>, а также заблаговременное внедрение Лихтенштейна (при отсутствии решения Объединенного комитета ЕЭЗ о включении их в нормативные акты ЕЭЗ) в Закон о договорах страхования могут быть потенциально релевантными для таких бизнес-моделей.

## 2.1 Характеристики и сфера применения BankG

199 Поскольку разрешения в Законе о банковской деятельности структурированы в каскадах, как описано выше, важно отметить, что лицензия как банка или кредитного учреждения имеет наивысший приоритет. Следовательно, банковская лицензия, по сути, освобождает банк от лицензирования в качестве инвестиционной компании, учреждения, занимающегося электронными деньгами или платежами, или другого финансового посредника. Конечно, (макропруденциальные) правила, предусматривающие разделение обязанностей, должны соблюдаться, и банк не может объединять всю финансовую деятельность в одном лице (ключевое слово: меры против "слишком взаимосвязаны, чтобы обанкротиться" и "слишком велики, чтобы обанкротиться").

Закон о банковской деятельности применяется к банкам и инвестиционным фирмам<sup>327</sup>, регулируемым рынкам, операторам многосторонних или

---

<sup>327</sup> Минимальный капитал согласно ст. 24 абз. 1 Закона о банковской деятельности 10 млн. швейцарских франков для банков и 730.000,00 швейцарских франков для (крупных) инвестиционных компаний или эквивалент в евро или долларах США (125.000,00 швейцарских франков для инвестиционных компаний с административными полномочиями согласно ст. 30v абз. 1 лит. Закона о банковской деятельности) Годовая плата за надзор за банками составляет минимум 100.000.00 CHF и максимум 250.000.00 CHF или 1.000.000.00 CHF для банковских групп, подлежащих консолидированному надзору (Приложение 1, часть I, раздел А FMAA). В случае инвестиционных компаний сбор за надзор составляет не менее 50.000,00 швейцарских франков или 15.000 швейцарских франков в случае инвестиционных компаний, обладающих административными полномочиями. Максимальный размер платы за надзор для инвестиционных компаний составляет 120.000 CHF в год (100.000.00 CHF для инвестиционных компаний, имеющих административный орган) и 500.000.00 CHF для групп инвестиционных компаний (250.000.00 CHF для групп инвестиционных компаний, имеющих административный орган) - ср. Приложение 2, часть I, раздел В к FMAA. В отличие от этого базовая пошлина для компаний по управлению активами составляет 5.000,00 швейцарских франков в год и максимум 100.000,00 швейцарских франков (Приложение 2, часть II, раздел А УФР). Следует отметить, что банки должны соблюдать следующие требования к достаточности капитала (нормативы достаточности капитала и состав ответственного капитала): Твердый основной капитал (Core Equity Tier 1 (CET1); 4,5%), капитальные инструменты в соответствии со ст. 28 CRR и, возможно, ст. 29 CRR (например, акции); дополнительный основной капитал (Дополнительный уровень 1 (AT1); 1,5%), капитальные инструменты в соответствии со ст. 51 или ст. 61 CRR (например, специфические субординированные облигации / условные конвертируемые облигации - "CoCos"); дополнительный капитал (2-й уровень (T2); 1,5%), капитальные

организованные торговые системы<sup>328</sup>, инвестиционные фирмы с административными полномочиями<sup>329</sup>, местные фирмы,

инструменты и субординированные займы в соответствии со ст. 63 ff или ст. 71 CRR (например, субординированные облигации / "CoCos"); буфер для поддержания капитала в соответствии со ст. 129 CRD IV и 4a Закона о банковской деятельности (2,5% в виде твердых основных средств); Возможное дополнительное требование к капиталу по Компоненту 2 согласно ст. 104 CRD IV (предыдущее соответствует Компоненту 1) для покрытия других рисков, не охваченных Компонентом 1, например, из-за бизнес-модели с высокой степенью риска; специфический для учреждения контрциклический буфер капитала (CCB) согласно ст. 130 CRD IV / ст. 4a ff Закона о банковской деятельности (в настоящее время для Лихтенштейна 0 %); буфер системного риска согласно ст. 133 CRD IV / ст. 7i Банковского постановления (2,5 % активов, взвешенных с учетом риска); возможны дополнительные буферы для глобальных или других системно релевантных учреждений (буфер G-SRI/O-SRI устанавливается УФР для системно релевантных учреждений; до 2 % активов, взвешенных с учетом риска. Помимо требований в отношении платежеспособности, необходимо также соблюдать требования в отношении ликвидности.

<sup>328</sup> Плата за лицензирование ФТМ или ОТФ с УФМ составляет 30.000.00 CHF (Приложение 1 Раздел А №1 лит. о и п к Акту об УФМ). Таким образом, для работы торговой площадки необходимо получить две лицензии - сначала лицензию на инвестиционную компанию, а затем лицензию на ФТМ и/или ОФЗ, которыми эта инвестиционная компания оперирует. Инвестиционная фирма может оперировать как ФНБ, так и ОФЗ, если они отображены на отдельных системах. Годовая плата за надзор за ФТМ и/или ОТФ составляет минимум 50.000.00 CHF и максимум 120.000.00 CHF или 500.000.00 CHF, если существуют иностранные представительства или филиалы, подлежащие консолидированному надзору (Приложение 2, Раздел I, Раздел H ФУМА).

<sup>329</sup> Минимальный капитал 125 000,00 CHF в соответствии со ст. 30v абз. 1 лит. а BankG (средняя инвестиционная компания). Небольшая инвестиционная компания регулируется на национальном уровне в АСА (общество по управлению активами) и имеет минимальный капитал в размере 100.000,00 CHF или эквивалент в евро или долларах США в

коллективные инвестиционные общества, страховые общества и все лица, владеющие товарными деривативами, торгуемыми на торговых площадках или по экономически эквивалентным внебиржевым договорам.<sup>330331</sup>

С одной стороны, банковские операции являются классическими 201 основными задачами банков, такими как прием депозитов или иных возвратных средств (пассивный бизнес)<sup>332</sup>, предоставление средств неопределённой группе заёмщиков или кредитные операции (кредитный бизнес).<sup>333</sup> Однако, помимо предоставления

---

соответствии со ст. 8 п. 2 литра АСА. Сравните трехстороннее разделение инвестиционных компаний в статье 28, пункт 2, в сочетании со статьями 29, пункт 1, и 3 CRD IV. Лицензионный сбор в УФР составляет 100.000.00 CHF для банков, 30.000.00 CHF для инвестиционных компаний и инвестиционных компаний, имеющих административные полномочия, и 10.000.00 CHF для компаний по управлению активами (Приложение 1, раздел А, № 1 lit a and b, и раздел В, № 1 УФР). Сборы также уплачиваются за отзыв лицензии и истечение срока ее действия.

<sup>330</sup> "За стойкой"; внебиржевая торговля.

<sup>331</sup> Статья 2 Закона о банковской деятельности.

<sup>332</sup> Статья 3(3)(а) Закона о банковской деятельности ошибочно ссылается здесь на прием депозитов и (вместо "или") других возвращаемых средств. Это основано на Приложении I № 1 Директивы 2013/36/EU Европейского Парламента и Совета от 26 июня 2013 года о доступе к предпринимательской деятельности кредитных учреждений и надзоре за деятельностью кредитных учреждений и инвестиционных компаний (CRD IV), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2013/36/oj>; термин "кредитный бизнес" используется потому, что он влияет на имущественную сторону баланса.

<sup>333</sup> Статья 3, пункт 3 лит. в Закона о банковской деятельности, Приложение I № 2 к CRD IV; депозитный бизнес влияет на пассивную сторону баланса, кредитный бизнес - на активную сторону.

инвестиционных услуг и дополнительных услуг,<sup>334</sup> эмиссия электронных денег<sup>335</sup> и оказание платежных услуг<sup>336</sup> также представляют собой банковские операции.

202 Кредитование и привлечение депозитов - это фактическая деятельность, зарезервированная за банками и кредитными организациями CRR. В соответствии со ст. 2 абз. 1 CRD сфера применения директивы распространяется на так называемые учреждения. Учреждение является кредитным учреждением или инвестиционной компанией под управлением CRR.<sup>337</sup> Ст. 4 ч. 1 ст. 1 ст. 1 CRR определяет кредитные учреждения как предприятия, чья деятельность заключается в получении депозитов или других возвратных средств<sup>338</sup> от населения и в предоставлении кредита за

---

<sup>334</sup> Ст. 3 п. 3 л. d в связи с разделами А и В Приложения 2 Закона о банковской деятельности; Приложение I № 7-9, № 11-12 CRD IV и Приложения I, разделы А и В Директивы 2014/65/EU, Европейского парламента и Совета от 15 мая 2014 года о рынках финансовых инструментов (MiFID II), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>.

<sup>335</sup> Статья 3(3)(f) Банковского акта; Статья 3(1)(c)(2) Договора ЕС; пункт 15 Приложения I к КРД IV.

<sup>336</sup> Статья 3 (3) ZDG; Приложение I № 4 к КРД IV.

<sup>337</sup> Ст. 3 п. 1 № 3 CRD IV в сочетании со ст. 4 п. 1 № 3 Регламента Европейского парламента и Совета ЕС 575/2013 от 26 июня 2013 г. о пруденциальных требованиях к кредитным учреждениям и инвестиционным компаниям (CRR), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/575/oj>.

<sup>338</sup> Таким образом, CRR правильно предполагает, но вопреки CRD IV, что депозиты или (не и) другие подлежащие возврату средства будут приниматься в бизнесе по приему депозитов.

свой счет (также кредитное учреждение CRR<sup>339</sup>). Инвестиционные фирмы CRR, с другой стороны, определяют себя как юридические лица, профессионально выполняющие инвестиционные услуги для третьих лиц и/или инвестиционную деятельность.<sup>340</sup> Исключениями из этого определения являются кредитные учреждения, местные фирмы<sup>341</sup> и инвестиционные компании в соответствии со статьей 29, пункт 1 CRD<sup>342</sup> или статьей 29, пункт 3 CRD<sup>343</sup>.

---

<sup>339</sup> Следует отметить, что ЕЦБ отвечает за выдачу разрешений кредитным организациям в соответствии со статьей 4 в совокупности со статьей 14 Положения о Едином механизме надзора (ЕМН), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1024/oj>. Однако, на основании статьи 2 № 1 Регламента SSM, это относится только к еврозоне, если не принято решение о тесном сотрудничестве между ЕЦБ и национальным компетентным органом. По состоянию на 15.09.2019 года таких решений не принималось, и поэтому УФР по-прежнему является компетентным органом по лицензированию банков в Лихтенштейне.

<sup>340</sup> Статья 4 (1) № 2 CRR в сочетании со статьей 4 (1) № 1 Директивы 2004/39/ЕС Европейского парламента и Совета от 21 апреля 2004 г. о рынках финансовых инструментов (MiFID I), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>, или статья 4 (1) № 1 MiFID II.

<sup>341</sup> Предприятия, работающие на рынках деривативов и денежных средств за свой счет исключительно для хеджирования позиций на рынках деривативов; ст. 1 № 4 CRR и ст. 30u Закона о банковской деятельности.

<sup>342</sup> Инвестиционные компании с административной властью согласно ст. 30v BankG, которым разрешено управление денежными средствами или ценными бумагами для клиентов (средняя инвестиционная компания).

<sup>343</sup> Инвестиционные компании, которым не разрешено владеть средствами или ценными бумагами клиентов, а также не разрешается торговать за свой счет или принимать на себя обязательства по андеррайтингу, но которые могут предоставлять только инвестиционные услуги, перечисленные в Приложении I, § A, пункты 1, 2, 4 и 5 Закона о банковской

## 2.2 Жетонные предложения и банковские операции

203 Далее будет проведен анализ Токенских предложений с точки зрения банковских операций. Как упоминалось выше, это включает в себя операции с активами и пассивами, зарезервированными за банками, с<sup>344</sup> одной стороны, и другие услуги, такие как инвестиционные услуги и вспомогательные услуги, эмиссия электронных денег и т.д., с другой стороны.<sup>345</sup> Далее будет проанализирована деятельность, предназначенная, в частности, для банков.

### 2.2.1 банковский бизнес (депозитный бизнес)

204 Статья 3, пункт 3 Закона о банковской деятельности определяет депозитные операции как банковские операции, которые определяются акцептом депозитов или других подлежащих возврату средств<sup>346</sup> (депозитная деятельность, поскольку такие

---

деятельности (Приложение 2, § A, пункт 1, пункты 1, 2, 4 и 5 Закона о банковской деятельности) (малые инвестиционные компании; для Лихтенштейна - компании по управлению активами)

<sup>344</sup> Статья 1а (1) Постановление о банковской деятельности. Банковские операции - это операции, перечисленные в ст. 1 абз. 1 лит. а)-в) Постановления о банковской деятельности. Это прием депозитов или иных возвращаемых средств, коммерческое кредитование заемщиков и предоставление услуг по сделкам с чистыми платежами. Услуги по сделкам с чистыми платежами юридически не определены, и остается неясным, как такие услуги относятся к платежным услугам в рамках ZDG.

<sup>345</sup> Ср. статью 3, пункт 3 BankG.

<sup>346</sup> В формулировке статьи 3(3)(а) Закона о банковской деятельности здесь ошибочно вместо сочетания "или" упоминается *"принятие депозитов и других возвращаемых средств"*. Кроме того, в пункте 3 а) и в) статьи 3 Закона о банковской деятельности как депозитный, так и кредитный бизнес,

операции находятся на пассивной стороне баланса банка), т.е. акцептом внешних или подлежащих возврату средств со стороны общественности. Термин "средства" включает в себя книжные деньги или банковские депозиты и банкноты, а также (вторичные) монеты, т.е. законное платежное средство.<sup>347</sup> Согласно Закону Лихтенштейна о введении швейцарского франка, законным платежным средством является<sup>348</sup> швейцарский франк в качестве исключительной законной валюты и, следовательно, законного платежного средства (статья 1 *leg cit*).<sup>349</sup>

---

каждый по отдельности, определяется как банковский бизнес. С другой стороны, ст. 4 п. 1 № 1 CRR определяет кредитное учреждение (CRR кредитное учреждение) как *предприятие, деятельность которого заключается в приеме депозитов или других возвращаемых средств от населения и предоставлении займов за свой счет*. Поэтому кредитная организация, уведомляемая в рамках CRR, всегда занимается кредитованием и приемом депозитов. Банковское учреждение согласно Закону о банковской деятельности, с другой стороны, уже существует, когда осуществляется одна из этих сделок, в связи с чем Закон о банковской деятельности фокусируется на кредитовании (иностраннх) средств в отношении кредитного бизнеса, т.е. требует для кредитного бизнеса депозитную сделку, в то время как в CRR речь идет только о предоставлении кредитов за свой счет. Дополнительную информацию о кредитовании денежных средств и кредитовании займов *Лаурер/Каммель* см. в *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (Hrsg), § 1 BWG, № 9.

<sup>347</sup> *Лаурер* в *Лаурере/Рождественники/Стробль/М. Шютц/О. Шютц*, BWG, 3-е издание, § 1 BWG, Rz 4.

<sup>348</sup> LGBl № 1924.008, выдан 20.06.1924.

<sup>349</sup> В этом контексте интересно отметить положение ст. 2 Закона о введении валюты швейцарского франка, согласно которому обязательным платежным средством является законное платежное средство, номинальная стоимость которого превышает 2,00 швейцарских франков.

205

Депозитные операции определяются в этом отношении как акцепт иностранного законного платежного средства с обязательством его возврата. Следует отметить, что общественность обязана вносить возвратные депозиты.<sup>350</sup> Как пояснялось выше, крипто-валюты не являются законно признанным платежным средством (ни в Лихтенштейне, ни в других правовых системах). Скорее, в зависимости от представленного закона, они рассматриваются как средства обмена, которые могут быть приняты вместо платежа, однако, в отличие от законного платежного средства, нет обязательства делать это, и по этой причине принятие жетонов не может представлять собой депозитную сделку.

206

Предложение или проведение операций по привлечению депозитов по смыслу статьи 3 (3) (а) Закона о банковской деятельности влечет за собой необходимость стать должником по договорным отношениям, связанным с управлением денежными средствами или принятием депозитов или других возвращаемых средств. Гражданско-правовая договорная база для таких депозитных операций может быть неоднородной (например, депозитный взнос нерегулярный<sup>351</sup>, но в любом случае должен

---

<sup>350</sup> Перечень 14 из CRD IV или перечень 6 из CRD III Терминология банковских операций относится к точке зрения банка. В случае депозитной или дебетовой сделки (займа) банк, как это подразумевается по имени, является должником, в то время как в случае кредитной сделки (займа) банк является кредитором.

<sup>351</sup> То, что было взято под стражу, не обязательно должно быть возвращено как таковое (индивидуальный или специальный долг), а только эквивалентное ему в соответствии с его характером и качеством (общий долг).

включать обязательство по погашению. Однако депозитная операция не устанавливается, если средства принимаются за кого-то другого и просто передаются. Следует отметить, что предполагаемый получатель также должен быть раскрыт, в противном случае первоначальное получение средств уже представляет собой депозитную операцию.<sup>352</sup>

Исключения для ведения депозитной деятельности, 207  
предусмотренные в пункте 2 статьи 1 абз. 2 Постановления о  
банковской деятельности, являются существенными.  
Соответственно, любой перевод средств, преследующий цель  
выполнения взаимных обязательств в рамках договоров о передаче  
права собственности или договоров об оказании услуг или<sup>353</sup>

---

<sup>352</sup> *Лаурер в Лаурере/Рождественники/Стробль/М. Шютц/О. Schütz, BWG, 3-е издание, § 1 BWG, Rz 5 f.*

<sup>353</sup> Что касается токенов, то исключение из депозитного бизнеса, несмотря на перевод средств в связи с левирджированием нерегулируемых токенов, например, на криптообмене, было бы актуальным и возможным, если бы средства переводились на токены в качестве обеспечения по кредиту. Это не следует путать с маржинальной торговлей, при которой зачисляются средства (кредитная сделка согласно ст. 4, п. 1, ст. 1, ст. 1 CRR), а затем заключаются контракты на разницу (CFD) путем установления коротких и / или длинных позиций (одновременное открытие коротких и длинных позиций также называется "Straddling"). Кредитование токенов в смысле виртуальных валют не является кредитной сделкой в смысле CRR из-за недостатка средств. В качестве практического примера см. также так называемую "маржинальную торговлю" или "торговлю с кредитным плечом" компании Bittrex International GmbH, <https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, созданную 29.10.2019, 22:52. Если жетоны зачисляются таким образом с предоставлением гарантийного депозита в бумажных деньгах, то ни депозитная, ни

переданный в качестве обеспечения, исключается из определения вкладов. Это исключение очень актуально в повседневных юридических сделках, даже если им активно пользуются очень немногие, поскольку данное исключение основано на платежном обязательстве или его отсутствии и как таковое описывает синалоговый обмен услугами в смысле принципов *do ut des* respective *quid pro quo*. Если средства переводятся на приобретение товаров или услуг или в качестве залога, это не является депозитной операцией. Это может произойти только в том случае, если есть обязательство по возврату перечисляемых средств.<sup>354</sup>

208 В Токен Предложениях, в которых токены в смысле программного обеспечения выпускаются как товар с собственной ценностью<sup>355</sup> против законного платежного средства, нет депозитного бизнеса в этом отношении, так как средства служат для получения конкретного вознаграждения и нет обязательств по возврату. Возникает вопрос, так ли это и в том случае, если Предложение Жетонов предусматривает так называемый мягкий колпачок

---

кредитная сделка не совершаются. Однако кредитование может осуществляться только с уже существующих токенов, а не вместо генерирования и выдачи токенов, чтобы избежать режима электронных денег, например. Это связано с тем, что жетоны, зачисленные таким образом, не могут быть просто выведены из обращения при их возврате (что было бы в случае возврата требования - "выкуп и сожжение").

<sup>354</sup> Ст. 1а пункт 2 лит. а BankV; ср. UVS Vienna от 05.05.2004 г. 06/42/9144/2003.

<sup>355</sup> Жетоны, которые не являются финансовыми инструментами, электронными деньгами или депозитами, т.е. виртуальными валютами или другим цифровым контентом.

("пол" в качестве противовеса "жесткому колпачку"<sup>356</sup>). Если такой мягкий предел - определенное пороговое значение в определенной временной дельте - не достигается в раунде финансирования, то исполнители таких Железнодорожных Предложений иногда предусматривают возврат средств, так как бизнес-модель не может быть реализована из-за отсутствия достаточного финансирования. Однако даже это не является депозитным бизнесом, так как нет никакого безусловного обязательства по возврату<sup>357</sup>, а только ожидающее исполнения, неэффективное (приостанавливающее) условное обязательство по возврату. Договорная основа заключается в приобретении жетонов, которые представляют собой определенные права, в обмен на законное платежное средство. Только в случае отсутствия определенных условий возникает требование об обратной сделке. Однако это не является обязательством по погашению задолженности, о котором BankG или BankV имели в виду, а является взаимным требованием об отмене взаимных услуг вовлеченных сторон.

Другое важное исключение в депозитном бизнесе включает 209 денежные выплаты при выпуске облигаций<sup>358</sup> или других

---

<sup>356</sup> Пороговое значение, при котором раунд финансирования (Предложение жетонов) прекращается, так как цель финансирования достигнута.

<sup>357</sup> Характеристику безусловного характера требования о возмещении ущерба см. в BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, 11.03.2014, стр. 5.

<sup>358</sup> В данном случае также возможны операции с депозитами при условии ограничения свободы усмотрения эмитента в отношении использования средств и наличия требования о возмещении в зависимости от

стандартизированных долговых ценных бумаг или бездокументарных прав с той же функцией (дематериализованные ценные бумаги или бездокументарные ценные бумаги/активы), при условии, что (подлежащие возврату) средства получены после утверждения проспекта в соответствии с Положением о проспектах эмиссии или ЕЭЗ СЕСТА, или если нет обязательства опубликовать проспект эмиссии. Это важно, поскольку в противном случае каждый выпуск облигаций представлял бы собой банковскую сделку, тем более что такие облигации характеризуются тем, что право на погашение, включая проценты, секьюритизировано (юридическая фикция о том, что облигации не являются депозитной сделкой; аналогично фикции о том, что электронная денежная сделка не является депозитной). Интересно отметить, что депозит также может быть структурирован по аналогии с такой облигацией (или займом из-за отсутствия стандартизации в соответствии с законодательством о рынке капитала), хотя такие финансовые инструменты, как инструменты капитального или денежного рынка, могут не функционировать в качестве платежных инструментов. Что касается токеновых предложений, то данное исключение может быть существенным, если выпущенные токены представляют собой облигации, т.е. финансовые инструменты. Что касается облигаций, то важно также отметить, что инвестиционные компании могут не

---

успешности использования финансовых ресурсов, полученных от выпуска облигаций. См. *Lauper* в *Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz, BWG*, 3-е издание, § 1 BWG, примечание на полях 5 mwN.

выпускать их для финансирования собственных операционных расходов.<sup>359</sup>

Другими исключениями из депозитного бизнеса являются клиентские депозиты в инвестиционных компаниях, которые не зарабатывают проценты и могут быть использованы только в связи с инвестиционными услугами.<sup>360</sup> То же самое относится и к фондам, которые передаются страховым компаниям или пенсионным фондам в связи со страхованием жизни или пенсионными отношениями.<sup>361</sup> К этой категории относятся также платежные учреждения, которые предоставляют платежные услуги и иногда открывают с этой целью платежные счета для осуществления платежных операций, хотя об этом прямо не говорится. Средства на платежных счетах могут быть использованы только для оплаты услуг, поэтому проценты не начисляются.<sup>362</sup> 210

Также из определения депозитов исключены межбанковские депозиты, депозиты вкладчиков в ассоциациях и фондах с условными целями вне финансового сектора, а также депозиты акционеров и ассоциированных компаний с квалифицированной долей участия в должнике.<sup>363</sup> Наконец, в ст. 3 ч. 3 л. а BankG сделано 211

---

<sup>359</sup> Статья 1а (3) Указ о банковской деятельности.

<sup>360</sup> Ст. 1а пункт 2 лит. с BankV.

<sup>361</sup> Ст. 1а пункт 2 литра d Банковского постановления.

<sup>362</sup> Статья 4 (1) Z 51 в сочетании со статьей Z 54 ZDG; ср. статью 4 (1) Z 41 в сочетании со статьей 2 (2) ZDG.

<sup>363</sup> Ст. 1 абз. 2 л е BankV; в случае вкладов предприятий действует даже юридический запрет на возврат вкладов, который исключает существование депозитного бизнеса.

прямое исключение, согласно которому принятая денежная сумма не является депозитной операцией, если она принимается в ходе операции с электронными деньгами и непосредственно обменивается на электронные деньги (юридическая фикция, что нет депозита).<sup>364</sup>

### 2.2.2 Определение депозитного и электронного бизнеса и финансовых инструментов

212 В отношении жетонов, жетоны, приобретенные с помощью электронных денег, могут, в свою очередь, представлять собой электронные деньги, если присутствуют остальные элементы фактов<sup>365</sup>, однако согласно Закону о банковской деятельности прием электронных денег не является депозитной сделкой, поскольку электронные деньги определяются как денежная сумма в понимании ЭГТ и ZDG<sup>366</sup>, но не считаются депозитными или иными возвращаемыми денежными средствами согласно Закону о банковской деятельности. В связи с расхождением терминов "денежные суммы" и "средства" не существует нормативного пробела, противоречащего плану, и сделку по депозиту невозможно обойти, даже если, например, маркер,

---

<sup>364</sup> В соответствии со Статьей 3(3)(f) Закона о банковской деятельности в сочетании со Статьей 3(1)(b) Договора о Европейском Союзе, эмиссия электронных денег является банковской операцией, зарезервированной за банками и электронными денежными учреждениями. Ст. 3 ч. 3 л. f Закона о банковской деятельности ошибочно ссылается на "Ст. 3 п. b Закона о электронных деньгах" (ч. 3 ч. 1 л. b ЭГТ), что, вероятно, связано с редакционной ошибкой.

<sup>365</sup> См. главу II.2.7.

<sup>366</sup> Ср. ст. 3 (1) лит. b EGG в сочетании со ст. 4 (1) Z 54 ZDG и ст. 4 (1) Z 18 ZDG.

представляющий Электронные деньги, выпускается в обмен на денежные суммы, а маркер, оформленный таким образом, впоследствии принимается или берется на хранение (отдельным юридическим лицом в соответствии с корпоративным законодательством) в соответствии с платежным обязательством, так как Электронные деньги всегда представляют собой требование к эмитенту денежных средств.<sup>367</sup> Кроме того, средства, полученные прямо или косвенно от клиента учреждением электронных денег, должны быть надлежащим образом обеспечены.<sup>368</sup> Это показывает, что бизнес электронных денег

---

<sup>367</sup> Как таковое, это требование также должно быть отражено на счетах компании и должно быть специально указано в качестве обязательства на стороне обязательств. Если выдается токен, который просто содержит данные или программное обеспечение в смысле цифрового контента или товаров (которые могут быть использованы для сделок или других функций, таких как достижение консенсуса по блоковой цепочке), то не возникает никаких (денежных) претензий, которые пришлось бы нести по обязательствам; вместо этого продается цифровой контент, от которого генерируется доход.

<sup>368</sup> Статья 11 Договора ЕС в сочетании со Статьей 5 Договора ЕС в сочетании со Статьей 5 CDIR. Учреждения, занимающиеся электронными деньгами, не могут присоединяться к какой-либо схеме защиты депозитов и выплаты компенсаций инвесторам (например, EAS; Фонд защиты депозитов и выплаты компенсаций инвесторам SV со штаб-квартирой в Вадуде). Несмотря на то, что ЕАЭС была представлена только в 2019 году с LGBI 2019.103, она реализует Директиву 2014/49 (ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/49/oj>) (Директива о схемах гарантирования депозитов), которая, однако, согласно ст. 2 п. 1 № 9 DGSD в сочетании со ст. 4 п. 3 DGSD, распространяется на кредитные учреждения согласно ст. 4 п. 1 № 1 CRR и регулирует их принадлежность к схеме гарантирования депозитов, но ст. 5 п. 1 л DGSD не распространяется на депозиты финансовых учреждений. Финансовые учреждения включают также учреждения,

является второй стороной той же самой монеты, которая также регулирует депозитный бизнес.

- 213 Депозитная операция определяется в ст. 3 ч. 3 ст. 3 Закона о банковской деятельности как акцепт депозитов и [recte: or] других подлежащих возврату денежных средств, при котором в случае операции с электронными деньгами акцептование денежной суммы не может, по правовому вымыслу, представлять собой операцию по депозиту, если принимаемая денежная сумма непосредственно обменивается на электронные деньги. Согласно Закону о банковской деятельности, операция с электронными деньгами определяется как выдача электронных денег в соответствии со статьей 3 b) Закона о банковской деятельности [ссылка: статья 3 1) b) Закона о банковской деятельности]. В связи с этим возникает вопрос о том, можно ли возобновить депозитный бизнес, если все элементы электронных денег присутствуют, но в применении ЭКА отказано из-за исключения<sup>369</sup>; это может быть особенно актуально для так называемых внутренних конюшен с функцией представителя денежных средств.<sup>370</sup> Ответ следует

---

занимающиеся электронными деньгами, в соответствии с пунктом 1 статьи 4 № 26 KPP в сочетании с приложением I № 15 к KPP IV.

<sup>369</sup> См. главу II.2.7.3 об исключениях в отношении электронных денег.

<sup>370</sup> Это жетоны, которые принимаются только одним эмитентом или группой компаний, поэтому исключение будет делаться регулярно, даже если присутствуют другие элементы электронных денег. Если такой конюшни принят только эмитентом, то электронные деньги вообще отсутствуют, поскольку отсутствует один из существенных элементов, т.е. принятие третьих лиц (такое принятие, однако, следует предполагать в случае криптообменов, которые торгуют на многосторонней основе). С другой стороны, в случае группы компаний исключение ограниченной

предвидеть и подробно объяснить ниже. В соответствии с этим, депозитная операция не может быть возобновлена, если делается исключение для операций с электронными деньгами. Это связано с тем, что при выпуске электронных денег, как объяснялось выше, депозитная операция не дается законным вымыслом. Если в таком случае применяется исключение из правила об электронных деньгах, то в основном предоставляется сфера применения Договора ЕС, и выпускаемые электронные деньги продолжают оставаться электронными деньгами, даже если для их выпуска не требуется разрешения; это также подтверждается тем фактом, что исключения иногда должны быть оправданы<sup>371</sup>.

Электронные деньги - это денежная стоимость в электронном или магнитном виде, которая хранится в виде требования к эмитенту, 214

---

сети будет оправданным - либо из-за ограниченных возможностей получения определенных видов функционально связанных товаров или услуг, либо из-за приемки в ограниченной сети (розничная сеть или франчайзинг). Идея такой конюшни состоит в том, чтобы избежать регулирования (как лицензирования в качестве банковского учреждения, так и учреждения электронных денег) и при этом предоставить суррогатную замену для принятия фиат-денег или законного платежного средства компанией, которая является наиболее подходящей. В то же время предотвращается системный разрыв технологии блокировки цепей и создается система "поставка против платежа", так как маркеры различных цепей блокировки не могут быть обменены напрямую. Такие конюшни, как правило, вообще не предназначены для того, чтобы покидать систему предприятия, а также могут храниться исключительно на учете без выдачи жетонов. Они могут быть интересны для так называемых крипто-обменов, независимо от того, предназначены ли они на двусторонней или многосторонней основе для создания собственной экономической экосистемы.

<sup>371</sup> См. статью 2(2) ЭКГ в сочетании со статьей 3(1)(g) и статьей 3(3) ZDG.

выпущенного в обмен на денежные средства для совершения платежных операций, и которая также принимается с этой целью лицами, не являющимися эмитентом. ЭКА в целом регулирует коммерческую эмиссию электронных денег эмитентами электронных денег.<sup>372</sup> Исключения регулируются статьей 2 (2) Договора ЕС, согласно которой, со ссылкой на ZDG, в ограниченных сетях нет электронных денег. Если рассматривать все эти аспекты в совокупности, то следует отметить, что денежные средства все еще соответствуют определению электронных денег в соответствии с положениями об изъятии, но в значительной степени освобождены от получения разрешения. С юридической точки зрения эти электронные деньги, не подлежащие авторизации, называются просто "денежной стоимостью".<sup>373</sup> Как пояснялось выше, такая денежная стоимость по-прежнему представляет собой электронные деньги, но если исключение оправдано, то эмитенты таких электронных денег не регулируются таким образом, что необходимо подать заявку на получение разрешения в качестве учреждения, занимающегося вопросами электронных денег. Следовательно, денежные активы, которые в принципе представляли бы собой электронные деньги, если бы все элементы фактов присутствовали, но которые не требуют разрешения в качестве эмитента электронных денег в порядке исключения, не подлежат разрешению в качестве учреждения, занимающегося вопросами электронных денег в рамках ЭКА. Однако это дает понять, что с догматической точки зрения сфера применения Закона об электронных деньгах все еще открыта, а

---

<sup>372</sup> Статья 2(1) в сочетании со Статьей 3(1)(b) ЕС.

<sup>373</sup> Статья 2 (2) ЕС.

электронные деньги присутствуют, поэтому депозитный бизнес не может быть возобновлен, если будет сделано исключение из Закона об электронных деньгах.

Любое другое мнение<sup>374</sup> должно быть отклонено. Как пояснялось 215 выше, операция по депозиту характеризуется безусловным обязательством возврата<sup>375</sup> денежных средств, которое заложено в требовании о возврате денежной суммы (а не в требовании о параллельном предоставлении товаров или услуг). Наличие операции с электронными деньгами, как описано выше, исключает депозитную операцию. Сделка с электронными деньгами, которая в значительной степени освобождена от авторизации - обоснованная исключением, которое должно представлять собой привилегию, - не может, в свою очередь, привести к возрождению депозитного бизнеса и, следовательно, к более жесткому регулированию.

В пункте 2 статьи 1 а) Банковского постановления указано, что 216 средства, которые должны рассматриваться как синалоговое соображение в рамках договора о передаче права собственности или договора об оказании услуг, или которые передаются в качестве обеспечения, не являются депозитами.<sup>376</sup> Поскольку

---

<sup>374</sup> Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 71.

<sup>375</sup> "Понятие депозитов охватывает только те обязательства, которые делают само предприятие должником погашения соответствующей услуги". - BVGer B-4772/2017 от 19.12.2017, Z 5.2.

<sup>376</sup> См. UVS Вена от 5 мая 2004 года 06/42/9144/2003.

жетоны не квалифицируются как объекты<sup>377</sup>, прием денежных средств в связи с договором об оказании услуг или гарантийным депозитом особенно важен для того, чтобы исключить сделку по депозиту.

- 217 Функция токена или стабильной монеты, представляющей таким образом платежное средство, имеет большое значение, так как в противном случае можно утверждать, что он используется только до совершения фактической сделки, тем самым обходя депозитный бизнес или бизнес электронных денег, и что токен не связан с услугой, как предполагается, если токен можно обменять (выкупить) на законное платежное средство и тем самым вывести из обращения или уничтожить его. В этом случае становится очевидным, что такой токен не является собственным (в смысле цифрового контента, такого как программное обеспечение в качестве товара или виртуальная валюта), а что его ценность заключается только в требовании (для безусловного погашения), и что токен фактически представляет собой требование, предъявленное в денежном выражении. Депозиты существуют, как описано выше, в случае с договорными соглашениями о хранении и/или администрировании законного платежного

---

<sup>377</sup> Ср. ст. 20 SR в сочетании со ст. 171 SR, согласно которой понятие имущественного права предполагает элемент телесности; *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, том I, стр. 389 (ст. 171 SR Rz 1 ff); ср. также BuA 2019/54, стр. 126, согласно которому положения имущественного права должны применяться к правилам передачи по ТВТГ в функционально адекватной, т.е. аналогичной, но не эквивалентной форме; тем не менее, жетоны могут представлять право собственности (например, требование о реституции как следствие полного права собственности).

средства; к кастодианскому учреждению предъявляется безусловное требование о возврате средств - аналогично электронным деньгам.<sup>378</sup> Конюшня в смысле вышеизложенного, которая в любое время может быть обменена на законное платежное средство, будет лишь суррогатной заменой или заменой такого требования. Если монета представляет собой такое требование, сделанное из денег, она может быть классифицирована как электронные деньги (но не является депозитом из-за электромагнитного представления денежной стоимости).

Если таким образом такая конюшня утверждается как исключение 218 для электронных денег, то в каскаде авторизаций по закону о финансовом рынке не наблюдается никакого надзорного обострения, так как депозитный бизнес не восстанавливается.<sup>379</sup> С

---

<sup>378</sup> Ср. о представлении безусловного требования о возмещении убытков посредством токена BaFin, Листовка Цвейтов Хинвайскрайбен цу Проспект- и Эрлаубнисспфлихтен в Цусамменханге с криптотототокеном, GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl\\_wa\\_merkblatt\\_ICOs.pdf?\\_\\_blob=publicationFile=1](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?__blob=publicationFile=1), стр. 9 f.

<sup>379</sup> Вид на *Терлау* в *Каснер/Терлау* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 92 ff mwN. *Фирма Findeisen, напротив*, утверждает, что § 1a (5) немецкого ЗАГ в редакции BGBl. I стр. 1506 (№ 35) является *lex specialis* для депозитного бизнеса. Это положение касается тех же исключений, что и статья 2, пункт 2, ЭГ Лихтенштейна. Однако не совсем понятно, как, в какой форме и в каком объеме исключение из сферы применения режима электронных денег должно быть одновременно лексической специализацией депозитного бизнеса; *Findeisen in Ellenberger/Findeisen/Nobbe* (Hrsg), Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht, § 1a, Rz 104. Однако верно и то, что Электронные деньги - в том

этой точки зрения режим электронных денег является одной из сторон одной и той же монеты, что и депозитный бизнес. Выкуп электронных денег (или обмен электронных денег на предоставленные денежные суммы) является лишь следствием существования договорного требования в денежной форме и, следовательно, является реальным выкупом в рамках режима электронных денег, а не просто юридическим следствием существования электронных денег. Бизнес с использованием электронных денег является привилегированной формой бизнеса по привлечению депозитов, основанной на надзорных требованиях.<sup>380</sup>

---

числе Электронные деньги, для использования которых в силу исключительных обстоятельств не требуется лицензия, - по закону не представляют собой депозитную операцию; Вопрос о том, является ли это *lex specialis*, может быть оставлен открытым, но, по крайней мере, по законодательству Лихтенштейна исключается на основании исключения депозитного бизнеса, если операция с электронными деньгами осуществляется в соответствии с Законом о банковской деятельности (в противном случае Закон об электронных деньгах мог бы в качестве более конкретного нормативного акта также отступить от Закона о банковской деятельности, который регулирует депозитный бизнес - ср II.2.7.3, Rz 400).

<sup>380</sup> Как подробно разъясняется в главе II.2.7, выкуп не может быть просто исключен при наличии требования с целью отрицания сделки с электронными деньгами, поскольку право выкупа или погашения вытекает непосредственно из требования. Таким образом, выкуп является составным элементом существования электронных денег и концептуально взаимозаменяем с существованием требования в денежной форме, а не просто юридическим или логическим следствием существования требования, с которым могут осуществляться платежные операции. Согласно статье 11 ЭКГ в сочетании со статьей 5 ЭКГ в сочетании со статьей 5 ЗДВ, средства, полученные в результате электронной денежной операции, не могут свободно распоряжаться, но на них должны

Для того чтобы в целом исключить депозитный бизнес, необходимо исключить безусловное обязательство по возврату вкладов. Это возможно, если конюшня, представляющая собой претензию, дает право только на получение товаров или услуг, но не на изъятие денежной стоимости и, таким образом, функционирует в качестве ваучера, или если такая конюшня выдается при соблюдении определенных условий. Таким условием может быть, например, использование Stablecoin для торговли на так называемой Crypto-Exchange в течение определенного количества дней.<sup>381</sup> Если условие оговорено ех пипс<sup>382</sup>, то договорная база перестает существовать, если в течение

---

распространяться соответствующие требования безопасности. Кроме того, согласно пункту 2 статьи 44 ЭКГ, денежная стоимость электронных денег, находящихся в распоряжении учреждения электронных денег, должна быть возмещена клиенту учреждения электронных денег в любое время по его номинальной стоимости, а согласно статье 45 ЭКГ, проценты строго запрещены. Тот факт, что возможность выкупа по номинальной стоимости является фактическим элементом, а не просто юридическим следствием, уже вытекает из догматической классификации сделок с электронными деньгами как сделок с вкладами, которые рассматриваются иначе, чем сделки с вкладами, только с помощью юридической фантастики в соответствии с пунктом 3 статьи 3 Закона о банковской деятельности и пунктом 3 статьи 6 Директивы об электронных деньгах, если выполняются особые условия.

<sup>381</sup> Независимо от того, действует ли она на двусторонней или многосторонней основе. Подробнее об этом расплывчатом термине, который охватывает различные бизнес-модели, см. *Schopper/Raschner, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen в Остеррайхе, ÖBA 4/2019, стр. 249 (251)*.

<sup>382</sup> В случае прекращения действия закона, согласно § 1000 ABGB, будет начисляться установленная законом доля в размере 5 % годовых. В случае

оговоренного периода не было совершено ни одной сделки. Таким образом, договорная основа разрушается, и владелец такой конуры имеет право на обогащение (бездоговорное) право на получение обратно законного платежного средства, с помощью которого он приобрел конуру.<sup>383</sup> Таким образом, работа и рассмотрение должны быть отложены. Право выкупа в соответствии с коллизионным правом представляет собой законное право взыскания<sup>384</sup> и не является договорным требованием о безусловном погашении, что представляло бы собой депозитную сделку, поскольку требования в соответствии с законом о неосновательном обогащении основываются на юридических обязательствах. Частный сектор обязан договориться о праве структурирования, с которым договорная база может быть уничтожена.<sup>385</sup> Если оговорено решающее условие в

---

приостановки действия договора он будет временно неэффективен в момент его заключения.

<sup>383</sup> Таким образом, претензия также направлена на приобретение товаров только в виде токенов в виде цифрового контента или виртуальной валюты, а не в виде денежной суммы, что исключает как депозитный бизнес, так и бизнес электронных денег.

<sup>384</sup> *Condictio causa finita* согласно § 1435 ABGB - последующее прекращение правовых оснований (действует *ex nunc*; в случае *condictio sine causa* согласно § 877 ABGB или *condictio indebiti* согласно § 1431 ABGB, однако, правовые основания должны быть отменены *ex tunc*).

<sup>385</sup> Одним из возможных вариантов является право на договоренность, которая сочетает в себе условие потенциальности с условием решения таким образом, что, например, лицо, которое приобрело такой козырь, представляющий собой требование с денежной суммой, имеет право уничтожить договорную основу, при условии, что козырьки не были использованы для торговли на определенной торговой платформе в течение определенного периода времени.

вышеуказанном смысле, то не существует договорного требования о (безусловном) возврате денежных средств или любого другого вознаграждения, а есть требование по закону о неосновательном обогащении.<sup>386</sup> Это относится, тем более, к маркерам, которые представляют цифровое содержание согласно FAGG или виртуальные валюты<sup>387</sup> согласно 5-му GW-директиву, на которые можно претендовать с правом отзыва согласно KSchG или FAGG.<sup>388</sup>

Взгляд на деятельность, связанную со сбором депозитов, совпадает 220 с немецкой доктриной KWG. *"Стержем депозитного бизнеса*

---

<sup>386</sup> например, *Laurer/Kammel in Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (ред.), статья 1 BWG, маржа № 5, которая гласит, что *"банковский бизнес [в данном случае депозитный бизнес] осуществляется только теми должниками, которые являются должниками по договору об управлении или вкладе чужих денег [...]"* и таким образом - что в принципе кажется банальным - относится только к договорным обязательствам. Такая же картина наблюдается и с операциями с электронными деньгами. *Haghofer*, Выдача и погашение электронных денег в *Vonkilch* (Hrsg), Комментарий к Закону об электронных деньгах 2010, § 17, примечание 1 (стр. 224), гласит, что *"они [означают выдачу и погашение электронных денег в соответствии с §§ 17-20 öEKG регулируют договорные условия выдачи и погашения электронных денег [...]"*. Соответственно, соглашение о праве на структуру, как, например, последующее условие, также исключает существование договорного требования и, таким образом, сферу применения EEGG. Кроме того, можно утверждать, что такая стабильная монета также представляет собой лишь требование на покупку других жетонов в смысле виртуальных валют, а не требование, сделанное из денег.

<sup>387</sup> Согласно псалтирям 8 и 10 5-й Директивы AML, квалификация с самого начала исключает существование электронных денег - см. главы II.2.7 и II.2.9 более подробной информации.

<sup>388</sup> См. раздел I. Глава I.6.

является обещание возврата денег, на которое доверяет вкладчик”.<sup>389</sup> Таким образом, для того чтобы сделка по депозиту существовала, возврат денег должен быть частью договорного соглашения, заключенного на коммерческой основе, на основании которого переводятся деньги; таким образом, оператор сделки по депозиту обещает вернуть деньги, переведенные вкладчиком. Титульная сделка может быть денежной ссудой или нерегулярным депозитом, или же она может состоять из других видов контрактов, в которых соглашение о погашении является неотъемлемой частью.<sup>390</sup> *“Юридическая сделка, с другой стороны, лишена характеристики возврата в смысле сделки по депозиту, если требование, как и требование о возврате покупной цены в случае неудачного договора купли-продажи, является всего лишь вторичным договорным обязательством в связи с выходом покупателя из договора купли-продажи”*.<sup>391</sup>

---

<sup>389</sup> Деммельмайр/Решке в Беке/Самм/Кокемор, KWG с CRR, § 1 абз. 1 S 2 № 1 KWG, Rz 109.

<sup>390</sup> Деммельмайр/Решке в Беке/Самм/Кокемор, KWG с CRR, § 1 абз. 1 S 2 № 1 KWG, Rz 110 f.

<sup>391</sup> Деммельмайр/Решке в Беке/Самм/Кокемор, KWG с CRR, раздел 1 (1) Приказ 2 № 1 KWG, Rz 110b; ср. BaFin Merkblatt Einlagengeschäft от 11 марта 2014 года: *“Деньги подлежат возврату, если существует гражданско-правовой иск о его погашении или если кредитор, по крайней мере, кажется, что у него есть такой иск”*. [...] Классификация средств как *“подлежащих возврату”* в соответствии с законодательством о банковском надзоре не зависит от конкретных гражданско-правовых договорных условий или от гражданско-правовой классификации основной сделки как относящейся к конкретному виду договора, например, договору займа [...]. Решающее значение имеет, скорее, фактическое содержание перевода средств. [...] Однако возмещение убытков отсутствует, если требование о возмещении возникает только в ходе

В таком случае возникает вопрос, не является ли конюшня, представляющая собой требование в виде денег к эмитенту, электронными деньгами, подлежащими разрешению в силу исключения из Закона об электронных деньгах (например, ограниченные сети), и, таким образом, не может представлять собой депозитную сделку, может представлять собой финансовый инструмент (долговой инструмент, влияющий на балансовую часть обязательств), при условии, что дебиторская задолженность, представленная в стабильной монете, подлежит погашению или погашению с выплатой процентов после определенного срока или срока и не является платежным инструментом.<sup>392</sup> Конюшня,

---

*изначально непредвиденного аннулирования договора, например в качестве требования о возмещении убытков.* В случае расторжения договора в соответствии с нормами коллизионного права в описанном выше примере больше нет никаких оснований для заключения договора. Реверсирование и, следовательно, требование возврата также изначально непредвиденны, если перевод средств не служит выполнению депозитной операции, но токен должен использоваться, например, в первую очередь для торговли на крипто-бирже и, таким образом, служит синалоговым "Поставка против платежа" в ходе выполнения контракта. Выдача такого токена может иметь смысл для оператора криптообмена, тем более что бесчисленное количество токенов основано на разных протоколах блочной цепи и поэтому не может быть обменено непосредственно друг с другом из-за технической несовместимости различных сетевых протоколов.

<sup>392</sup> Предполагаются критерии стандартизации, переносимости и товарной пригодности (см. главу II.2.3.1). Помимо облигации в смысле долговой облигации может существовать также облигация с нулевым купоном или облигация с нулевым купоном, в которой проценты на весь срок выражаются исключительно разницей между (более низкой) ценой эмиссии и (более высокой) ценой выкупа (или инструментом денежного рынка в смысле краткосрочной облигации).

которая представляет собой требование, не являющееся безусловным правом на погашение, не является депозитом в связи с юридической фикцией, но может быть (краткосрочной) облигацией или инструментом денежного рынка.<sup>393</sup> Однако, согласно законодательству Лихтенштейна, это должно быть исключено, если такой токен представляет собой платежный инструмент для покупки товаров и/или услуг (например, торговый ваучер), но не требует лицензирования в соответствии с PSD II в силу исключения (например, исключения для ограниченных сетей).

- 222 Для реализации внутренней конюшни в описанном смысле, которая может быть приобретена с помощью законного платежного средства и которая представляет собой дебиторскую задолженность (в денежной форме или в виде товаров и/или

---

<sup>393</sup> Например, XCHF, выпущенный в Швейцарии, который представляет собой краткосрочную облигацию (инструмент денежного рынка) с 0%-ным процентом и автоматическим ролловером, <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, доступен 15.09.2019, 16:59; согласно законодательству Лихтенштейна, существование финансового инструмента в связи с электронными деньгами или платежными инструментами возможно только в случае отсутствия платежного инструмента. В этом случае может существовать такой финансовый инструмент, как облигация. С другой стороны, в Лихтенштейне, в отличие от Германии, электронные деньги не являются финансовым инструментом (см. пункт 11 статьи 1 Закона о банковской деятельности - "расчетные единицы"). В Германии (в отличие от Лихтенштейна, см. главу II.2.7) собственная торговля электронными деньгами, таким образом, представляет собой финансовую услугу (аналогом Лихтенштейна являются инвестиционные услуги). *Терлау в Каснер/Терлау (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 111.*

услуг), поэтому важно уйти именно от этой дебиторской характеристики, к конъюнктуре как независимому токену (в смысле программного обеспечения как товара и, следовательно, как цифрового контента или виртуальной валюты), с тем чтобы избежать как депозитного и электронного бизнеса, так и существования финансового инструмента в любом случае, не прибегая к исключению в соответствии с РП II - при условии, что цель заключается в том, чтобы быть как можно более нерегулируемой в рамках этих режимов.<sup>394</sup> Это возможно при условии, что конюшня представляет собой собственную ценность и, таким образом, в рамках синалагматических отношений формирует фактическое рассмотрение, которое принимается шаг за шагом. В<sup>395</sup> отношении конюшен можно договориться о

---

<sup>394</sup> Однако с точки зрения налогового законодательства это может привести, с одной стороны, к обременению подоходным налогом, а с другой - налогом на добавленную стоимость, если жетон или конюшня рассматриваются как товар.

<sup>395</sup> В этом отношении, Stablecoin должен быть классифицирован как набор данных или программное обеспечение и, таким образом, в конечном итоге, как товар с независимой стоимостью. Здесь посредством ст. 2 ч. 3 в сочетании со ст. 10 ч. 2 л. b URG можно утверждать, что правообладатель перечисляет денежные средства продавцу стабильной монеты в рамках договора об оказании услуг и таким образом вступает в силу одно из - за исключением исключения в связи с предприятием по продаже электронных денег - окончательно определенных исключений в связи с предприятием по продаже депозитов в ст. 1 а, ч. 2 л. а BankV (предоставление или продажа прав пользования; продажа копий произведений). Исключение из определения вкладов в Постановлении о банковской деятельности идентично пункту 3 абз. 3 л. а Постановления о банковской деятельности Швейцарии. Согласно Циркуляру FINMA 2008/3, Депозиты населения в небанках, 20.11.2008, последние изменения

неограниченном, неограниченном, бессрочном праве изъятия, которое не имеет силы в отношении конюшен, при этом право изъятия должно быть отменено в соответствии с законом о противоречиях. В действительности, посредством этого может быть создан внутренний, законно замененный платежным средством конюшень, который<sup>396</sup> представляет собой самостоятельный токен, имеющий внутреннюю ценность, который может быть обменен на законное платежное средство в любое время при осуществлении права выхода на основании требований по закону об обогащении (услуга и рассмотрение должны быть отложены; токен, как самостоятельный токен, не представляющий собой требование, не может быть просто уничтожен); или же остается возможность выкупить токен - особенно в случае многосторонних структурированных криптографических бирж, на которых сторона-эмитент/продавец больше не является контрагентом в более поздних торгах, - при этом приобретенные таким образом токены также появляются в бухгалтерских книгах - а не как дебиторская задолженность, так как она будет выкуплена при выкупе - в качестве активов и может привести к возможному контролируемому событию; С точки зрения закона о надзоре, наличие виртуальной валюты также

---

внесены 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>, примечание 10 f, chBankV предполагает, что *"все обязательства имеют депозитный характер"*. Например, *"первоначальный взнос с договором купли-продажи, аванс с заказом, арендный залог и т.д."* не имеют характера депозитов.

<sup>396</sup> Стоимость гарантируется рынком (спрос и предложение) - например, если она может быть использована для торговли на криптографической торговой платформе.

породило бы вопрос о том, осуществляется ли впоследствии деятельность обменного пункта или деятельность поставщика услуг VT по обмену валюты). Однако, если коммерческий обмен или вексель не осуществляется, то реверсирование в соответствии с законом об обогащении также не является деятельностью обменной кассы. В<sup>397</sup> этом контексте представляется целесообразным, чтобы в рамках режима TVTG коммерческий обмен жетонов на другие жетоны также подпадал под действие закона об обмене VT, подлежащего регистрации<sup>398</sup>, так как нынешнее применение, в котором жетоны могут быть обменены на внутренние конюшни, в противном случае не подпадало бы под действие закона о надзоре, даже если такая внутренняя конюшня в определенной степени представляет собой суррогат законного платежного средства, если она также выполняет и другие функции, предотвращая разрыв средств массовой информации (крипто-файт) и позволяя торговать жетонами через блок-цепочки.

Кроме того, можно было бы также конвертировать конюшню в 223 денежном эквиваленте, которая представляет собой независимый жетон, в законное платежное средство. Таким образом, компания может выпускать конюшню против законного платежного средства как самостоятельный токен, а не как дебиторскую задолженность, а также может принимать этот конюшню на своей торговой площадке со ссылкой на токены для исполнения

---

<sup>397</sup> Обменный пункт см. в главе II.2.9.

<sup>398</sup> Статья 2, параграф 1, г TVTG с изменениями, внесенными в соответствии с BuA 54/2019.

торговых приказов. При этом юридическое лицо могло бы также в двустороннем порядке обменять эту конуру на законное платежное средство как на свою собственную книгу, так и за свой счет. Однако это будет представлять собой деятельность в качестве обменной валютной кассы, подлежащей регистрации в УФМ в соответствии со статьей 2 параграфом 1 буквой l DDA в сочетании со статьей 3 параграфом 3 буквой DDA (или, после вступления в силу TVTG, деятельность в качестве поставщика обменных услуг VT, подлежащего регистрации).<sup>399</sup>

### **2.2.3 Заключение Начисление и отсрочка для бизнеса депозитов и электронных денег**

224

В то время как депозитный бизнес основан на приеме депозитов или других безоговорочно подлежащих возврату денежных средств, под депозитным бизнесом понимается эмиссия электронных денег, представляющая собой денежную ценность, которая хранится в магнитном или электронном виде в виде требования, которое может быть приобретено за выплату денежной суммы и служит для осуществления платежных операций, и принимается с этой целью лицами, не являющимися эмитентом. Как и в депозитном бизнесе, операции с электронными деньгами предполагают прием средств (и самих электронных денег), которые должны быть возвращены. С нормативной точки зрения, депозитная операция не существует, если средства принимаются, а электронные деньги выдаются непосредственно взамен; это юридическая фикция.

---

<sup>399</sup> См. главу II.2.9; статью 2(1)(l) DDA с поправками, внесенными в ВuA 2019/93.

Поэтому как для бизнеса по привлечению депозитов, так и для бизнеса по выпуску электронных денег необходимо учитывать 225 требование безусловного возврата средств или денежных сумм. На этом фоне электронные деньги являются одной из сторон одной и той же монеты в депозитном бизнесе, к которой для целей надзора применяется привилегированный режим по сравнению с депозитным бизнесом. Оценка того, присутствуют ли электронные деньги, также актуальна в связи с жетонами или коношнями. Важно задаться вопросом, представляет ли токен независимый токен, имеющий внутреннюю стоимость, и обрабатывается ли он как товар, например, как программное обеспечение (цифровой контент или виртуальная валюта), или же токен на самом деле представляет собой требование, предъявленное в денежном выражении. Признаком последнего предположения будет уничтожение токена при выкупе, так как эмитент не может предъявить к себе претензии. Строго говоря, виртуальные валюты или цифровой контент не выпускаются, а продаются (предложение токенов против продажи токенов).

Следует также отметить, что, утверждая, что существует 226 исключение из режима электронных денег, депозитный бизнес не может быть возобновлен. Догматически, Электронные деньги все еще доступны или режим Электронных денег все еще действует, и если делается исключение, то к ним предъявляются только более низкие требования в лицензии - в некоторых случаях УФР должно быть проинформировано о существовании исключения, и ему должны быть объяснены причины этого. В юридическом плане это не является депозитной операцией при выпуске электронных денег. Даже если для выдачи таких электронных денег не требуется

лицензия учреждения, занимающегося электронными деньгами, депозитное дело не может быть возобновлено, если есть основания для исключения из операции с электронными деньгами. Остается открытым, может ли токен вообще представлять депозиты, или это не всегда означает, что денежная ценность хранится в электромагнитной форме - а значит, и в электронных деньгах. Вероятно, на это можно ответить утвердительно, так как депозитный бизнес связан только с наличными и книжными деньгами напрямую и не предусматривает какого-либо их представления; токен может функционировать только в рамках механизма удостоверения подлинности для распоряжения депозитами.

- 227 Таким образом, монета может, представляя собой требование, предъявленное из денег в связи с электромагнитным свойством жетона, представлять собой только электронные деньги, но не также и депозиты. Сделка по депозиту может быть исключена, отделенная от ссылки на жетоны, путем исключения безусловного обязательства по возврату денежных средств, что фактически имеет место в случае с депозитами. Это можно было бы представить себе с помощью решающего условия, имеющего силу *ex nunc*, или с помощью договоренности, согласно которой на эти деньги можно получить только товары и/или услуги, но нет безусловного права на возврат денежной стоимости. В случае возникновения решающего условия договорная база перестает существовать и должна быть отменена в соответствии с законодательством об обогащении, но не на основе договорного

соглашения. В<sup>400</sup> этой связи, однако, не представляется абсолютно необходимым выдавать претензии в денежной форме или приобретать товары или услуги для достижения стабильной стоимости. Токен может быть также выдан в качестве программного обеспечения по соглашению о праве выкупа, учитывающем интересы потребителя. Такой символ, представляющий собой товар, также должен был бы быть возвращен в соответствии с законом о запрете, в противном случае договор должен был бы быть отменен (*condictio causa finita*). Однако такая договоренность иногда имеет последствия с точки зрения дохода и налога на добавленную стоимость.

*“Стержнем депозитного бизнеса является обещание возврата, на 228  
которое полагается вкладчик”.*<sup>401</sup> *“Напротив, в юридической сделке*

---

<sup>400</sup> Однако впоследствии финансовый инструмент может вновь существовать, если такие монеты стандартизированы, подлежат передаче и обращению и не являются платежным инструментом. Возможный вариант представления требования в монете, исключаящий как депозитную операцию, так и наличие финансовых инструментов, может быть реализован с помощью не подлежащего возврату ваучера на покупку товаров или услуг. Такая монета не может являться финансовым инструментом по той единственной причине, что платежные инструменты никогда не могут являться переводными ценными бумагами в смысле статьи 4 (1) № 44 MiFID II; см. также BaFin, Hinweis zu Finanzinstrumente nach § 1 (11) Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, с последними изменениями от 26.07.2018, Punkt 2. b) cc) Ziff 4, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_111220\\_finanzinstrumente.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html). В то же время, ваучер может быть разработан таким образом, что применяется исключение по ZDG или PSD II.

<sup>401</sup> *Деммельмайр/Решке в Беке/Самм/Кокемор, KWG с CRR, § 1 абз. 1 S 2 № 1 KWG, Rz 109.*

*отсутствует характеристика возврата в смысле сделки по залогу, если требование, как и требование о возврате покупной цены в случае неудачного договора купли-продажи, является всего лишь вторичным договорным обязательством в связи с выходом покупателя из договора купли-продажи”.*<sup>402</sup> Таким образом, для того, чтобы сделка по депозиту существовала, возврат средств должен быть частью договорного соглашения, в соответствии с которым были переведены средства.

229 Согласно законодательству Лихтенштейна, финансовый инструмент, связанный с электронными деньгами, не может существовать даже в том случае, если существует исключение из операции с электронными деньгами, которое также исключает депозитную операцию (что в любом случае было бы сделано в соответствии с пунктом 2 статьи 1а Банковского постановления, если бы средства были приняты в связи с выпуском облигаций), поскольку в этом случае все еще существует платежный инструмент, который, в свою очередь, исключает наличие переводной ценной бумаги.

230 Если выпускается стандартизированная, передаваемая и обращаемая бездокументарная ценная бумага, которая не является платежным инструментом и подлежит погашению по истечении определенного срока, и по которой выплачиваются проценты, то потенциально существует маркер ценной бумаги, который представляет собой облигацию. В отличие от Германии, в Лихтенштейне единицы учета и, таким образом (маркеры в

---

<sup>402</sup> Деммельмайр/Решке в Беке/Самм/Кокемор, KWG с CRR, § 1 абз. 1 S 2 Nr 1 KWG, Rz 110b.

форме) электронные деньги не были легализованы в качестве финансовых инструментов. Согласно MiFID II, а также согласно Закону о банковской деятельности, понятие финансовых инструментов несовместимо с понятием платежных инструментов. За исключением понятия "электронные деньги", такой долговой инструмент, как облигация, не может существовать без четкого законодательного требования.

Инструменты денежного рынка также не служат для 231 осуществления платежных операций, как и платежные инструменты. Например, XCHF, выпущенный в Швейцарии, является краткосрочной (месячной) облигацией с процентами в размере 0% и автоматическим ролловером (инструмент денежного рынка). Следовательно, торговля таким инструментом требует - в соответствии с пониманием Лихтенштейна - разрешения в качестве регулируемого торгового центра; осуществление платежных операций не может быть предусмотрено, так как в противном случае финансового инструмента не существует. Если<sup>403</sup> существует инструмент, с помощью которого можно осуществлять платежи (наличные и

---

<sup>403</sup> Dieses Hintergrundes war man sich bewusst, lautet es im Prospekt zum XCHF doch wie folgt: "Главная цель CryptoFrancs - служить инструментом ликвидности для швейцарской криптоэкосистемы. Например, трейдер Bitcoin (BTC) может использовать его для временного перевода средств в CryptoFrancs или швейцарский стартап может использовать его для привлечения средств в своей валюте учета вместо использования волатильных крипто-валют". Он не предназначен ни для долгосрочного хранения швейцарских франков, ни для использования в качестве средства оплаты повседневных операций. "<https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/10/Prospectus-XCHF-2019-10-v1.1.pdf>.

бумажные деньги, электронные деньги или торговые ваучеры), это исключает наличие переводной ценной бумаги и, следовательно, финансового инструмента.<sup>404</sup>

- 232 В широком смысле можно сказать, что депозиты в основном носят характер хранилища ценностей или сберегательной цели, в то время как электронные деньги ориентированы на осуществление платежных операций и, следовательно, имеют платежную цель, а финансовые инструменты, в конечном счете, имеют инвестиционный характер. Виртуальные валюты, с другой стороны, могут сочетать в себе одну или все эти цели и еще более широкие функциональные возможности (например, функция доступа, формирование консенсуса и т.д.).<sup>405</sup>

#### 2.2.4 Банковские операции (кредитный бизнес)

- 233 Помимо трансформации риска - трансформации размеров лотов и сроков их погашения - депозитный бизнес, который зарезервирован за банками, образует мост между основными направлениями деятельности банков и кредитным бизнесом, который отображается на активной стороне баланса банка. В Лихтенштейне это определяется как *коммерческое кредитование внешних средств неопределенной группы заемщиков*<sup>406</sup>. Такие кредитные операции должны предполагаться, если на основании ссуды или кредитного договора в соответствии с гражданским законодательством дата валютирования указана в законном

---

<sup>404</sup> Ст. 4 (1) № 44 MiFID II или Ст. 3a (1) Z 42 BankG.

<sup>405</sup> Ср. комментарии в переплете 10 5-й директивы АРК.

<sup>406</sup> Ст. 1a пункт 1 лит. b BankV.

платежном средстве.<sup>407</sup> Определение, согласно которому только кредитование иностранных фондов должно представлять собой сделку с активами, кажется странным и восходит к обсуждениям в ландтаге от 14.05.1992.<sup>408</sup> В соответствии с этим было высказано мнение, что кредитование собственных средств не является банковской сделкой в смысле кредитной сделки, в связи с чем первоначальная формулировка БуА 1992/8 относительно статьи 3, пункт 3 литра b BankG<sup>409</sup> была окончательно изменена. *“В пункте 4 b) говорится только о “предоставлении средств неопределённой группе заёмщиков”. В этой связи следует сказать - даже если банки здесь помнят о том, что они, естественно, предоставляют заемщикам не только собственные средства, но и внешние средства, - что эта формулировка может привести к неправильному толкованию, поскольку можно сказать, что коммерческое кредитование собственных средств также является банковской сделкой. И это было бы принципиально неправильно. Никто не может отказать кому-либо в праве давать займы собственные средства на профессиональной основе - за исключением собственных средств. Это немыслимо в нашей*

---

<sup>407</sup> Лаурер/Каммель в Лаурер/Шютц/Каммель/Ратка (Hrsg), раздел 1 BWG, маржа № 9; BaFin, информационный бюллетень по кредитному бизнесу, от 08.01.2009, последние изменения внесены 02.05.2016, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_090108\\_tatbestand\\_kreditgeschaeft.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaeft.html)

<sup>408</sup> Протокол ландтага от 14.05.1992 г. о законе о банковской деятельности, стр. 730.

<sup>409</sup> В то время еще в ст. 3, ч. 4 л. b BankG с изменениями, внесенными БуА 1992/8.

свободной экономике".<sup>410</sup> В п. 1 п. 1 ст. 4 CRR кредитные учреждения в отношении кредитного бизнеса определяются как субъекты хозяйствования, которые предоставляют кредит за свой счет. Никаких ссылок на кредитование внешних средств из этого источника быть не может. В соответствии с автономной интерпретацией европейского права,<sup>411</sup> кредитование собственного капитала в смысле оборотных активов в рамках CRR также будет представлять собой кредитный бизнес в Лихтенштейне; любая другая интерпретация была бы несостоятельной. Однако, как поясняется в FN 420 28.06.2019, CRR еще не имеет прямого применения в Лихтенштейне из-за отсутствия решения Объединенного комитета ЕАОС, а лишь выполняется заблаговременно.

234 В соответствии с п. 4 ст. 8 ZDG платежные учреждения также могут предоставлять кредит при условии, что предоставление кредита является вспомогательным видом деятельности и что такой кредит предоставляется только в связи с платежными операциями. Кроме того, такие кредиты должны быть погашены не позднее чем через 12 месяцев после их выдачи и не могут быть выданы за счет средств, которые были приняты или удержаны с целью осуществления платежных операций.

235 В связи с программными платформами необходимо позаботиться о том, чтобы одноранговые кредиты (краудлинг) не выдавались без

---

<sup>410</sup> *Pumtner* im LTP от 14 мая 1992 года, Закон о банковской деятельности, стр. 730.

<sup>411</sup> Прямо применяемое законодательство Сообщества должно толковаться автономно на уровне Сообщества, в то время как директивы должны толковаться в соответствии с законодательством Сообщества.

соответствующего разрешения. Все кредиторы, которые ссужают свои деньги на коммерческой основе, должны получить разрешение. Без соответствующей лицензии в качестве банка соответствующих кредиторов оператор такой платформы также мог бы быть вовлечен в несанкционированную деятельность, если только кредиты не будут выдаваться при посредничестве соответствующих лицензированных банков. Кроме того, кредитование жетонов не покрывается кредитным бизнесом. Наконец, услуги, подпадающие под ZDG, могут также играть определенную роль на таких платформах и могут подлежать разрешению.<sup>412</sup>

В отличие от Австрии, например, в Лихтенштейне только неоригинальный факторинговый бизнес представляет собой предоставление кредита.<sup>413</sup> При подлинном факторинге факторинговая компания приобретает дебиторскую задолженность, а также принимает на себя риск *del credere* (и, таким образом, становится новым кредитором).<sup>414</sup> Поэтому

---

<sup>412</sup> BaFin, Crowdlending, от 4 января 2018 года, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html)

<sup>413</sup> §§ 1(2)(16) Закона о банковской деятельности охватывает "*приобретение дебиторских задолженностей от поставки товаров или услуг, принятие на себя риска возврата таких задолженностей и, в связи с этим, взыскание таких задолженностей*", т.е. как подлинный, так и не подлинный факторинг как банковскую сделку.

<sup>414</sup> Требование уступается в соответствии с гражданским законодательством путем уступки (§ 1392 ABGB). Цессионарий (бывший кредитор) передает свое требование в отношении цессионария (должника) цессионарию (новому кредитору). Факторинг отличается от

предприятие (фактор), приобретающее дебиторскую задолженность, должно быть озабочено ее взысканием и нести риск дефолта. Однако в случае фиктивного факторинга фактор не берет на себя этот риск дефолта.<sup>415</sup> Действующий таким образом фактор обеспечивает владельцу дебиторской задолженности ликвидность. Данное обеспечение ликвидности является кредитной сделкой, зарезервированной за банками (ст. 3 ч. 3 л. в BankG).<sup>416</sup>

237 Что касается токенов, настоящий факторинговый бизнес в Лихтенштейне может быть интересен предпринимателям, которые хотят дать своим клиентам возможность приобретать свои товары и/или услуги с помощью токенов с целью создания дополнительных каналов сбыта, хотя сами они не обязательно хотят принимать токены вместо оплаты.

238 Это может быть структурировано таким образом, что коммерсант и его клиенты вступают в договорные отношения по приобретению товаров и/или услуг, в которых оговаривается, что клиент задолжал сумму, выраженную в законном платежном

---

инкассации тем, что в факторинге дебиторская задолженность продается после выставления счета, в то время как в инкассации дебиторская задолженность третьих лиц взыскивается на имя третьего лица (вне суда).

<sup>415</sup> Также соглашение о том, что фактор должен взыскать требование с должника и что фактор может обратиться к предыдущему кредитору, если должник не оплатит требование (присоединение долга, например, гарантии согласно ст. 1346 ABGB), является неоригинальным факторингом.

<sup>416</sup> Ср. *Лаурер/Каммель в Лаурере/Шютц/Каммель/Ратка* (ред.), статья 1 BWG, пункт 24.

средстве, подлежащую оплате жетонами.<sup>417</sup> Торговец впоследствии без формальностей уступает это требование фактору в качестве нового кредитора, при этом в качестве цены уступки может быть использована цена приобретенного товара и/или услуги за вычетом платы за услугу.<sup>418</sup> Таким образом, новый кредитор несет риск *del credere* и должен приложить все усилия для взыскания задолженности. В этом созвездии торговец, а затем и бывший кредитор, поэтапно выплачивают потребителю или клиенту в качестве должника, который передает свое вознаграждение, выраженное в законном платежном средстве, подлежащее оплате в виде жетонов фактору и новому кредитору, которому было уступлено требование. Впоследствии, после возможной отсрочки, фактор должен передать дилеру сумму, причитающуюся дилеру как кредитору по уступке в законном платежном средстве. Фактор может превратить жетоны в законное платежное средство против собственной книги<sup>419</sup>, или он может обменять их с другими посредниками. Эта процедура может быть реализована соответствующим образом с помощью технического интерфейса и, в зависимости от конкретной формы, не влечет за собой никаких дальнейших требований в отношении одобрения в соответствии с законодательством Лихтенштейна.

---

<sup>417</sup> Например, курс законного платежного средства к жетонам, используемого для урегулирования обязательств Клиента, может быть установлен по курсу на момент передачи жетонов для урегулирования обязательств.

<sup>418</sup> Должник должен быть проинформирован об этой уступке.

<sup>419</sup> Это будет представлять собой бюро изменений или, после вступления в силу TVTG, деятельность в качестве провайдера услуг по обмену VT; см. главу II.2.9.

### 2.2.5 Заключение Приобретение и факторинговый бизнес

239 Кредитование или кредитный бизнес определяется как предоставление внешних средств неопределённой группе заёмщиков. Что касается токеновых бизнес-моделей, то кредитный бизнес может играть определенную роль, в частности, в связи с факторингом. В отличие от Австрии, в Лихтенштейне факторинг не определяется как банковский бизнес как таковой и поэтому не зарезервирован за банками. Скорее, следует проводить различие между подлинным и ненастоящим факторингом - иными словами, необходимо определить, кто несет "дель кредо". Если какой-либо фактор профессионально принимает на себя дебиторскую задолженность вместе с риском невыполнения обязательств, то это является подлинным факторингом, на который не распространяется надзорное законодательство Лихтенштейна. С неоригинальным факторинговым бизнесом ситуация иная. Дель "Кредер" не переводится на коэффициент (аналогично взысканию долга) и обеспечивает ликвидность для лица, которое несет "дель "Кредер". Таким образом, этот фактор выступает в качестве кредитора и осуществляет кредитный бизнес, зарезервированный за банками.

### 2.3 Жетоны как финансовые инструменты

240 Помимо традиционных операций с активами и пассивами, Закон о банковской деятельности также регулирует финансовые инструменты и связанные с ними инвестиционные услуги. Поскольку маркеры представляют собой финансовые инструменты в соответствии с разделом С Приложения 2 к Закону о банковской деятельности и разделом С Приложения I к MiFID II,

они оцифрованы или токены на техническом уровне, но в результате такие маркеры безопасности не теряют своего статуса финансовых инструментов. Услуги, связанные с такими маркерами безопасности, как правило, также подпадают под регулирование финансового рынка. Особенно важным является предложение или торговля жетонами, так как чисто техническое (не профессиональное) создание или генерирование жетонов само по себе - без дальнейшего маркетинга путем выпуска тех же самых жетонов - не имеет никакого дальнейшего нормативного значения.

В соответствии со ст. 1 ч. 3 п. 3 ст. 3 Закона о банковской деятельности, Закон о банковской деятельности служит также для транспонирования и внедрения MiFID I. В случае гармонизации в рамках ЕС или ЕЭЗ, MiFID II и MiFIR<sup>420</sup>, а также CRR и CRD IV, могут быть использованы для интерпретации других определений банковского права и права на финансовых рынках.<sup>421</sup> MiFID II была

---

<sup>420</sup> Регламент ЕС 600/2014 Европейского парламента и Совета от 15.05.2014 о рынках финансовых инструментов, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/600/oj>. Это важно для Лихтенштейна, тем более, что для MiFIR, а также для MiFID II, по состоянию на 28.06.2019, решение Объединенного комитета ЕАОС все еще находится в стадии разработки, и даже Регламент не будет принят во внимание без предварительного внедрения на национальном уровне, <https://www.efta.int/eea-lex/32014R0600>, <https://www.efta.int/eea-lex/32014L0065>.

<sup>421</sup> Статья 3а пункт 2 BankG; статус CRD IV и CRR также "Вступление в силу Решения Объединенного Комитета (JCD) в ожидании" от 28.06.2019 <https://www.efta.int/eea-lex/32013R0575>, <https://www.efta.int/eea-lex/32013L0036> и эти правовые акты были введены в действие в Лихтенштейне только заблаговременно на национальном уровне.

введена в действие заблаговременно в соответствии с национальным законодательством в рамках Закона о банковской деятельности и других специальных законодательных актов, регулирующих рынок капитала.<sup>422</sup>

- 242 В части 2 статьи 3 в сочетании с частью 3 лит. d Закона о банковской деятельности дается исчерпывающее определение инвестиционных и вспомогательных услуг, перечисленных в разделах А и В приложения 2 к Закону о банковской деятельности, в которых также исчерпывающе перечислены группы финансовых инструментов в разделе С приложения 2 к Закону о банковской деятельности, в той мере, в какой они осуществляются в коммерческих целях, в качестве банковских операций.<sup>423</sup> В Лихтенштейне они зарезервированы за банками и инвестиционными компаниями и основаны на финансовых инструментах. Финансовые инструменты в соответствии с Приложением 2, раздел С Закона о банковской деятельности могут быть упрощены в акции (долевые инструменты)<sup>424</sup> и облигации (долговые инструменты)<sup>425</sup> или сертификаты на них (инструменты

---

<sup>422</sup> ВuА 2017 / 14 от 04.04.2017 и ВuА 2017/72 от 26.09.2017. По состоянию на 29.03.2019 г. существовал только проект решения Объединенного комитета ЕАОС о включении MiFID II в свод нормативно-правовых актов ЕАОС.

<sup>423</sup> Ср. также ст. 2 ч. 1 Банковского постановления в отношении коммерческой деятельности.

<sup>424</sup> Приложение 2 Раздел С № 1 лит. а и № 3 Банковской группы; в словаре ГРР также указаны права на членство.

<sup>425</sup> Приложение 2 Раздел С № 1 лит. b к Закону о банковской деятельности; в словаре ГРР также содержатся долговые ценные бумаги.

фондового рынка), инструменты денежного рынка<sup>426</sup> и производные инструменты<sup>427</sup>. Уставный капитал обычно присутствует, если финансирование предоставляется на неограниченный период времени и имеет<sup>428</sup> номинальную стоимость, подлежащую оплате, в то время как долговой капитал характеризуется сроком, по истечении которого он должен быть погашен с процентами; оба вида капитала показаны в пассивной части баланса (требования членов или кредиторов к компании).

Знаки, которые имеют характеристики финансовых инструментов 243 или представляют собой сопоставимые права, впоследствии классифицируются как финансовые инструменты. Соответственно, деятельность, связанная с такими маркерами безопасности, также регистрируется как требующая разрешения в понимании Закона о банковской деятельности или других соответствующих нормативных актов, при условии, что не применяются исключительные обстоятельства. Следует отметить, что вспомогательные услуги могут предоставляться только лицами, имеющими лицензию, разрешающую им оказывать инвестиционные услуги.<sup>429</sup>

В отличие от Германии и Австрии, Лихтенштейн воздержался от 244 создания дополнительных финансовых инструментов на национальном уровне, таких как инвестиции в соответствии с

---

<sup>426</sup> Приложение 2 Раздел С № 2 к БанкуГ.

<sup>427</sup> Приложение 2 Раздел С № 1 лит. в и № 4-10 к БанкуГ.

<sup>428</sup> В отличие, например, от сертификатов участия в прибыли, см. ст. 304 (3) ГРР.

<sup>429</sup> Статья 2 (2) Постановление о банковской деятельности.

австрийским § 1 пункт 1 № 3 австрийского Закона о рынке капитала 2019 года или инвестиции в соответствии с немецким § 1 пункт 2 Закона о капитальных инвестициях. Это, например, доли в активах (трастовые активы) или именные облигации<sup>430</sup>, участие в товариществах с ограниченной ответственностью, молчаливое участие или участие в GesbR.<sup>431</sup>

### 2.3.1 Переводные ценные бумаги

245 Для защиты инвесторов термин "передаваемая ценная бумага", который является подмножеством финансовых инструментов, должен широко толковаться для целей надзора.<sup>432</sup> Даже если каталог финансовых инструментов в разделе С Приложения I к MiFID II или в разделе С Приложения 2 Закона о банковской деятельности в принципе<sup>433</sup> носит только демонстрационный характер, перечисленные категории, вероятно, являются

---

<sup>430</sup> BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 абз. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, последние изменения внесены 26.07.2018.

<sup>431</sup> Циркуляр 07/2012 УФР Австрии по вопросам проспектного права от 4 декабря 2012 г., полях № 49 (стр. 12); *Зивный*, КМГ, Курцкомментар, 2-е издание, ст. 1, полях № 47 и др.

<sup>432</sup> Ср. например, *Зивный*, КМГ, Курцкомментар, 2-е издание, § 1 Rz 62.

<sup>433</sup> Хотя в разделе С № 1 Приложения 2 Закона о банковской деятельности не дано исчерпывающего определения передаваемых ценных бумаг, поскольку в нем делается ссылка на передаваемые ценные бумаги, такие как долевые, долговые и производные инструменты, наличие передаваемой ценной бумаги также требует сопоставимости с перечисленными инструментами, так называемой функциональной эквивалентности. *Schopper/Raschner*, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen в Остеррайхе, ÖBA 4/2019, стр. 249 (253).

налоговыми<sup>434</sup> (пункт 1 статьи 4 № 44 лит. а MiFID II регулирует долевыми инструментами, долговые инструменты с подсветкой "b" и производные инструменты с подсветкой "c").<sup>435</sup> Знаки, которые, таким образом, содержат долговые проценты, аналогичные процентам кредитора по долговым инструментам, или проценты

---

<sup>434</sup> Vgl Hacker/Thomale, Crypto-Securities Regulation: ICO, продажи жетонов и крипто-валют в соответствии с Финансовым законом ЕС, 22.11.2017, zuletzt überarbeitet am 13. Dezember 2017, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3075820](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820)[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3075820](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820), S. 25: *"Однако именно для новых видов инвестиционных продуктов, таких как жетоны, список становится актуальным: он предлагает архетипичные примеры ценных бумаг, которые показывают, что имел в виду законодатель при регулировании этих субъектов". С функциональной точки зрения жетоны должны быть, по крайней мере, сопоставимы с этими типичными ценными бумагами, чтобы инициировать регулирование ценных бумаг".*

<sup>435</sup> Cf. BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 абз. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, с последними изменениями от 26.07.2018, согласно которым, например, доли в имуществе, принадлежащие эмитенту от своего имени и за счет третьего лица, представляют собой так называемые инвестиции, на которые распространяется национальное немецкое надзорное право, но которые не являются финансовыми инструментами в понимании MiFID II. Например, фидуциарные сертификаты в соответствии со статьей 928 ГРР в принципе не должны рассматриваться как передаваемые ценные бумаги в смысле финансовых инструментов, поскольку они являются только ценными бумагами в соответствии с гражданским законодательством и дают право владельцу пользоваться трастовой собственностью; только функциональная эквивалентность финансовых инструментов должна быть проверена на основе любой стандартизации. Однако, даже если такие трастовые сертификаты структурированы в передаваемом виде, они представляют собой прямое участие в (специфических) активах, которое не может быть создано ни одним финансовым инструментом в соответствии с окончательным каноном финансовых инструментов согласно MiFID II.

в капитале, аналогичные процентам акционера, функционально эквивалентны<sup>436</sup> категориям передаваемых ценных бумаг, упомянутым выше, и, следовательно, должны также рассматриваться как такие финансовые инструменты.<sup>437</sup> Поскольку MiFID II не связывает концепцию финансового инструмента с какими-либо ожиданиями прибыли, маркеры в связи с так называемыми механизмами доказательства прочности блочной цепи, которые иногда используются для достижения консенсуса, не подпадают под концепцию финансовых инструментов. В этом случае, например, прибыль может быть получена от децентрализованной сети, или же, как правило, соглашения могут быть достигнуты путем хранения ("в виде жетонов") жетонов. Однако это функция, которая обеспечивает функционирование блочной цепи или достижение консенсуса в отношении такой цепи, и при этом не генерируется пассивный, разделительный или основанный на процентах доход, а держатель токена получает такое вознаграждение только за оказание конкретных услуг (например, за подтверждение сделок в рамках блочной цепи). В отсутствие представительства доли в капитале или долговой доли

---

<sup>436</sup> В США понятие финансового инструмента связано с ожиданием прибыли по так называемому тесту Хауи. MiFID II не основана на таком ожидании прибыли, но ожидания будущих денежных потоков в связи с требованием могут быть функционально сопоставимы или эквивалентны переводным ценным бумагам и, таким образом, квалифицированы как финансовый инструмент. *Hacker/Thomale, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 22.11.2017, last revised on 13 December 2017, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3075820](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820), p. 26.

<sup>437</sup> *Höhlein/Weiß, Krypto-Assets, ICO и Blockchain: перспективы права проспекта и надзорная практика*, RDF 2019, p 116 (p 119 mwN).

(требование к компании), такие механизмы долевого участия или, в более общем плане, функции управления и консенсуса жетонов в блочной цепочке не отвечают концепции финансового инструмента.

Несмотря на то, что пруденциальное определение передаваемых 246 ценных бумаг по сути своей является широким, не следует упускать из виду, что пруденциальное определение передаваемых ценных бумаг - это лишь подмножество гражданско-правовых ценных бумаг.<sup>438</sup> Таким образом, в соответствии с законодательством Союза финансовые инструменты окончательно регламентируются в рамках вышеперечисленных категорий<sup>439</sup>, но в соответствии с национальным законодательством, помимо определения финансовых инструментов, на другие инвестиционные продукты могут распространяться определенные нормативные акты. Важно отметить, что ценные бумаги, которые стандартизированы, могут передаваться и торговаться, но являются платежными инструментами, с которыми можно совершать платежные операции, не являются переводными ценными бумагами и, следовательно, не являются финансовыми инструментами.<sup>440</sup> Таким образом, (символические) ваучеры или

---

<sup>438</sup> Зивный, КМГ, короткий комментарий, 2-е издание, § 1 Rz 62.

<sup>439</sup> Vgl FCA (Управление Великобритании по финансовому поведению), Руководство по периметру (PERG релиз 42 сентября 2019 г.), Глава 13, Руководство по сфере применения MiFID и CRD IV, раздел 13.4 (S 17; Q28), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:19.

<sup>440</sup> Ст. За абз. 1 № 42 Закона о банковской деятельности; ст. 4 абз. 1 № 44 MiFID II; BaFin, Примечания о финансовых инструментах в соответствии с

электронные деньги также не являются, по мнению Лихтенштейна, финансовыми инструментами.<sup>441</sup>

- 247 Переводные ценные бумаги определены в ст. 3 абз. 1 № 42 Закона о банковской деятельности как классы<sup>442</sup> ценных бумаг, которыми можно торговать на рынке капитала, за исключением платежных

---

§ 1 абз. 11 предложения с 1 по 3 KWG, 20.12.2011, последние изменения внесены 26.07.2018, пункт 2. b) cc) № 4, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_111220\\_finanzinstrumente.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html).

<sup>441</sup> Иная ситуация сложилась в Германии, где расчетные единицы отражаются как отдельный вид финансового инструмента - см. раздел 1 (11) № 7 КРГ - "расчетные единицы". В соответствии с немецким законодательством возникает вопрос о том, как это относится к платежному инструменту, который также представляет собой расчетную единицу (например, ваучер, представленный жетоном).

<sup>442</sup> Категории или классы не определены, но основаны на гражданском праве и описываются национальными надзорными органами ЕС как взаимозаменяемые, обмениваемые или идентичные права, предоставляемые ряду инвесторов. В основном это основано на стандартизации и функциональной эквивалентности. Если у инвестора есть индивидуальное требование к организации, это не является общим требованием и не является стандартизацией. Хотя такое право является обеспечительным или бездокументарным правом в гражданском праве, оно не является финансовым инструментом в соответствии с нормативной оценкой. См. Приложение 1 к ESMA Правовая квалификация криптоактивов - исследование для NCAs, январь 2019 г., ESMA50-157-1384, примечание 16, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384\\_annex.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf). Акцент на обоснованные права также дает понять, что документ в соответствии с законодательством о ценных бумагах не обязательно является обязательным для существования финансового инструмента.

инструментов.<sup>443</sup> Для квалификации в качестве переводных ценных бумаг необходимо наличие оборотных секьюритизаций, которые, как правило, предоставляются в большом количестве и с эквивалентным содержанием. Инвесторы приобретают идентичные права без возможности индивидуализации этих прав, относящихся к базовому инструменту, или без возможности индивидуализации процесса приобретения.<sup>444</sup>

Характер передаваемых ценных бумаг как финансовых 248 инструментов, который связан с<sup>445</sup> применимостью специальных законов в соответствии с законодательством о рынке капитала и, следовательно, необходим, должен основываться на всех классах передаваемых ценных бумаг, которые могут торговаться на рынке капитала, за исключением денежных средств.<sup>446</sup> Таким образом, определение переводных ценных бумаг содержит три

---

<sup>443</sup> Ср. ст. 4 (1) № 44 MiFID II; следует отметить, что инструменты капитального рынка, которые вместе с инструментами денежного рынка являются инструментами финансового рынка, отличаются от платежных инструментов тем, что первые служат инвестиционным целям, а вторые - целям платежных операций. Финансовые инструменты и платежные инструменты являются взаимоисключающими; однако жетоны иногда имеют характер инвестиций, а также платежную функцию - такие виртуальные валюты, таким образом, не соответствуют ни понятию финансового инструмента, ни понятию платежного инструмента. См. Приложение 1 к ESMA Правовая квалификация криптоактивов - исследование для NCAs, январь 2019 г., ESMA50-157-1384, маржа № 38 и далее, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384\\_annex.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf)

<sup>444</sup> Зивный, КМГ, короткий комментарий, 2-е издание, § 1 Rz 61.

<sup>445</sup> Например, BankG, WPPG, VVG, AIFMG и др.

<sup>446</sup> Статья 3а часть 1, строка 42 Закона о банковской деятельности.

взаимозависимых положительных элемента: Во-первых, переносимость, которая является условием второй характеристики, торгуемость (на рынке капитала), и, наконец, стандартизация. Стандартизация ценных бумаг основана, в основном, на общем общем термине. Это касается взаимозаменяемых, обмениваемых или массово выпускаемых идентичных прав; для существования финансового инструмента не обязательно наличие физического сертификата - бездокументарные ценные бумаги могут также соответствовать понятию переводных ценных бумаг и, следовательно, финансовых инструментов.

- 249 Согласно ст. 4 (1) № 17 MiFID II, инструменты денежного рынка по своим необходимым характеристикам аналогичны<sup>447</sup> переводным ценным бумагам и определяются как *"классы инструментов, обычно обращающихся на денежном рынке, такие как казначейские векселя, депозитные сертификаты и коммерческие бумаги, за исключением платежных инструментов"*. В ст. 11 Постановления о MiFID II<sup>448</sup> также предусмотрено, что инструменты денежного рынка являются неотъемлемой частью инструментов денежного рынка, что их стоимость может быть определена в любое время,

---

<sup>447</sup> Assmann в Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), Закон о торговле ценными бумагами, § 2 WpHG, маржа № 40 ff; ср. также Reschke в Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg), Закон о банковской деятельности Германии с ЧР, § 1 KWG, маржа № 1031.

<sup>448</sup> Постановление 2017/565, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2017/565/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj).

что они не являются производными и что срок их эмиссии составляет максимум 397 дней.<sup>449</sup>

### **а. Стандартизация**

Понятие рода должно оцениваться в рамках гражданского, а не надзорного права. Род основан на оправданных, а значит, различных, но похожих и, следовательно, заменяемых правах (родовой долг - один заменяет другой). На самом деле, ABGB не делает различий между похожими и непохожими товарами, а проводит различие между расходуемыми и нерасходуемыми товарами.<sup>450</sup> Разумные, то есть взаимозаменяемые, вещи нельзя отличить друг от друга из-за отсутствия полезных индивидуальных особенностей - в отличие от неоправданных вещей, которые невозможно описать с точки зрения жанра - и, соответственно, они взаимозаменяемы по желанию. В юридических сделках взаимозаменяемые объекты определяются по мерке, количеству и весу. В то время, как заменимость грибового товара основывается на мнении торговли, род или вид задолженности определяется волей и согласием сторон, в зависимости от того, определяется ли объект деятельности в соответствии с общими или

250

---

<sup>449</sup> Аналогичное определение см. также ст. 2 (1) л. ОКЦИПЦИБ, а также ст. 50 (1) л. а, б, в и х ОКЦИПЦИБ и Рекпитал 36 ОКЦИПЦИБ; см. также ст. 10 (1) л. а Регламента 2017/1131 о фондах денежного рынка, ELI; <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1131/oj>.

<sup>450</sup> § 301 öABGB; ст. 20 SR или основание для предписания ст. 641 ZGB не определяют вообще. В нем говорится только, что *"кто бы ни был владельцем вещи, он может распоряжаться ею по своему усмотрению в рамках правовой системы"*.

индивидуальными характеристиками.<sup>451</sup> Несмотря на то, что в Лихтенштейне часть имущественного права ABGB была заменена автономными правовыми положениями, имущественное право Лихтенштейна в соответствии с разделом об узурфрукте в статьях 232 и 244 SR, а также ГРР в статье 681 п. 3 ГР по отношению к обычному товариществу знает о гибких или расходуемых предметах, и австрийские пояснения могут быть использованы *se-teris paribus*.<sup>452</sup>

251 Таким образом, стандартизация является обязательным условием, если класс ценных бумаг или бездокументарные ценные бумаги с аналогичными правами секьюритизированы или, в случае бездокументарных ценных бумаг, представлены (например, с помощью токена). Это можно предположить, если права, воплощенные в документе, или дематериализованные имущественные права без документов<sup>453</sup> могут быть обменены по желанию, например, с целью их отстаивания, в результате чего эти права, представленные в документах, достигают заблаговременности и возможности обращения. Соответственно, переводные ценные бумаги или бездокументарные ценные бумаги могут торговаться в соответствии с видом и количеством паев, при этом права не могут быть индивидуализированы по требованию

---

<sup>451</sup> Хельмих в *Клетечке/Шауэре*, ABGB-ON 1.04, § 301, Rz 5 и 6.

<sup>452</sup>Ср. также *Opilio*, *Arbeitskommentar zum Liechtensteinischen Sachenrecht*, Vol. 1, Art 216, margin no. 008, относительно родового термина.

<sup>453</sup> Права на ценность, которые представлены, например, жетонами.

инвестора или иным образом изменены (идентичные права).<sup>454</sup> Кроме того, торговля на основе стандартизации должна основываться исключительно на цене, и к заключению сделки не должны прилагаться никакие индивидуальные условия (идентичный процесс приобретения).<sup>455</sup>

## **в. Торговля на рынке капитала**

Требуемая торговая возможность, как характеристика передаваемых ценных бумаг, основана на торговом обороте на рынке капитала.<sup>456</sup> Для этого также необходимо, чтобы эти ценные бумаги могли торговаться на торговых площадках, на которых регулярно размещаются массовые позиции спроса и предложения таких ценных бумаг со стороны потенциальных мириады заинтересованных лиц. Наряду с регулируруемыми рынками, ФТМ<sup>457</sup> и ОФЗ,<sup>458</sup> понятие торговых площадок, которое

252

---

<sup>454</sup> См. также раздел I. Глава I.1.2 о стандартизации посредством функциональной эквивалентности в случае нарушения депозитного вклада.

<sup>455</sup> Зеггерманн в Брандле/Сария, WAG, 2-е издание, § 1, примечание 56.

<sup>456</sup> Del-VO 2017/568 на MiFID II, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2017/568/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/568/oj), дает в своей статье 1 определение возможности свободной торговли. Соответственно, передаваемые ценные бумаги считаются свободно обращающимися, если они могут быть предметом торговли между сторонами сделки и впоследствии переданы, а также если все ценные бумаги, принадлежащие к той же категории, что и рассматриваемая ценная бумага, являются взаимозаменяемыми.

<sup>457</sup> Многосторонний торговый механизм / Многосторонняя торговая система; МТС.

<sup>458</sup> Организованная торговая система / Организованная торговая система; ОНС.

ни технически, ни юридически не определено, также включает в себя систематических интернационализаторов, т.е. как биржевых, так и внебиржевых<sup>459</sup> торгов. Важна не фактическая торговля ценными бумагами, а лишь базовая возможность предложить или запросить их в большом количестве. Соответственно, с самого начала необходимо решить достаточно объемный вопрос. Однако, в отличие от регулируемых рынков, требование о свободном обращении отсутствует.<sup>460</sup>

- 253 Для критерия пригодности к торгам не имеет значения, является ли рынок капитала организованным, т.е. является ли он регулируемым и контролируемым государством или нет, так как пригодность к торгам основана на всех рынках капитала. Рынок капитала не имеет четкого юридического определения, но в целом он включает в себя не только публичные регулируемые рынки ("фондовые биржи"), но и рынки частного капитала, такие как упомянутые выше ФТМ и ОФЗ, а также внебиржевые рынки. Таким образом, децентрализованные биржи (DEX) также являются<sup>461</sup> частью рынков капитала и финансовых рынков. Как

---

<sup>459</sup> OTC-Trade; за прилавком.

<sup>460</sup> *Зеггерманн в Брандле/Сария, WAG, 2-е издание, § 1, на полях № 54.*

<sup>461</sup> Децентрализованные протоколы, основанные на технологии распределенных книг, такие как блочная цепь, которые не имеют центрального оператора и де-факто управляются суммой их пользователей как коллективная, т.е. сама сеть. Если финансовые инструменты торгуются в таких одноранговых сетях, также известных как децентрализованные автономные организации (DAO), которые обеспечивают бескомпромиссную и бесконтрольную передачу ("вещание") государств (в отличие от торрент-сетей, которые также являются децентрализованными), то необходимо также принимать во

объяснялось выше, не важно, что ценные бумаги или бездокументарные ценные бумаги фактически обращаются на бирже, но достаточно того, что торговля этими инвестиционными продуктами возможна.<sup>462</sup>

Кроме того, элемент торговли не требует свободной торговли. 254  
Согласно ст. 51 (1) MiFID II, возможность свободной торговли<sup>463</sup> требуется только для торговли на регулируемых рынках. Даже инструменты с ограниченной возможностью перевода могут в принципе представлять собой переводные ценные бумаги. Ограничение устанавливается положениями законодательства о компаниях. Например, в случае с акциями GmbH нельзя предполагать возможность их продажи, так как на них распространяются специальные правила передачи.<sup>464</sup><sup>465</sup> Даже в

---

внимание регулирование финансового рынка. Часто встречающейся особенностью таких DEX в отличие от рынков капитала с центральным посредником является то, что они сочетают в себе соответствие, а также клиринг и расчеты, по крайней мере, до тех пор, пока расчеты осуществляются не в законном платежном средстве, а исключительно жетонами. С точки зрения корпоративного права возникает вопрос, являются ли такие децентрализованные сети или DAO компаниями без статуса личности (сообщества по личному праву), как простое товарищество в соответствии со статьей 649 ff или статьей 680 ff ГРП.

<sup>462</sup> BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 абз. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, последние изменения внесены 26.07.2018.

<sup>463</sup> Статья 40 (1) второй подпункт MiFID I; ср. статью 55b (5) Положения о банковской деятельности.

<sup>464</sup> Обязательство иметь нотариальный акт в Австрии согласно § 76 абз. 2 GmbHG; требование публичного нотариального заверения в Торговом реестре передачи доли в компании согласно ст. 403 абз. 4 ГРП.

<sup>465</sup> *Зеггерманн в Брандле/Сария, WAG, 2-е издание, § 1, на полях № 54.*

случае с именными ценными бумагами<sup>466</sup> необходимо в каждом конкретном случае проверять, пригодны ли они для торговли в вышеупомянутом смысле. Из статьи 35 (2) MiFID-DVO следует<sup>467</sup>, что даже ценные бумаги, которые не являются свободно обращающимися, могут быть классифицированы как переводные ценные бумаги. Однако, как объяснялось выше, ограниченная возможность торговли исключает допуск к торгам на регулируемом рынке.

### с. Передаваемость

255 Торговля на рынке капитала предполагает частую возможность обращения, поэтому к элементу переносимости как таковому не может быть прикреплена особая значимость. Торговля в соответствии с законодательством о рынке капитала требует большего, чем просто возможность уступки. Что касается переносимости, то торговая возможность должна приниматься во внимание соответствующим образом. Если дается возможность торговли на рынке капитала, то следует также предполагать возможность передачи.<sup>468</sup>

### 2.3.2 Акционерные, долевые и неакционерные переводные ценные бумаги

---

<sup>466</sup> Если в случае с ценными бумагами на предъявителя только владелец ценной бумаги может предъявить права, подтвержденные ею, то в случае с именными ценными бумагами только лицо, на имя которого зарегистрирована ценная бумага, может предъявить права, подтвержденные ею.

<sup>467</sup> Регламент 1287/2006, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

<sup>468</sup> Зеггерманн в Брандл/Сария, WAG, 2-я редакция, § 1, Rz 55.

Переводные ценные бумаги согласно приложению 2 раздела С Закона о банковской деятельности могут быть структурированы по-разному. С одной стороны, такие долевые инструменты, как акции или доли в (партнерствах) компаниях или аналогичные инструменты (капитал), а также сертификаты (депозитарные расписки или депозитарные расписки) на такие ценные бумаги (эквивалентные акциям, такие как ETF<sup>469470</sup>), и, с другой стороны, неакционерные инструменты, такие как долговые инструменты и производные финансовые инструменты или структурированные финансовые продукты, также включены.<sup>471</sup> Долговые инструменты определяются как облигации или (секьюритизированные) долговые инструменты, включая сертификаты на них.<sup>472</sup> Однако, учитывая определение переводных ценных бумаг, отсутствие секьюритизации не может привести к выходу из статуса финансового инструмента.<sup>473</sup> 256

Депозитарные расписки, упомянутые выше, являются торговыми сертификатами, представляющими собственность на акции или 257

---

<sup>469</sup> Фонды, торгуемые на бирже.

<sup>470</sup> Приложение 2 Раздел С № 1 л а к БанкуГ.

<sup>471</sup> См. терминологию *Зеггерманна в Брандле/Сария*, WAG, 2-е издание, § 1, Rz 58.

<sup>472</sup> Приложение 2 Раздел С № 1 лит. в к BankG; также распространено различие между долевыми ценными бумагами (долевыми инструментами) и не долевыми ценными бумагами (долговыми инструментами).

<sup>473</sup> *Зеггерманн в Брандле/Сария*, WAG, 2-е издание, § 1, на полях № 58.

ETF<sup>474</sup>, и котируются и обращаются в валюте рынка, на котором они торгуются. Идея депозитарных расписок заключается в том, чтобы облегчить покупку, владение или продажу ценных бумаг инвесторами за пределами их внутреннего рынка, тем самым облегчая (косвенную) перекрестную торговлю финансовыми инструментами, лежащими в основе сертификатов. Основание, представленное сертификатами, депонируется в банк-кастодиан, действующий в качестве кастодиана. Свидетельство, таким образом, секьюритизирует или представляет собой депонирование права на финансовый инструмент и, следовательно, является инструментом в соответствии с обязательственным правом (положение акционера в соответствии с обязательственным правом и, следовательно, аналогично капиталу).<sup>475</sup>

- 258 Определение, содержащееся в приложении 2, раздел С № 1 лв. к Закону о банковской деятельности, - *все прочие ценные бумаги, которые дают право владельцу приобретать или продавать ценные бумаги или которые приводят к денежным платежам*, - охватывает мезонинные формы финансирования или структурированные финансовые продукты.<sup>476</sup> Структурированные финансовые продукты - это инструменты, которые основаны на одном или

---

<sup>474</sup> Или, например, облигации. В этом случае он, естественно, уже не является акционным инструментом, а представляет собой неакционерный или даже более конкретный долговой инструмент.

<sup>475</sup> *Зеггерман в Брандле/Сария*, WAG, 2-е издание, § 1, Rz 93 и 99 в связи со ст. 2 абз. 1 № 27 MiFIR.

<sup>476</sup> Статья 2 (1) № 29 MiFIR в сочетании со статьей 4 (1) № 44 литра с MiFID II.

нескольких базовых инструментах, а также имеют производный компонент (комбинация денежного инструмента с производным финансовым инструментом для образования экономической и юридической единицы).<sup>477</sup> MiFIR определяет структурированные финансовые продукты как *ценные бумаги, созданные для обеспечения и передачи кредитного риска, связанного с пулом финансовых активов, и дающие право владельцу ценных бумаг на получение регулярных платежей, зависящих от движения денежных средств по базовым активам. Это относится, в<sup>478</sup> частности, к секьюритизации дебиторской задолженности в ценных бумагах, обеспеченных активами (ABS), которая обычно осуществляется<sup>479</sup> при участии секьюритизационных компаний специального назначения.*

---

<sup>477</sup> BaFin, Циркуляр 08/2017 (VA) - Производные финансовые инструменты и структурированные продукты от 30.08.2017, [https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs\\_1708\\_derivate\\_finanzinstrumente\\_va.html](https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html).

<sup>478</sup> Статья 2 (1) No 28 MiFIR. Структурированные продукты, как правило, являются производными финансовыми инструментами, состоящими из нескольких компонентов. Например, продукты для защиты капитала, продукты для повышения урожайности, продукты для участия или продукты с использованием заемных средств. См.: Ассоциация банкиров Лихтенштейна, Информационная брошюра о видах и рисках финансовых инструментов, 3-е издание, электронное издание № B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>, стр. 25 и далее.

<sup>479</sup> Секьюритизация транспортных средств специального назначения (ТССП). Для этих ОСПВ в будущем будут актуальны Правила секьюритизации или STS (простые, прозрачные и стандартизированные), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (Статус в 2019 году для ЕАОС: Принят акт, находящийся под контролем ЕАОС EFTA, <https://www.efta.int/eea-lex/32017R2402>, доступен 15.09.2019, 17:24).

Прочие ценные бумаги также включают все стандартизированные опционы, которые существенно представляют собой облигации с дополнительными опционами,<sup>480</sup><sup>481</sup> правами конвертации или обмена<sup>482</sup> на долевые инструменты, варрантами (секьюритизированными опционами) или инструментами, которые приводят к денежным выплатам.<sup>483</sup>

259 Долевые инструменты представляют собой позицию собственности вместе с долей в прибылях и убытках (распределение прибыли в форме дивидендов) и обычно с правом голоса, не ограничены во времени и имеют номинальную стоимость (доля в капитале, аналогичная доле акционеров). Держатели долговых инструментов, с другой стороны, занимают позицию кредитора и поэтому имеют право не на долю в прибыли, а на погашение долга и выплату процентов (долговых процентов).<sup>484</sup> Кроме того, они ограничены сроком.

---

<sup>480</sup> Ордерная облигация - это облигация с опционным правом на покупку акций эмитента. Облигация продолжает существовать и после исполнения опциона. Опционное право можно отдельно торговать на фондовой бирже.

<sup>481</sup> Конвертируемая облигация - это облигация с правом обмена облигации на акции компании-эмитента, в результате чего облигация прекращает свое существование после конвертации.

<sup>482</sup> Биржевые облигации - это облигации с правом конвертации в капитал третьей компании.

<sup>483</sup> BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 абз. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, последние изменения внесены 26.07.2018.

<sup>484</sup> Облигации с нулевым купоном или так называемые нулевые облигации являются особой формой облигаций, в которых не начисляются и не выплачиваются текущие проценты. Проценты в течение всего срока

### 2.3.3 Деривативные операции

В дополнение к приложению 2, раздел С № 1 лит. с Закона о 260  
 банковской деятельности, производные финансовые инструменты  
 определены также в № 4 - 10 номенклатурных цитат.<sup>485</sup>  
 Соответственно, производные финансовые инструменты - это  
 финансовые инструменты, стоимость которых определяется  
 исходя из производительности базового актива (базового актива).  
 Так как для каждой позиции есть взаимозачет, производные  
 инструменты являются игрой с нулевой суммой, так как выплаты  
 по двум позициям складываются до нуля. Различают условные  
 или асимметричные (опционы) и безусловные или симметричные  
 форвардные сделки (фьючерсы, форварды и свопы).<sup>486</sup>

В отличие от безусловных форвардных сделок, опционы 261  
 предлагают возможность выбора, должна ли сделка быть  
 совершена в день погашения. Только одна договаривающаяся  
 сторона берет на себя обязательство, в то время как другая сторона  
 имеет право, опцион.<sup>487</sup> Различают американские опционы (право  
 на исполнение в течение определенного периода времени) и  
 европейские опционы (исполнение в установленный срок), при

---

выплачиваются исключительно на разницу между (более низкой) ценой  
 выпуска и (более высокой) ценой выкупа. Другими словами, облигация с  
 нулевым купоном - это облигация без процентных купонов.

<sup>485</sup> На основе статьи 2 (1) № 29 MiFIR в сочетании со статьей 4 (1) № 44 литра  
 с и разделом С (4-10) Приложения I MiFID II; ср. также статью 2 № 5 EMIR.

<sup>486</sup> Cf. *Seggermann* в *Brandl/Saria, WAG*, 2-е издание, § 1, примечание 63.

<sup>487</sup> См. также пары определений long call (право на покупку) и counterpart  
 short call (обязательство по продаже), а также long put (право на продажу)  
 и антоним short put (обязательство по покупке). Длинная позиция  
 соответствует владельцу, а короткая - писателю.

этом обе формы опционов встречаются как в Европе, так и в Америке, независимо от названия, которое им дано. Покупатель опциона оплачивает продавцу премию за это право. Продавец обязан выполнить сделку, когда покупатель исполнит опцион. Потенциальный убыток покупателя составляет опционную премию, в то время как продавец подвергается теоретически неограниченному потенциальному убытку с ограниченным потенциалом прибыли. Примерами таких опционов являются лимиты, этажи, кредитные ноты или кредитные дефолтные свопы.<sup>488</sup>

- 262 Однако в случае безусловных или симметричных производных инструментов на момент заключения договора существуют эквивалентные права и обязательства. Риск также распределяется симметрично. Если цена базового актива изменяется, то это соответственно отражается в профилях прибыли и убытков покупателя или продавца. Преимущества, оговоренные в договоре, должны выполняться без каких-либо дополнительных условий. Форвардные и фьючерсные контракты стандартизированы и торгуются на фьючерсных биржах, в то время как форварды являются частными контрактами без соответствующей стандартизации и торгуются вне счетчика, т.е. внебиржевыми. С<sup>489</sup> другой стороны, свопы представляют собой (стандартизированные) внебиржевые сделки, целью которых

---

<sup>488</sup> Cf. *Seggermann* в *Brandl/Saria*, WAG, 2-е издание, § 1, примечание 63.

<sup>489</sup> Внебиржевые деривативы - это деривативные контракты, которые, согласно ст. 2 № 7 EMIR, не исполняются на регулируемых рынках по смыслу ст. 4 (1) № 14 MiFID I. Сравните контрагента биржевых деривативов в ст. 2 ст. 1 № 32 MiFIR.

является обмен будущих денежных потоков (две стороны обменивают денежные потоки по финансовому инструменту одной стороны на денежные потоки по финансовому инструменту другой стороны).<sup>490</sup>

Производные контракты характеризуются как форвардные сделки, 263  
которые отличаются от сделок на спотовом рынке тем, что заключение и исполнение сделки не совпадают. В частности, дата заключения, связанная с ценой, и дата расчетов, связанная со стоимостью, разбиваются во времени, при этом значение зависит от производительности исходной переменной, лежащей в основе, которая используется в качестве основы. Это означает, что заключение и выполнение договора происходит отдельно, а расчет производится только в более поздний момент.<sup>491</sup>

Производные финансовые инструменты используются как для 264  
хеджирования (операции хеджирования цены с целью хеджирования определенных рисков), так и для реализации безрисковой прибыли путем одновременного осуществления взаимозачетных операций на разных рынках (арбитраж; использование рыночных неэффективностей), а также для спекуляции (пари) на будущее развитие цены (рыночная переменная). Следует<sup>492</sup> отметить, что стандартизированные деривативные контракты иногда являются предметом торговых обязательств на регулируемом рынке, ФТМ или ОФЗ<sup>493</sup>при

---

<sup>490</sup> Зеггерманн в *Brandl/Saria*, WAG, 2-е издание, § 1, примечание 63.

<sup>491</sup> Зеггерманн в *Брандле/Саприя*, WAG, 2-е издание, § 1, Rz 62.

<sup>492</sup> Зеггерманн в *Brandl/Saria*, WAG, 2-е издание, § 1, примечание 63.

<sup>493</sup> Арт 28 MiFIR.

условии, что они являются предметом клиринговых обязательств<sup>494</sup><sup>495</sup>, допуска к торгам на месте проведения торгов и обладают достаточной ликвидностью.<sup>496</sup>

265 В связи с токенами, в частности, возникает вопрос о том, существует ли производный договор, если токен выпускается в

---

<sup>494</sup> Статья 4 EMIR (Регулирование европейской рыночной инфраструктуры), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2012/648/oj>, предусматривает обязательство очищать внебиржевые производные контракты между финансовыми контрагентами (Финансовый контрагент; FC) в соответствии со статьей 2 (8) Регламента ЕС 648/2012 и/или между нефинансовыми контрагентами в соответствии со статьей 10 (1) лит. b leg cit (Нефинансовый контрагент плюс; NFC+).

<sup>495</sup> Место проведения теста.

<sup>496</sup> Тест на ликвидность; статья 32, пункты 1 и 3 MiFIR в сочетании со статьей 5, пункты 2 и 4 EMIR в сочетании с DelVo 2016/2020, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2016/2020/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2020/oj). Кроме того, эти стороны должны ежедневно оценивать непогашенные внебиржевые производные инструменты (статья 11, пункт 2 EMIR в сочетании со статьями 16 и 17 DelVO 149/2013, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2013/149/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2013/149/oj)) и обменивать обеспечение на нецентрально очищенные (двусторонние) внебиржевые производные инструменты (статья 11, пункт 3 EMIR в сочетании со статьей DelVO 2016/2251, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2016/2251/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2251/oj)). Обязательство по предоставлению обеспечения существует как для вариационной маржи (ежедневные колебания рынка), так и для первоначальной маржи (обеспечение предоставляется клиринговой палате при открытии позиции по производному контракту). В отличие от этого, обязательство по предоставлению отчетности в соответствии со статьей 9 EMIR в торговый репозиторий (юридическое лицо в соответствии со статьей 2 № 2 EMIR) применяется ко всем сделкам, изменениям или расторжению контрактов на производные финансовые инструменты (отчетные производные финансовые инструменты в соответствии с разделом C № 4-10 Приложения I MiFID II) ФК, NFC+, NFC и CCP (центральные контрагенты в соответствии со статьей 2 № 1 EMIR).

качестве замещения, например, в стандарте ERC-20 на блокную цепь Ethereum, а затем "меняется" на "родную" монету специально разработанной блокной цепочки. Однако, если такие жетоны выпускаются только при сборе средств в качестве промежуточного шага в ходе технической реализации с целью обмена или выкупа в более поздний момент времени в соотношении 1:1 к родной монете собственной блокной цепочки, то нет никакого производного и, следовательно, никакого финансового инструмента, так как в этом случае ценовой момент времени заключения не отличается от ценового момента времени исполнения. Из-за фиксированного обменного курса также невозможно спекулировать на цене или развитии стоимости. С экономической и технической точки зрения, такие жетоны также должны обмениваться, поскольку в противном случае они никогда не смогут выполнять свою функцию и будут фактически бесполезны.

#### **а. Товарные деривативы**

Наконец, ММФИД II расширила сферу применения, включив в нее товарные деривативы. Это финансовые инструменты в соответствии с Разделом С № 5, 6, 7 и 10 Приложения I к документу MiFID II.<sup>497</sup> К ним относятся все опционы, фьючерсы, свопы и другие деривативные контракты, относящиеся к товарам, что следует понимать как означающие, что дериватив должен соотноситься с ценой товара. Такие товары не включают в себя

266

---

<sup>497</sup> Статья 2 (1) No 30 MiFIR.

услуги, законное платежное средство, интеллектуальную собственность или другие права.<sup>498</sup>

267 Понятие товаров вытекает из делегированного MiFID II положения, согласно которому под товарами грибкового характера понимаются товары, которые могут быть доставлены. Per verba legalia, это включает в себя, в частности, металлы, а также руды и различные сплавы, необходимые для этой цели, сельскохозяйственную продукцию и энергию в виде электричества.<sup>499</sup> Это определение основано на имплементационном постановлении MiFID I.<sup>500</sup> В 22-й главе этого имплементационного постановления говорится, что законодательство Союза предусматривает различные исключения из сферы действия режима MiFID для товарных деривативов в качестве финансовых инструментов. Это исключение в конечном итоге было подтверждено в статье 2 (1) (j) МФИД II.<sup>501</sup>

268 Соответственно, MiFID II не распространяется на "лиц,<sup>502</sup> торгующих за свой счет товарными деривативами или эмиссионными сертификатами или производными финансовыми инструментами, включая маркет-мейкеров, но исключая лиц, торгующих за свой счет при исполнении клиентских поручений, или лиц, предоставляющих инвестиционные услуги, кроме как торгующих за свой счет за

---

<sup>498</sup> Зеггерманн в *Брандле/Сария*, WAG, 2-е издание, § 1, Rz 70.

<sup>499</sup> Статья 2 № 6 Правила 2017/565, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2017/565/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj).

<sup>500</sup> Статья 2 № 1 Регламента 1287/2006, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

<sup>501</sup> Зеггерманн в *Brandl/Saria*, WAG, 2-е издание, § 1, примечание 69.

<sup>502</sup> Статья 2 (1) лит. j MiFID II.

клиентов или поставщиков их основной деятельности товарными деривативами или эмиссионными сертификатами или производными финансовыми инструментами”, если для этой цели не используются высокочастотные алгоритмические торговые методы, это только вспомогательная деятельность, основной услугой не может быть предоставление банковских, инвестиционных услуг или услуг по формированию рынка, и об этом исключении ежегодно сообщается компетентному надзорному органу.

Товарные деривативы подразделяются на деривативы, которые 269 относятся к товарам (i) которые должны быть оплачены наличными или могут быть оплачены наличными по требованию стороны (Приложение 2, раздел С № 5 Закона о банковской деятельности), (ii) которые могут быть физически поставлены при условии, что эти товары торгуются на регулируемом рынке, ФТМ или ОТФ (№ 6 leg cit), (iii) которые могут быть физически поставлены, но не перечислены в № 6 leg cit и обслуживают некоммерческие цели (№ 7 leg cit).

#### **в. Отличие от традиционных или товарных документов (гражданское право)**

Товарные деривативы, которые получают свою стоимость от 270 товаров, не следует путать с так называемыми товарными или традиционными ценными бумагами. Традиционные коммерческие документы, такие как коносаменты, накладные, накладные на хранение или погрузочные накладные<sup>503</sup>,

---

<sup>503</sup> Ср. пункт 1 статьи 374 ADHGB и статьи 387 и 504 SR.

удостоверяют право на сдачу реального объекта и представляют объект таким образом, что посредством распоряжения таким традиционным документом представляемый объект одновременно отчуждается с точки зрения имущественного права.<sup>504</sup> Как правило, такие коммерческие бумаги не являются финансовыми инструментами, если они не стандартизированы.

271 <sup>505</sup>Эта основная идея была также учтена при создании в ТВТГ отдельного гражданско-правового регулирования вещания, и жетоны иногда представляют собой одни и те же гражданско-правовые ценные бумаги или, при отсутствии секьюритизации в документе, ценностные права или имущественные права. Ценные бумаги гражданского права не могут быть приравнены к нормативному или публично-правовому понятию передаваемых ценных бумаг и, следовательно, к финансовым инструментам. Последние представляют собой лишь подмножество (гражданско-правовых) ценных бумаг. Его можно оставить открытым, если, согласно положениям имущественного права, требование о реституции и, таким образом, право собственности может быть "дистиллировано" или изъято как полное право из самого предмета - за исключением товара, который был передан перевозчику или складу<sup>506</sup> - вообще, так как это должно быть урегулировано специальным законом в ст. 7 п. 1 TVTG, что

---

<sup>504</sup> BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 06.01.2009, последние изменения внесены 17.02.2014; BaFin циркуляр 6/1998 - Erläuterungen zur Grosskredit- und Millionenkreditverordnung, 05.05.1998

<sup>505</sup> См. пункт 1 статьи 1 а) и название II ТВТГ с поправками, внесенными в него БуА 2019/93.

<sup>506</sup> Ст. 504 SR.

распоряжение жетоном имеет эффект распоряжения правом, представленным жетоном. Таким образом, можно символизировать право собственности на все мыслимые вещи. Если синхронизация юридической силы между передачей токена и представленным в нем правом не происходит автоматически, то лицо, обязанное по распоряжению токеном, должно обеспечить эту синхронизацию.<sup>507</sup> Кроме того, в соответствии с § 81a Окончательного раздела ГРР с изменениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/93, можно представлять все права в праве на бездокументарный доступ.<sup>508</sup>

Даже если необходимо в принципе обеспечить, чтобы при 272 передаче жетона не было совершено никакого иного распоряжения предметом, на который жетон представляет собой право собственности, то при аналогичном применении имущественного права (которое в ТВТГ принято называть "функционально адекватным применением") возможно, что кто-то добросовестно приобретает жетон или право распоряжения им, в то время как другой добросовестно приобретает предмет, представляемый этим же жетоном. В данном случае также должно применяться аналогичное правило, согласно которому добросовестный приобретатель объекта имеет преимущественную силу над приобретателем жетона.<sup>509</sup>

---

<sup>507</sup> Арт. 7 пара 2 TVTG.

<sup>508</sup> См. законодательные материалы БуА 2019/54, стр. 111.

<sup>509</sup> Статья 504, пункт 2 SR.

### 2.3.4 Паи в предприятиях для коллективного инвестирования

273 Раздел С № 3 Приложения I к MiFID II определяет паи в предприятиях коллективного инвестирования как финансовые инструменты. Речь идет о паях во всех схемах коллективного инвестирования, что было уточнено национальным законодательством в разделе С № 3 Приложения 2 к Закону о банковской деятельности. В соответствии с этим покрываются паи в компаниях по коллективному инвестированию в ценные бумаги (так называемые АОКИПЦИБ согласно АОКИПЦИБ<sup>510</sup>), паи в инвестиционных компаниях<sup>511</sup> и паи в альтернативных инвестиционных фондах (АИФ<sup>512</sup>).

274 Фонд при АОКИПЦИБ - это коллективное инвестиционное предприятие,<sup>513</sup> единственной целью которого является

---

<sup>510</sup> Статья 3, пункт 1, строка 1 АОКИПЦИБ (Закон об обязательстве коллективного инвестирования в передаваемые ценные бумаги на основании Директивы АОКИПЦИБ 2009/65/ЕС, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

<sup>511</sup> Статья 3 (1) (a) МСГ.

<sup>512</sup> Статья 4, параграф 1, № 1 AIFMG.

<sup>513</sup> Со ссылкой на блочную цепь, по которой, например, держателям токенов в рамках механизма доказывания заинтересованности выплачиваются комиссионные по сделкам, можно предположить и такой организм. То же самое можно сказать и о Bitcoin, поскольку вычислительная мощность (или, по крайней мере, необходимая для этого электроэнергия) предоставляется в рамках механизма доказательства работоспособности и, следовательно, может представлять собой объединение капитала. Децентрализованную сеть можно рассматривать как простую компанию или кооператив и, следовательно, как организм. Вместе с тем, в децентрализованных технологиях найти регулятор практически невозможно.

инвестирование денежных средств инвесторов (именуемых публичными) на коллективный счет в ценные бумаги и/или ликвидные финансовые активы в соответствии с принципами распределения риска, а также выплата или погашение паев по требованию соответствующих держателей; поэтому АОКИПЦИБ всегда является фондом открытого типа и подходит только для закрытых фондов АИФ.<sup>514</sup> ОКИПЦБ, соответственно, предусматривает регулирование продукции и может инвестироваться только в акции или эквивалентные им членские ценные бумаги, долговые ценные бумаги и другие рыночные ценные бумаги.<sup>515</sup> В то время как паи фонда UCITS могут быть, таким образом, выпущены в виде маркеров безопасности, невозможно инвестировать в классические крипто-валюты, такие как BTC или ETH.<sup>516</sup> Однако, если были токенированы разрешенные ценные бумаги, из которых могут быть сформированы активы фонда АОКИПЦИБ, то иногда можно инвестировать в жетоны ценных бумаг.

С другой стороны, АИФМГ не является регулированием продукта, 275 а регулированием менеджера, и инвестиции не ограничены, но возможны во всех активах или классах активов. Существует объединение капитала, который инвестируется в соответствии с определенной инвестиционной стратегией в интересах

---

<sup>514</sup> Ср. ст. 1 п. 2 л. b UCITSD; ср. также *Volhard/Jang* в *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 1 KAGB, Rz 39.

<sup>515</sup> Ст. 3 абз. 1 № 1 в связи с № 16 и ст. 51 УКИТСГ.

<sup>516</sup> Такие фонды, известные как "криптофонды", могут быть созданы только как АИФ.

инвесторов. Кроме того,<sup>517</sup> нет никаких ограничений на категории инвестиций в АИФГ или Директиве по АИФГ<sup>518</sup>. Определение капитала следует толковать очень широко и всесторонне. Коллекция крипто-валют в смысле протокольного токена, таких как BTC или ETH, также может открыть область применения AIFMG, при условии, что будут приведены другие составные элементы. Помимо инвестирования в крипто-валюты, возможно также выпускать паи фонда в виде маркеров безопасности.<sup>519</sup>

276 Фонды или инвестиционные предприятия в рамках АОИ, с другой стороны,<sup>520</sup> являются предприятиями по коллективному инвестированию (т.е. схемами коллективного инвестирования), которые не являются ни ОКИПЦИБ, ни АИФ, и предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов, и не собирают капитал.<sup>521</sup> Инвестируемый капитал не собирается в первую очередь, а формируется пул рисков среди инвесторов, которые решают инвестировать активы, которыми они владеют или которыми они владеют в инвестиционном предприятии на коллективной основе.<sup>522</sup>

---

<sup>517</sup> Статья 4, параграф 1, № 1 AIFMG.

<sup>518</sup> Директива 2011/61/EU, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

<sup>519</sup> Следует отметить, что маркетинг паев или акций АИФ гармонизирован только для профессиональных инвесторов (см. пункт 1 статьи 43 второго параграфа АИФ). Лихтенштейн воспользовался вступительной оговоркой в соответствии со ст. 43 (1) первого абзаца AIFMD, и в соответствии со ст. 129 ff AIFMG возможно продавать АИФ розничным инвесторам в Лихтенштейне. Однако такие АИФ не имеют права на паспортизацию.

<sup>520</sup> Также IUG 2015; LGBl № 2016.045.

<sup>521</sup> Статья 3 (1) (a) МСГ.

<sup>522</sup> БуА 2015/89, 25 f.

В соответствии со ст. 15 АИФ акции или паи АИФ считаются передаваемыми ценными бумагами, если они стандартизированы и пригодны для обращения в соответствии с учредительными документами АИФ и их передаваемость не ограничена. Это означает, что характеристики переводных ценных бумаг также учитываются в отношении паев фонда. Переводные ценные бумаги, как правило, могут быть представлены с помощью токенов, так как токенирование осуществляется только на техническом уровне, не вмешиваясь в характеристики или факты перевода ценных бумаг или других финансовых инструментов. Соответственно, можно использовать европейский паспорт в отношении паев фонда, а также переводных ценных бумаг или других финансовых инструментов посредством процедуры уведомления ("паспортизации") об утвержденных проспектах ценных бумаг в отношении маркеров ценных бумаг с целью предложения токенированных паев или финансовых инструментов общественности в странах ЕС или ЕЭЗ или допуска их к торгам на регулируемом рынке.<sup>523</sup>

### **2.3.5 Заключение о надзорном аспекте токенирования**

В смысле контейнера, токены могут содержать все права, определенные MiFID II или Законом о банковской деятельности,

---

<sup>523</sup> Подробности см. в разделе II.2.6 Закона о проспекте ценных бумаг; см. также FMA Communication 2019/1, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>, p. 2, о символике акций фондов.

которые секьюритизируются финансовыми инструментами и поэтому могут также представлять финансовые инструменты - не как физические ценные бумаги, а как дематериализованные права на стоимость или активы. Следует отметить, что жетоны образуют только технический слой и не являются отдельным видом финансового инструмента. Другой вывод о возможности фиксации финансовых инструментов был бы фатальным и гораздо более далеко идущим и, более того, был бы ошибочным по причинам защиты инвестора, так как в этом случае все жетоны безопасности должны были бы быть лишены статуса финансовых инструментов и шумели бы по финансовому рынку полностью свободным от регулирования, хотя в конечном счете они представляют собой финансовые инструменты.

- 279 УФР Лихтенштейна также заявило следующее в отношении паев фонда: *"Паев фонда, как правило, должно соответствовать требованиям, предъявляемым к переводным ценным бумагам". В принципе, возможность передачи ценных бумаг оценивается на основе трех критериев: возможность передачи, стандартизация и возможность обращения. Напротив, выдача физического свидетельства не требуется [...], поэтому можно предположить, что закон технологически нейтрален (вещество над формой). В этом отношении символика не должна рассматриваться как отдельная или новая юридическая форма, но влечет за собой обязательство выполнять дополнительные обязательства.*<sup>524</sup>

---

<sup>524</sup> Сообщение УФР 2019/1 - Дополнительные обязательства по выпуску и погашению, а также ведению реестра паев фонда от 03.09.2019 г., <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>, стр. 2.

Требуемая возможность обращения обращающихся ценных бумаг должна, в принципе, быть предусмотрена условиями выпуска на момент выпуска жетонов. Практическим препятствием здесь является то, что в Лихтенштейне не существует организованных торговых центров, торгующих символическими финансовыми инструментами. Также в ЕС или ЕЭЗ пока нет ни одного ФТМ или ОФЗ, которые торговали бы маркерами ценных бумаг; дополнительным препятствием в этом отношении является то, что клиринговые палаты (ССР) и центральные депозитарии ценных бумаг (CSD) также должны были бы конвертировать свои системы в токен-карточки для финансовых инструментов. Однако такие системы, скорее всего, будут созданы в обозримом будущем, и поэтому нет фундаментальных ограничений на пригодность для торговли. Субъективная воля усредненного эмитента заключается в том, чтобы оформлять жетоны как передаваемые и торгуемые на рынке капитала, независимо от того, существуют ли уже соответствующие торговые площадки. В противном случае это приведет к тому, что в будущем требования к утверждению будут выдвигаться с пока еще неопределенного момента времени (с учетом фактической возможности того, что маркеры могут продаваться на торговой площадке, подлежащей утверждению в первую очередь), в результате чего соответствующий национальный надзорный орган не сможет выполнять свои надзорные функции в должной степени из-за информационной асимметрии в отношении внезапного статуса маркера как финансового инструмента.

#### 2.4 Регулируемые рынки, МТФ и ОТФ, СИ

Со ссылкой на пункт 1 статьи А приложения 2, статьи 8 и 9 Закона о банковской деятельности, функционирование многостороннего торгового механизма (МТЦ) и организованного торгового механизма (ОТЦ) классифицируются как инвестиционные услуги, требующие лицензии.<sup>525</sup> Обе эти системы в соответствии с частным правом классифицируются под общим термином места проведения торгов в дополнение к регулируемому рынку в соответствии с публичным правом (фондовая биржа, официальные торги).<sup>526</sup> ФТМ может управляться банками, инвестиционными компаниями или оператором рынка.<sup>527</sup> ОТФ может также управляться этими лицами как инвестиционная услуга. Что касается инвестиционных компаний, то упор делается на полную лицензию как инвестиционной компании, а не на те, которые имеют административные полномочия.<sup>528</sup>

---

<sup>525</sup> Арт 30t BankG.

<sup>526</sup> Статья 3a часть 1 № 5 Закона о банковской деятельности или статья 4 № 24 MiFID II.

<sup>527</sup> Администратор и/или оператор регулируемого рынка в соответствии с пунктом 1 статьи 3a № 12 Закона о банковской деятельности.

<sup>528</sup> Ср. определение инвестиционных компаний и инвестиционных услуг, включая исключения из него пункт 2 статьи 3 Закона о банковской деятельности и статья 15 Закона о банковской деятельности в сочетании со статьей 2 Постановления о банковской деятельности. В качестве альтернативы можно также использовать пункт 2 статьи 28 в сочетании со статьей 29 CRD IV. Последние положения сосредоточены на минимальных требованиях к капиталу различных типов инвестиционных компаний в зависимости от предоставляемых ими инвестиционных услуг. Несмотря на то, что в статье 3a пункт 1 лит. 6b Закона о банковской деятельности прямо указано, какие лица могут управлять ТЦФ, в соответствии с национальным законодательством в статье 3a пункт 1 лит.

В этом контексте регулируемый рынок - это "многосторонняя система, управляемая и/или управляемая оператором рынка, которая объединяет в рамках системы, в соответствии с недискреционными правилами, интересы большого числа третьих сторон в покупке и продаже финансовых инструментов, допущенных к торгам в соответствии с правилами системы с целью заключения договора".<sup>529</sup> 282

Многосторонняя система определяется как "система или механизм, объединяющий в рамках системы несколько третьих сторон, заинтересованных в покупке и продаже финансовых инструментов" (т.е. совпадение приказов по финансовым инструментам с торговыми площадками, также направленное на совпадение для целей заключения контрактов).<sup>530</sup> Многосторонний в этом смысле означает, что человек может взаимодействовать, по крайней мере, с двумя другими людьми в своих торговых намерениях.<sup>531</sup> 283

Что касается регулируемых рынков, то следует подчеркнуть, что доступ к этим рынкам регулируется на очень ограниченном юридическом уровне. Членами или участниками регулируемых рынков могут быть только банки, инвестиционные компании и другие лица при условии, что они имеют достаточно хорошую репутацию, обладают достаточной компетенцией в области торговли, обладают необходимой организационной структурой и 284

---

6b Закона о банковской деятельности в отношении ТЦФ это не так. Рекорд 121 MiFID II дает понять, однако, что операторы рынка могут также управлять OTF.

<sup>529</sup> Статья 3а пункт 1, строка 6 BankG.

<sup>530</sup> Статья 3а часть 1, строка 6а Закона о банковской деятельности.

<sup>531</sup> Müller/Meljnik в Wohlschlägl-Aschberger (Hrsg), MiFID II, 2.2 OTF как многосторонний торговый объект.

достаточными финансовыми ресурсами для выполнения своих функций.<sup>532</sup> От более углубленного обсуждения регулируемых рынков можно отказаться, особенно с учетом того, что в Лихтенштейне даже нет отдельного Закона о фондовых биржах, что делает более широкое обсуждение в значительной степени невозможным.

- 285 Следовательно, для многосторонних систем важно, чтобы был заключен договор купли-продажи финансовых инструментов или чтобы в системе были объединены взаимные интересы - это может быть программная платформа или другой свод правил (техническая нейтральность). Клиринг и расчеты, как правило, осуществляются центральными клиринговыми палатами и центральными депозитариями ценных бумаг, поскольку в противном случае могут потребоваться дополнительные согласования.<sup>533</sup> Кроме того, особое внимание следует уделить финансовым инструментам. Соответственно, многосторонние торговые центры используются для торговли финансовыми инструментами, а не для торговли сырьевыми товарами.

---

<sup>532</sup> Статья 55(1) Указ о банковской деятельности. Ср. п. 2 нотариального цитаты, согласно которой члены и участники не обязаны выполнять обязательства, предусмотренные ст. 8a - 8h BankG, согласно которой эти обязательства, направленные на банки и инвестиционные компании, должны в любом случае выполняться по отношению к их клиентам. Соответственно, ясно также, что только лицензированные финансовые посредники могут участвовать в таких торговых центрах.

<sup>533</sup> Например, денежные потоки, возникающие в результате расчетов по сделке с финансовыми инструментами, будут представлять собой предоставление платежных услуг, требующих разрешения. Должны также соблюдаться клиринговые обязательства по стандартизированным внебиржевым производным контрактам в соответствии со статьей 4 EMIR.

Соответственно, следует отметить, что жетоны и крипто-валюты никогда не могут торговаться во всем их разнообразии на рынке, регулируемом законом о финансовом рынке. На этих рынках можно торговать только маркерами, представляющими финансовые инструменты.<sup>534</sup> Следует отметить, что Закон о банковской деятельности Германии рассматривает не только переводные ценные бумаги в соответствии с MiFID II, но и так называемые расчетные единицы в качестве финансовых инструментов в соответствии с национальным законодательством.<sup>535</sup> Жетоны, которые - в соответствии с законодательством Лихтенштейна - не представляют финансовые инструменты (а также не являются электронными деньгами; такие как виртуальные валюты BTC или ETH), не могут и не могут торговаться в Лихтенштейне на торговом месте, таком как ФТМ, из-за отсутствия классификации в качестве финансовых инструментов. С другой стороны, в Германии крипто-фондовая биржа, имеющая многостороннюю структуру и относящаяся к токенам, которые, по мнению Лихтенштейна, представляют цифровой контент или виртуальную валюту, и которая объединяет интересы купли-продажи таких токенов, должна также подать заявку и получить лицензию в качестве инвестиционной фирмы с ФТМ или ОФЗ.<sup>536</sup>

---

<sup>534</sup> *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4-е издание, 2011, Rz 4.65.

<sup>535</sup> § 9 Раздел 1 (11) (7) KWG - "Единицы учета".

<sup>536</sup> См. *Патиц*, Торговые платформы для крипто-валют и крипто-активов, BKR 2019, S 435.

286

На регулируемом рынке могут участвовать только квалифицированные участники. Участие в многостороннем торговом механизме (МТФ) смоделировано по<sup>537</sup> этому режиму. В соответствии с законодательством Сообщества, доступ к ФТМ регулируется так же строго, как и доступ к регулируемым рынкам. В национальном законодательстве Лихтенштейна это вытекает из статьи 55m пункт 2 BankV в сочетании со статьей 55l пункт 1 лит. ед. № 3 BankV в сочетании со статьей 55d пункт 1 BankV.<sup>538</sup> Как для МТФ, так и для ОТФ доступ к торговым системам должен быть основан на прозрачных, объективных и недискриминационных критериях.<sup>539</sup> ОТФ не должны требовать от членов или клиентов быть прямыми клиринговыми членами центрального контрагента (ЦКП).<sup>540</sup>

287

Инвестиционные фирмы обязаны торговать акциями на регулируемых рынках, МТФ, ОФЗ, СИ или эквивалентных

---

<sup>537</sup> Статья 18 (3) в сочетании со Статьей 19 (2) в сочетании со Статьей 53 (3) MiFID II или Статья 14 (4) в сочетании со Статьей 42 (3) MiFID I, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>.

<sup>538</sup> Поэтому розничные клиенты или непрофессиональные инвесторы не могут участвовать в ФТМ. Только профессиональные или институциональные инвесторы (правомочные контрагенты) могут участвовать в качестве торговых членов. Они определены в Приложении II к MiFID II и Приложении 1 Закона о банковской деятельности.

<sup>539</sup> См. статьи 35 и 36 MiFIR.

<sup>540</sup> Вопросы и ответы ESMA70-872942901-38 от 12.07.2019, Многосторонний и двусторонний систем (последнее обновление 02.04.2019), Вопрос 3, последнее обновление 07.07.2017 (стр. 36 f), [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38\\_qas\\_markets\\_structures\\_issues.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf).

сторонних торговых площадках. Данное требование может<sup>541</sup> фактически запретить инвестиционным компаниям торговать за пределами таких мест исполнения, как децентрализованная биржа (DEX), за исключением случаев, когда такие торги акциями (в том числе в форме токенов) не являются систематическими, нерегулярными, нерегулярными и нечастыми<sup>542</sup> или заключаются между правомочными и/или профессиональными контрагентами.<sup>543</sup>

Регулируемые рынки и ФТМ охватывают организованную 288 торговлю за исключением двусторонних систем. В двусторонних системах инвестиционная компания или оператор рынка заключает сделки за свой счет (собственная торговля). Инвестиционная компания, которая торгует за свой счет, не выступает в качестве безрискового посредника между покупателем и продавцом, как это происходит в случае торговых площадок, где осуществляется согласование интересов (и, следовательно, агентская торговля в отличие от согласованной основной торговли)<sup>544</sup> (многосторонние отношения).

Термин "система", используемый в положениях о регулируемых 289 рынках и ФТМ, а начиная с MiFID II и далее также в положениях

---

<sup>541</sup> Это также относится к производителю на внебиржевом рынке.

<sup>542</sup> Частично эквивалентный аналог критериев для систематических интервалов.

<sup>543</sup> Статья 23 (1) MiFIR; торговые операции с некоторыми производными контрактами также являются предметом торгового обязательства, статья 32 (1) в сочетании со статьей 28 (1) MiFIR.

<sup>544</sup> См. главу II.2.4.5, касающуюся различий между согласованной сделкой принципала и сделкой агентства.

об ОФЗ, следует рассматривать как технологически нейтральный и охватывает как рынки, которые реализуются только на основе набора правил и положений, так и те рынки, которые включают в себя набор правил и положений вместе с торговой платформой. Нет необходимости использовать системы технического характера для объединения интересов и, в конечном счете, заказов. Такая система определяется как набор правил и положений, которые устанавливают требования к членству, торговле между членами, торговым финансовым инструментам, обязательствам по отчетности и, если это применимо, обязательствам по обеспечению прозрачности.<sup>545</sup>

290 ФТМ может торговать широким спектром финансовых инструментов, особенно долевыми инструментами; в случае с ОФЗ это не так. В отличие от регулируемых рынков, для ФТМ и ОФЗ не существует обязательств по заключению контрактов.<sup>546</sup>

291 Характеристика, целью которой является объединение интересов при покупке и продаже, должна быть широко интерпретирована и включать в себя не только ордера и котировки, но и чистые выражения заинтересованности. Что касается достаточности выражений заинтересованности и общего, широкого толкования, то существование организованной торговой площадки не будет регулярно подводить по этому элементу. Важно отметить, что интересы объединяются на основе определенных системных

---

<sup>545</sup> Смотрите "Репортаж 6 МиФИД I".

<sup>546</sup> Для регулируемых рынков ситуация иная; см. австрийскую литературу *Seiffert, Börsen und andere Handelssysteme in Kümpel/Wittig (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht*, 4-е издание, 2011, Rz 4.59.

правил или в соответствии с системными протоколами и внутренними операционными процедурами оператора. В отличие от ОФЗ, эти правила не должны допускать никаких дискреционных полномочий в отношении возможного вмешательства между интересами и, следовательно, не являются дискреционными. Согласно юридическому определению, объединение интересов должно быть таким, чтобы оно приводило к заключению договора. ОТФ, с другой стороны, могут частично действовать в соответствии с определенными установленными дискреционными правилами, которые указаны в общих условиях или сопоставимых условиях.<sup>547</sup>

Наконец, следует отметить, что токенизированные финансовые 292 инструменты, торгуемые на регулируемых рынках, ФТМ или ОФЗ также подпадают под действие Распоряжения Центрального депозитария и поэтому - даже если это иногда противоречит децентрализованному характеру технологии - должны депонироваться у Центрального депозитария.<sup>548</sup>

#### **2.4.1 Многосторонний торговый механизм (МТФ)**

---

<sup>547</sup> Смотрите "Репортаж 6 МиФИД I".

<sup>548</sup> Статья 3(2) CSDR (Регулирование деятельности центральных депозитариев, Регламент ЕС 909/2014), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>. В соответствии с п. 2 ст. 76 Центрального депозитария РФ хранение переводных ценных бумаг, допущенных к торгам на торговых площадках, применимо только к переводным ценным бумагам, выпущенным после 1 января 2023 г. путем бездокументарных бездокументарных переводов, или ко всем переводным ценным бумагам, начиная с 1 января 2025 г. и далее.

- 293 ФТМ - это многосторонняя система, в которой договор заключается путем сопоставления финансовых инструментов в рамках системы в соответствии с недикреционными правилами.<sup>549</sup> В соответствии с недикреционными правилами соглашения, заключенные в соответствии с частным правом, должны рассматриваться как свободные от любой свободы усмотрения, которая отличается от установленных законом или публичным правом недикреционных правил торговли на регулируемых рынках. Соответственно, оператор ФТМ не может заключать сделки по своему усмотрению и не может вмешиваться по своему усмотрению, например, путем сопоставления клиентских ордеров в смысле согласованной основной торговли.
- 294 ФТМ не могут торговать за свой счет или против своей книги и должны иметь не менее трёх членов.<sup>550</sup> К ФТМ предъявляются более низкие требования, чем к регулируемым рынкам. Это особенно влияет на авторизацию.<sup>551</sup> Операторы ФТМ должны, в частности, принимать меры по ограничению рисков, такие как диверсификация рисков. Кроме того, должны быть внедрены эффективные механизмы бесконтактной торговли и постоянно иметься в наличии достаточные финансовые ресурсы.<sup>552</sup>
- 295 Листинг или допуск к торгам в ФТМ также влечет за собой обязательства по пост-выпуску для эмитентов финансовых

---

<sup>549</sup> Статья 3а пункт 1, строка 6b BankG.

<sup>550</sup> См. Статьи 18 (7) и 19 (5) MiFID II.

<sup>551</sup> См. отдельный режим авторизации для регулируемых рынков в Разделе III (статья 44 ff) MiFID II и для инвестиционных компаний в Разделе II (статья 5 ff) MiFID II.

<sup>552</sup> Статья 19 (3) МФИД II.

инструментов. Например, они также должны соблюдать обязательства по специальной огласке<sup>553</sup> и другие положения MAR<sup>554</sup> или MAD.<sup>555556</sup> В целом, оператор ФТМ должен согласовать доступ в систему с правилами доступа на регулируемые рынки. Что касается организационных правил, то различия между двумя торговыми площадками - ФТМ и регулируемым рынком - минимальны. Следует<sup>557</sup> отметить, что положения о защите инвесторов по сделкам, осуществляемым инвестиционной компанией в качестве оператора ФПИ, не принимаются во внимание.<sup>558</sup>

Для ФТМ, помимо традиционной структуры, существует также 296 возможность регистрации в качестве рынка роста МСП.<sup>559</sup>

---

<sup>553</sup> Публикация инсайдерской информации в соответствии со ст. 17 MMVO.

<sup>554</sup> Market Abuse Regulation EU 596/2014, также MMVO (Market Abuse Regulation), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>.

<sup>555</sup> Директива о рыночных злоупотреблениях 2014/57/EU, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/57/oj>. Пожалуйста, обратите внимание, что ни MAR, ни MAD не применимы в Лихтенштейне. Закон о рыночных злоупотреблениях и Указ о рыночных злоупотреблениях Лихтенштейна по-прежнему основаны на директиве 2003/6/EC ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/6/oj>. В отсутствие решения Объединенного комитета ЕАОС, MMVO также не имеет прямого отношения к Лихтенштейну.

<sup>556</sup> Статья 31 (1) MiFID II применяется в равной степени к ФТМ и ОТФ.

<sup>557</sup> Atz 19 (2) в сочетании со Статьей 18 (3) в сочетании со Статьей 53 (3) MiFID II.

<sup>558</sup> Статья 19 (4) в сочетании со статьями 24, 25, 27, 28 MiFID II. Члены или участники ФТМ должны, тем не менее, соблюдать данные положения по отношению к своим клиентам, если они исполняют свои распоряжения.

<sup>559</sup> Статья 33 MiFID II и статья 30t (6) Закона о банковской деятельности.

Требования, предъявляемые к таким рынкам, заключаются в том, что не менее 50% эмитентов являются малыми и средними предприятиями, что определяются подходящие критерии допуска финансовых инструментов эмитентов, что предоставляется достаточная информация о первичном допуске, позволяющая принимать обоснованные инвестиционные решения, что соблюдаются положения Постановления о рыночных злоупотреблениях, в том числе о предотвращении рыночных злоупотреблений, и что эмитент представляет финансовую отчетность на постоянной основе. На рынках роста малого и среднего бизнеса интересы доверия инвесторов к административной нагрузке эмитентов находятся в напряженном состоянии.

297 Клиринговые и депозитарные услуги, возникающие в результате торговли на ФТМ, должны предоставляться учреждениями, уполномоченными для этих целей (центральный контрагент или КЦП для клиринга производных финансовых инструментов - который также может быть представлен в токене ценной бумаги - и центральный депозитарий ценных бумаг или центральный депозитарий для расчетов по операциям с финансовыми инструментами, находящимися в жиросчетах по ценным бумагам).

298 Для финансовых инструментов, как определено в MiFID II,<sup>560</sup> применяется MiFIR, что означает, что ФТМ должна соответствовать

---

<sup>560</sup> Это также открывает сферу применения законодательства о рыночных злоупотреблениях и требует от участников ФТМ соблюдения положений о борьбе с инсайдерскими сделками и рыночными злоупотреблениями.

требованиям пред- и пост-трейдинговой прозрачности. Это означает, например, что текущие цены спроса и предложения и торговые интересы, а также цена, объем и сроки сделок должны быть опубликованы (статьи с 3 по 10 MiFIR).

ФТМ заинтересована в работе с ГТК, поскольку, с одной стороны, 299 ГТК размещается между покупателем и продавцом (центральным контрагентом), что приводит к менее сложному исключению риска, а с другой стороны, при взаимозачете сделок между несколькими контрагентами (неттинге) снижаются риски расчетов (риск неисполнения обязательств контрагентом при проведении расчетов) путем обращения взыскания на обеспечение.<sup>561</sup>

Деривативы, торгуемые на регулируемом рынке, должны 300 проходить таможенную очистку в соответствии с требованиями КПК. Кроме того,<sup>562</sup> о сделках с деривативами необходимо сообщать в зарегистрированный или признанный торговый репозиторий.<sup>563</sup>

Жетоны, квалифицируемые в качестве финансовых инструментов 301 и допущенные к торгам и обращающиеся на торговой площадке, должны быть выпущены в дематериализованной форме с

---

<sup>561</sup> Смотри, например, концерт 66 ЭМИР.

<sup>562</sup> Статья 2 (1) № 29 в сочетании со статьей 29 (1) MiFIR. *Arg e contrario*, сделки с финансовыми инструментами, не являющимися производными финансовыми инструментами, не подлежат клирингу. Из п. 1 ст. 55 п. 1 Банковского Регламента следует, что ФТМ может также заключать договоры о клиринге и/или расчетах по операциям в системе с центральным контрагентом или клиринговой палатой (ЦКП) и расчетной системой (РСД) другого государства - члена ЕЭЗ.

<sup>563</sup> Статья 9 в сочетании со Статьей 55 или Статьей 77 EMIR.

01.01.2023 г. и 01.01.2025 г. соответственно, и должны регистрироваться и храниться в бездокументарной форме (в жиросчетах ценных бумаг) центральным депозитарием ценных бумаг.<sup>564</sup>

302 В соответствии с законодательством ЕС должен быть предоставлен недискриминационный доступ как к КПК<sup>565</sup>, так и к КУР.<sup>566</sup> Это означает, что существует законное право на доступ к этим средствам, но при этом необходимо учитывать, что большинство существующих учреждений должны сначала внедрить технический интерфейс к блочной цепи, чтобы действительно иметь возможность подавать маркеры безопасности, которые представляют собой финансовые инструменты, в такие регулируемые торговые системы.

303 Также следует отметить, что оператор ФТМ может предоставлять вспомогательные услуги в соответствии с Приложением 2, раздел В Закона о банковской деятельности и Приложением I, раздел В, MiFID II, а также нерегулируемые вспомогательные услуги.<sup>567</sup>

---

<sup>564</sup> Ст. 3 абз. 1 iVm Ст. 76 абз. 2 CSDR (Регулирование Центрального депозитария ценных бумаг), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>.

<sup>565</sup> Ст. 37 ЭМИР.

<sup>566</sup> Ст. 33 CSDR.

<sup>567</sup> FCA, Руководство по периметру (PERG), Выпуск 42 сентября 2019 г., Раздел 13.3, Инвестиционные услуги и деятельность, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, accessed 15 September 2019, 17:39 - "инвестиционная компания [...] может подать заявку на получение паспортных прав, которые включают дополнительные услуги [...] если дополнительные услуги [осуществляются] вместе с одной или несколькими инвестиционными услугами и деятельностью; и если дополнительная услуга также является регулируемой деятельностью [...]", arg

Конфликт со статьей 19 (5) MiFID II в данном случае не возникает, поскольку исполнение клиентских приказов или торговля, являющаяся собственностью по смыслу MiFID II, всегда относится к финансовым инструментам (Приложение I, раздел А, № 2 и 3 к MiFID II). Следует отметить, что регулируемые и нерегулируемые вспомогательные службы не могут быть уведомлены самостоятельно в рамках паспортной системы ЕС.<sup>568</sup>

---

e contrario, инвестиционная компания, управляющая ФТМ, должна иметь возможность предоставлять обычные дополнительные услуги, которые не являются инвестиционными услугами в понимании Приложения I, раздела В к MiFID II и, следовательно, не являются паспортными".

<sup>568</sup> FCA, Руководство по периметру (PERG), Выпуск 42 сентября 2019 г., Раздел 13.3, Инвестиционные услуги и деятельность, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, accessed 15 September 2019.2019, 17:39; ср. также *Schopper/Raschner*, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen в Остеррайхе, ÖBA 4/2019, стр. 249 (264 f), где организационное разделение должно быть реализовано, так как ФТМ является многосторонней системой, которая объединяет интересы покупки и продажи финансовых инструментов с целью заключения контракта. Т.е. жетоны, представляющие финансовые инструменты, и жетоны, не представляющие финансовые инструменты, не могут проводиться на одной и той же торговой площадке. Четкое разграничение сделано в ESMA Advice, Initial Coin Offerings и Crypto-Assets, 9 января 2019 г. | ESMA50-157-1391, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391\\_crypto\\_advice.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf), Rz 179 (стр. 39 f), с другой стороны, подразумевает, что жетоны, представляющие финансовые инструменты, и жетоны, не представляющие финансовые инструменты, могут торговаться на одной и той же торговой площадке ("инвесторы могут нелегко отличить те крипто-активы, которые подпадают под действие правил ЕС в области финансовых услуг, от тех, которые не подпадают под эти правила, особенно если они доступны для торговли на одной и той же площадке"). Даже если один и тот же оператор предлагает торговлю символическими финансовыми инструментами и

## 2.4.2 Заключение ФТМ

304

Вышеприведенная абстрактная схема используется для того, чтобы в упрощенном виде показать, как обычно выполняется конкретная торговая операция на ФТМ:

1. Торговая сделка заключается между двумя торговыми членами (уполномоченными финансовыми посредниками) ФТМ через торговую платформу ФТМ; в случае необходимости, с целью исполнения базового поручения конечного потребителя (экономического покупателя или продавца);
2. Сделка (объединенные проценты) передается ФТМ в расчетную палату (Центральный контрагент; ЦКП);<sup>569</sup>
3. Клиринг происходит между клиринговой палатой и членами клиринговой организации;

---

маркерами, которые не являются ни финансовыми инструментами, ни электронными деньгами, это не та же самая торговая площадка или платформа. Тем не менее, оператор ФТМ может также управлять торговой площадкой для нерегулируемых токенов в отрыве от ФТМ (на которой котируются токены, представляющие финансовые инструменты). Это также, вероятно, *contrario*, например, из других законов финансового рынка, таких как статья 24 (1) *VersAG*. Данное положение запрещает страховым компаниям заниматься деятельностью, не связанной со страхованием. Это следует из того, что в противном случае страховой фонд подвергся бы нападению. MiFID II и Закон о банковской деятельности не содержат аналогичного телосложения или аналогичного положения, которое также аргументируется в пользу допустимости выполнения нерегламентирующих вспомогательных услуг финансовым посредником, таким как инвестиционная компания, при условии, что происходит организационное разделение.

<sup>569</sup> Целью клиринга является обеспечение последующего безошибочного расчета и, таким образом, передача права собственности.

4. Происходит примирение между клиринговыми и торговыми членами (определение взаимных требований);
5. Клиринговая палата (ЦКП) передает указания расчетному агенту для расчетов (Центральный депозитарий; Центральный депозитарий);
6. Платформа расчетов (ПСР) затем осуществляет фактический перевод соответствующих финансовых инструментов, а также обеспечивает фактический перевод соответствующих средств; расчеты производятся путем записи на счетах;
7. В конечном счете, происходит примирение между членами КУР и клиринговыми членами.

### 2.4.3 Организованные торговые системы (OTF)

Организованные торговые системы отличаются от ФТМ прежде всего тем, что сопоставление интересов ограничено неакционерными инструментами, а именно облигациями, структурированными финансовыми продуктами, эмиссионными сертификатами или деривативами,<sup>570</sup> и что это сопоставление может также осуществляться по усмотрению, таким образом, по усмотрению, фиксированным правилам, при условии выполнения требований по предторговой прозрачности и наилучшего

305

---

<sup>570</sup> За исключением производных финансовых инструментов, на которые распространяется клиринговое обязательство в соответствии со ст. 5 EMIR (Банковское постановление, ч. 3 ст. 55n).

исполнения.<sup>571</sup> Это означает, что оператор ОТФ волен решать, в какой степени клиентские поручения специально согласованы в системе. ОТFs могут в принципе не исполнять распоряжения клиентов, используя собственный капитал, и не могут исполнять распоряжения против своей собственной книги, за исключением государственных облигаций. В<sup>572</sup> результате, ОТFs имеют не участников торговли, а клиентов, так как они могут действовать только в двустороннем порядке в ограниченной степени (торгуя за свой счет и, следовательно, не совпадая с клиентскими ордерами).<sup>573</sup>

- 306 В этом контексте существует поразительная разница между ОФЗ и ФТМ или регулируемые рынками. ФТМ и регулируемые рынки имеют четкие правила относительно того, кто может участвовать в этих системах. ОФЗ не имеют участников, но в некоторых случаях клиентов (в отношении государственных облигаций) в связи с правовой возможностью ограниченного двустороннего присутствия в юридических сделках, так как они могут выступать не только в качестве безрисковых посредников, но и в качестве двусторонних контрагентов в дополнение к объединению интересов. Упомянутые параметры допуска могут, например, относиться к требованиям минимальной задержки. Тем не менее, эти правила также должны быть прозрачными и недискриминационными для ОЦФ. Соответственно, ФТМ менее

---

<sup>571</sup> Статья 3а часть 1, строка 6с Закона о банковской деятельности.

<sup>572</sup> Государственные долговые инструменты, для которых не существует ликвидного рынка, в соответствии с пп. 1 и 5 ст. 55 Закона о банковской деятельности.

<sup>573</sup> Ст. 20 (1) - (6) МФИД II

ограничены в приеме клиентов или исполнении ордеров от пользователей платформы, чем ФТМ или регулируемые рынки. Тем не менее, ОТФ может исполнить клиентский приказ, когда он решит это сделать, но не может в одностороннем порядке отступать от распоряжений клиента в отношении покупки или исполнения.<sup>574</sup>

Положения о пред- и пост-трейдинговой прозрачности и лучшем 307 исполнении могут быть применены к ОТФ только при исполнении сделок с Соответствующим Основным Трейдингом. Для ФТМ эти стандарты применяются повсеместно, так как ФТМ не может действовать на двусторонней основе.<sup>575</sup>

Осуществление дискреционных полномочий, упомянутых в 308 начале данного раздела, связано с решением о размещении или отзыве ордеров на ОТФ (дискреционные полномочия ордеров)<sup>576</sup> и с решением о том, будет ли конкретный ордер сопоставлен с теми, которые уже находятся в системе (в данный момент времени) (дискреционные полномочия по исполнению)<sup>577</sup>. Требуются

---

<sup>574</sup> Соревнование 14 MiFID II.

<sup>575</sup> См. ст. 24 ff MiFID II; ст. 8e BankG.

<sup>576</sup> Ст. 55n абзац 8 л. а BankV; только в той мере, в какой это не противоречит никаким инструкциям клиента. Можно предположить, что оператор ОТФ исполняет ордер частично на одной торговой площадке, а затем перенаправляет оставшийся ордер на другую торговую площадку, или что уже размещенный ордер полностью отменяется, так как лучший результат может быть достигнут на другой торговой площадке.

<sup>577</sup> Банковское распоряжение, предусмотренное ст. 55n п. 8 л. b; если, например, распоряжение на 1000 единиц финансового инструмента совпадает на стороне предложения с двумя совпадающими

прозрачные правила осуществления дискреционных полномочий, а к исполнению приказов применяются правила защиты инвесторов.<sup>578</sup>

309 Наконец, следует отметить, что ОЦФ и Систематические интернационализаторы (СИ) не управляются одним и тем же юридическим лицом. Также не должно быть никаких связей между ОТФ и СИ или другим ОТФ.<sup>579</sup>

#### 2.4.4 Систематические интернационализаторы (СИ)

310 Систематическими интернационалистами являются инвестиционные компании (или, в соответствии с национальным законодательством, банки)<sup>580581</sup>, которые, когда они исполняют

---

распоряжениями на стороне предложения, оператор ФТМ может решить, будет ли, в каком объеме и каким образом выполняться распоряжение (в случае ФТМ, однако, исполнение распоряжения будет организовано без всякого усмотрения). Это усмотрение должно соответствовать инструкциям клиента и Политике наилучшего исполнения.

<sup>578</sup> Информационные обязательства в соответствии со статьей 24 MiFID II; оценка пригодности и целесообразности в соответствии со статьей 25 MiFID II; обязательство исполнять приказы наиболее благоприятным для клиента способом (обязательство наилучшего исполнения) в соответствии со статьей 27 MiFID II и правилами обработки приказов клиента (статья 28 MiFID II).

<sup>579</sup> Статья 20 (4) MiFID II: Статья 55n (6) Банковские правила; см. также цитату 17 из DelVO 2017/565 о MiFID II, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2017/565/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj).

<sup>580</sup> Статья 3а часть 1, строка 34 Закона о банковской деятельности.

<sup>581</sup> Торговля за собственный счет по смыслу статьи 4 (1) № 2 MiFID II не считается торговлей за собственный счет, если *инвестиционная компания участвует, с целью или результатом осуществления де-факто безрисковых*

клиентские приказы без использования многосторонней системы, часто и в значительной степени торгуют за свой счет организованно и систематически.<sup>582</sup> Таким образом, SI являются рыночными инфраструктурами<sup>583</sup>, но вовлечены в двустороннюю торговлю.

МВМФИД II не определяет составной элемент двустороннего 311 режима и поэтому допускает лишь отрицательное определение. Различие основано не на способах исполнения ордеров, а на функции, которую выполняет оператор торговой площадки. Проводится различие между нейтральной и безрисковой посреднической позицией, с одной стороны, и двусторонним контрагентом, который исполняет приказы по своим торговым позициям, с другой стороны. Как объяснялось, OTF уже нарушает точную разделительную линию между двумя системами. Оператор торговой площадки, который будет принимать приказы против своих собственных позиций, в принципе, будет подвержен конфликту интересов, поскольку нейтральность больше не гарантируется.

В режиме MiFID собственная торговля или торговля за 312 собственный счет определяется как *торговля с использованием*

---

*сделок back-to-back по финансовому инструменту вне места торговли, в комбинированных системах, которые она создала с субъектами, не принадлежащими к ее собственной группе.* (Статья 16а Правил 2017/2294, изменяющих Правила 2017/565, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2017/2294/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/2294/oj)).

<sup>582</sup> Статья 4 (1) по 20 MiFID II.

<sup>583</sup> См. концепцию места исполнения приговора в соответствии с пунктом 1 статьи 64 последнего предложения МИФИД II

*собственного капитала, что приводит к заключению сделок с одним или несколькими финансовыми инструментами.*<sup>584</sup> В соответствии с Разделом А № 3 Приложения I к Конвенции MiFID I и II, собственная торговля представляет собой инвестиционную услугу. В пункте 1 № 3 раздела А Приложения 2 Закона о банковской деятельности на основании трех различных случаев была дана следующая формулировка понятия "имущественная сделка": *Торговля финансовыми инструментами за свой счет, если и в той мере, в какой [1-й случай] она осуществляется банками и инвестиционными обществами или [2-й случай] как создание рынка, или если [3-й случай] она часто осуществляется за свой счет вне регулируемого рынка или многосторонней торговой системы организованным и систематическим образом, управляя доступной для третьих лиц системой, которая служит для заключения договоров на финансовые инструменты. Это определение основано на сочинении 8 или статье 2 (1) (d) MiFID I.*

- 313 Определение, содержащееся в приложении 2, раздел А Закона о банковской деятельности, было введено в Лихтенштейне на основе MiFID I<sup>585</sup>, и, очевидно, что это определение больше не согласуется со статьей 3а, пункт 1, № 34 Закона о банковской деятельности, поскольку первые в значительной степени забывают об элементе торговли. В статье 4 (1) (20) второго абзаца МИФИД II прямо указано, что "систематически и часто" относится к числу внебиржевых сделок с финансовым инструментом, в то время как "значительная степень" измеряется процентной долей, которую

---

<sup>584</sup> Статья 4 (1) (6) MiFID I и II, см. ссылку в статье 2 (1) (5) MiFIR.

<sup>585</sup> LGBI 2007/261 от 20.09.2007, действует с 01.11.2007.

занимают внебиржевые торговые операции с собственностью инвестиционной компании от общего объема торговли инвестиционной компании или объема торговли в Европейском союзе по финансовому инструменту.<sup>586</sup> Элементы частой и систематической торговли должны быть кумулятивными.<sup>587</sup> Инвестиционная компания может также принять осознанное решение подчиниться правилам систематического интернационализатора. Вместе с тем,<sup>588</sup> если пороговые значения, установленные ESMA, будут достигнуты с целью установления статуса систематического интернационализатора, то должны быть соблюдены обязательства по прозрачности, лучшему исполнению и отчетности.<sup>589</sup> Например, игроки, которые работают на ДЕКС (децентрализованной бирже) в отношении финансовых инструментов (маркеры безопасности) и превышают вышеупомянутые пороговые значения, иногда могут быть квалифицированы как систематические интерналы.<sup>590</sup>

---

<sup>586</sup> См. ориентиры ESMA, по которым инвестиционная компания должна рассчитывать, квалифицируется ли она как систематический интернационализатор, <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internationaliser-calculations>, accessed 15.09.2019, 17:42.

<sup>587</sup> См. информацию BaFin о фактах собственной торговли и торговли на собственном счете от 22 марта 2011 года, последние изменения внесены 15 мая 2018 года, глава 1. b), [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_110322\\_eigenhandel\\_eigengeschaeft\\_neu.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html)

<sup>588</sup> <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internationaliser-calculations>.

<sup>589</sup> См. статью 21 (3) Регулирующего регламента MiFID I, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

<sup>590</sup> См. главу II.2.5.

- 314 Кроме того, деятельность систематического интернационализатора должна осуществляться персоналом или с помощью предусмотренной для этой цели автоматизированной технической системы. Не обязательно, чтобы персонал был выделен исключительно для этой цели или чтобы система была адаптирована исключительно для этой цели.<sup>591</sup>
- 315 В этом контексте интересно отметить, что здесь не используется технологически нейтральная концепция системы, поскольку она присуща многосторонней системе в рамках МФИД II и, как правило, основана на своде правил.<sup>592</sup> Однако из формулировки Регулы о введении в действие неизбежно следует, что инвестиционной компании необязательно управлять самой этой системой; она сформулирована таким образом, что в соответствии с национальным законодательством это неясно. Здесь говорится о том, что в случае проприетарной торговли по отношению к систематическим интернационализаторам *эксплуатируется система, доступная третьим лицам*<sup>593</sup>. В дополнение к общим

---

<sup>591</sup> Ст. 21 (1) лит. b DVO-MiFID I (EC/1287/2006); ср. ст. 12-17 Постановления об делегатах EU 2017/565, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2017/565/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj), в соответствии с которым в определенные периоды должен осуществляться определенный процент сделок.

<sup>592</sup> Следует отметить, что Систематический интернационализатор не использует многостороннюю систему.

<sup>593</sup> Пункт 1 № 3 раздела A приложения 2 к Закону о банковской деятельности.

обязательствам, таким как наилучшее исполнение,<sup>594</sup> Постановление о банковской деятельности регулирует<sup>595</sup> дальнейшие обязательства для систематических интервалов. В этом контексте систематические интервалы должны, например, исполнять приказы, касающиеся финансовых инструментов, по цене, предложенной в момент получения приказа. Кроме того, должны составляться ежеквартальные отчеты о качестве исполнения, а в компетентные органы должны представляться справочные данные<sup>596</sup> о внебиржевых деривативах. Общий результат заключается в том, что, хотя систематические интервалы подчиняются строгим правилам, они не могут сочетать в себе покупательские и продажные интересы третьих сторон.

Последствия классификации в качестве систематического интернационализатора заключаются в том, что инвестиционная компания должна отчитываться о своей деятельности перед компетентными органами в Лихтенштейне перед УФР, которая, следовательно, контролирует обязательства, вытекающие из этого статуса. Кроме того, обязательства по обеспечению предторговой прозрачности должны выполняться как в отношении долевых и квази-акционерных инструментов, так и в отношении неакционерных инструментов. Кроме того, существуют также

---

<sup>594</sup> Статьи 24 и 25 MiFID II в сочетании со статьей 64 Исключенного постановления ЕС 2017/565, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2017/565/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj); ср. общую главу III Постановления Деля, касающуюся обязательств инвестиционных компаний.

<sup>595</sup> Приложение 7.4 Раздел V. Bst C, основанный на статье 14 MiFIR.

<sup>596</sup> См. статью 2 RTS 23, Del-VO 2017/585, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2017/585/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/585/oj).

обязательства и обязанности в отношении обеспечения транспарентности после совершения сделок.

- 317 Маркетмейкеры также активно участвуют в двусторонней торговле за свой счет. Маркетмейкеры - это лица, которые<sup>597</sup> постоянно заявляют о своей готовности торговать на одном или нескольких финансовых рынках, покупая и продавая финансовые инструменты за свой счет с использованием собственного капитала по установленным ими ценам. Маркетмейкеры - это игроки на финансовом рынке, которые постоянно доступны другим участникам финансового рынка в качестве контрагентов по сделкам. В этом смысле маркет-мейкеры выступают в качестве поставщиков ликвидности на рынке в отношении определенных финансовых инструментов.<sup>598</sup>

#### 2.4.5 Обзор мест организованной торговли

- 318 Упомянутые торговые системы, ФТМ и ОФЗ, служат для объединения совпадающих интересов по финансовым инструментам с целью заключения контракта (не путать с совпадающими клиентскими ордерами или совпадающими основными торгами).<sup>599</sup> Этимология концепции согласованной основной торговли может быть прослежена до того, что и покупатель, и продавец выступают в качестве принципалов в отношении их заказа.

---

<sup>597</sup> Таким образом, обмен и/или безрецептурный.

<sup>598</sup> Статья 4 (1) (7) MiFID II; статья 3а (1) (50) Закона о банковской деятельности.

<sup>599</sup> См. английскую версию статьи 4 (1) (38) МФИД II.

Сопоставление или объединение интересов в отношении финансовых инструментов предполагает три элемента: Первый критерий заключается в том, что посредником между покупателем и продавцом выступает посредник (например, оператор ФТМ или ОФЗ). Этот посредник опосредованно действует таким образом, что он не подвержен рыночным рискам в любой момент времени в ходе осуществления сделки (приказы не исполняются); таким образом, посредник действует как безрисковый посредник (компонент риска, основанный на многостороннем статусе посредника). Вторая характеристика основана на временном элементе, при котором обе сделки - ордер на покупку и ордер на продажу - исполняются одновременно друг против друга. Что касается третьего и последнего элемента, то сделка должна быть заключена посредником таким образом, чтобы, помимо прозрачно сообщенной комиссии или платы за исполнение, не было извлечено никакой прибыли или убытка из самой сделки (элемент вознаграждения).<sup>600</sup> 319

Оператор платформы, на которой объединены соответствующие клиентские заказы, должен, таким образом, получить лицензию УФР как инвестиционная компания и управлять ФТМ и/или ОФЗ. Деятельность ФТМ и/или ОФЗ регулируется отдельной лицензией, выданной УФМ.<sup>601</sup> Следует отметить, что инвестиционная компания, управляющая ФТМ, не может одновременно являться 320

---

<sup>600</sup> Статья 4 (1) № 38 MiFID II.

<sup>601</sup> Ст. 15 в сочетании с Приложением 2, раздел А, пункт 1, пункт 3 в сочетании с пунктом 8 и/или 9 Закона о банковской деятельности; Приложение 1, раздел А, № 1 лт о и р FMAG.

членом или участником данного ФТМ в целях проведения собственных торгов или сопоставления основных торгов (сопоставление совпадающих клиентских ордеров). Инвестиционная фирма может заниматься агентской торговлей только на собственных ФТМ, так как должны быть эффективные механизмы, обеспечивающие отсутствие конфликта интересов. Так как инвестиционной компании, управляющей ФТМ, запрещено торговать против своей собственной книги<sup>602</sup>, никакие клиентские распоряжения не могут быть исполнены и, следовательно, не может быть совершена соответствующая торговля принципалом (комбинация из двух соответствующих клиентских распоряжений, выступающих в качестве принципала и, следовательно, в качестве соответствующего принципала). Скорее, инвестиционная компания, управляющая ФТМ, выступает в качестве безрискового посредника, который просто объединяет интересы, но не клиентские поручения, связанные с финансовыми инструментами; это приводит к заключению контрактов на финансовые инструменты, но не к исполнению таких контрактов. ФТМ или инвестиционная компания, осуществляющая деятельность, и брокер (агент) агентства<sup>603</sup> должны быть отдельными лицами. Таким образом, агентская торговля происходит на ФТМ. Участвующие финансовые посредники, такие как управляющие активами или инвестиционные компании

---

<sup>602</sup> Это неизбежно приведет также к конфликтам интересов.

<sup>603</sup> Брокеры-агенты выступают в качестве посредников для исполнения своих клиентских заявок на торговой площадке. Брокеры агентства должны соблюдать лучшие правила исполнения. Брокер-агентство выполняет поручения клиентов, в то время как Брокер-дилер торгует ценными бумагами за свой счет или от имени своих клиентов.

(имеющие административные полномочия), выступают в качестве агентов (брокеров агентств). На ФТМ заявки таких участников торгов (контрагентов) впоследствии объединяются (бай-сайд и селл-сайд).<sup>604</sup>

#### 2.4.6 Заключение Организованные торговые площадки

Из вышеизложенного следует, что для функционирования ФТМ или ОФЗ согласно ст. 15 Закона о банковской деятельности требуется лицензия от Управления финансового рынка Лихтенштейна, при условии, что следующие элементы в совокупности доступны будущему оператору торгового центра<sup>605</sup>:

321

- Система торговли финансовыми инструментами является обязательным условием для проведения торговых операций. Терминология системы должна пониматься технологически нейтрально и, таким образом, в целом охватывает своды правил. Голосовая торговля, например, также подпадает под концепцию системы;
- Система обязательно должна быть многосторонней по своему характеру (объединение интересов, связанных с финансовыми инструментами покупателей и продавцов

---

<sup>604</sup> Ст. 19 (5) MiFID II; вопрос-ответ ESMA по темам, связанным с рыночными структурами MiFID II и MiFIR, ESMA70-872942901-38, 02.04.2019, разделы 5 и 5.1 Многосторонние и двусторонние системы, вопрос-ответ 1, последний раз обновлялся 31.01.2017, стр. 35.

<sup>605</sup> См. брошюру BaFin о Многосторонней торговой системе от 07.12.2009, последние изменения внесены 25.07.2013, [https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_091208\\_tatbestand\\_multilaterales\\_handelssystem.html](https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html).

- через посредника, но не объединение совпадающих заказов);
- Необходимо, чтобы эта система обслуживала исполнение интересов торговых сторон или, в конечном счете, заключение клиентских ордеров (однако, оператор ФТМ, в частности, не имеет права совершать сделки от своего имени и за свой счет и, следовательно, не имеет клиентов, поэтому не может комбинировать клиентские ордера в смысле согласованной основной торговли; на ФТМ возможна только агентская торговля);
  - Вследствие совпадения интересов или приказов участников торгов отсутствует возможность заключения сделок с конкретными контрагентами на индивидуальной основе или выбора контрагента;
  - Договор заключается в рамках системы или платформы, а не вне ее (заключение договора должно быть отделено от исполнения - клиринга и, следовательно, расчетов). Если договор заключен вне системы, то иногда это чистая информационная система или доска объявлений;<sup>606</sup>
  - В конечном счете, система должна быть спроектирована таким образом, чтобы объединить интересы большого числа участников торговли, а не просто служить цели заключения отдельных торговых сделок. В соответствии со Статьей 18 (7) MiFID II, ФТМ или ОТФ должны иметь не

---

<sup>606</sup> Ср. *Seiffert, Börsen und andere Handelssysteme in Kumpel/Wittig (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht*, 4-е издание, маржа № 4.64; в зависимости от конкретной формы, однако, возможна приемка и передача поручений (приложение 2, раздел А, пункт 1, строка 1 Закона о банковской деятельности); ср. также главу II.2.5.

менее трёх членов или пользователей, которые могут взаимодействовать друг с другом в целях ценообразования.

#### **2.4.7 Воспроизведение ПГУ для жетонов коммунальных служб и преимуществ блок-цепочки**

Система центрального контрагента (клиринговых палат), которая часто встречается в законодательстве о финансовых рынках, также может быть эмулирована в связи с сопоставлением маркеров, которые не являются ни финансовыми инструментами, ни электронными деньгами ("маркеры полезности" или "товарные маркеры" в смысле цифрового контента или виртуальных валют). Для того, чтобы<sup>607</sup> представить понятный и значимый процесс, формируется предпосылка, что Пользователь А хочет приобрести BTC с ETH на торговой платформе для жетонов, в то время как Пользователь В хочет приобрести соответствующую сумму в ETH с помощью BTC или продать BTC против ETH. Ниже показана возможность того, как такое совпадение может быть осуществлено:

322

- Пользователи А и В регистрируются в торговой платформе на маркерах, которые не представляют собой ни финансовые инструменты, ни электронные деньги;
- Пользователь А хотел бы приобрести BTC со своей ETH;
- Пользователь В хочет продать BTC (против ETH);
- Впоследствии два шага выполняются синхронно:
  - Пользователь А передает ETH оператору торговой платформы за токены, при этом законным

---

<sup>607</sup> Это может быть также интересно в связи с внутренним токеном на криптообмене, о котором говорится в главе II.2.2.2

основанием для передачи является приобретение BTC у оператора торговой платформы в качестве центрального контрагента в соответствии с договорным соглашением (например, с отсрочкой платежа на одну законную секунду);

- Пользователь В передает BTC оператору торговой платформы за жетоны. В этом случае законным основанием для передачи является продажа БТД оператору торговой платформы в качестве центрального контрагента в соответствии с договорным соглашением.
- Оператор торговой платформы для токенов впоследствии приобрел ЕТН у пользователя А как минимум за одну легальную секунду и должен за это пользователю А BTC. В то же время, оператор торговой платформы приобрел BTC у Пользователя В, по крайней мере, за одну легальную секунду, и должен ЕТН Пользователю А в обмен;
- Оператор торговой платформы для токенов выполняет свои обязательства перед Пользователем А по БТД, приобретенным Пользователем Б. В то же время, оператор торговой платформы для токенов выполняет свою ответственность перед Пользователем Б с ЕТН, купленным Пользователем А.

323 Прелесть использования технологии блочных цепочек или "умных" контрактов для конкретного исполнения в вышеуказанном смысле заключается в том, что оператор торговой площадки для токенов в качестве центрального контрагента удерживает соответствующие токены хотя бы одну легальную

секунду. Однако, в силу технологических требований, такая сделка исполняется и обрабатывается автоматически почти в режиме реального времени и посредством "умного" контракта (заключение и исполнение контракта). В результате риск контрагента (риск дефолта) де-факто полностью исключается, что представляет собой огромный потенциал для финансового рынка. Если технология блок-сетей будет полностью внедрена в будущем, то рынки с высоким уровнем регулирования, такие как многосторонние торговые центры, могут работать гораздо эффективнее и экономичнее. С этой точки зрения, технология блочных цепей и связанные с ней технологии могут<sup>608</sup> рассматриваться как предвестники эффективности Pareto.<sup>609</sup> Технологии распределенных бухгалтерских книг могут, по крайней мере, частично заменить существующую нормативную

---

<sup>608</sup> С макроэкономической точки зрения, для достижения эффективности Парето такие рынки не будут нуждаться в регулировании или, по крайней мере, в меньшей степени, будут нуждаться в регулировании. Кроме того, с асимметричным распределением информации в связи с конфликтом принципал-агент может быть лучше бороться за счет технической гласности и прозрачности технологии, чем за счет регулирования. В экономике асимметричное распределение информации является одним из четырех провалов рынка помимо внешних факторов, рыночной власти - монополии/монополии и общественных благ. Регулирование призвано предотвращать и противодействовать сбоям рынка, но оно является независимым стоимостным фактором, поэтому идеальная эффективность не достигается. К этой ситуации можно подойти с помощью технологии блочных цепей. В этом контексте см. также проблему мониторинга и агентские расходы, *Дженсен/Меклинг*, Теория фирмы: Менеджерское поведение, структура расходов и собственности агентства, стр. 45 f.

<sup>609</sup> См. BuA 2019/54, стр. 80 f. в отношении недопущения чрезмерного регулирования.

нагрузку технологиями для предотвращения сбоев на рынке. "С положительной стороны следует отметить, что конкуренция Финтеха с универсальными банками приводит к снижению цен, улучшению продуктов или увеличению разнообразия предложений. Тот факт, что в долгосрочной перспективе значительная доля доходов стандартизированного банковского бизнеса, скорее всего, будет перенята фирмой Fintechs, также безвреден с точки зрения антимонопольного законодательства".<sup>610</sup>

- 324 В этом случае арбитражный суд может принять решение о том, что он не будет иметь никаких преимуществ перед криптоярким обществом; иерзу в Аушпуге: "Картируя блок-цепочки Биткойна и Тера, мы можем установить, что организации, связанные с биржей Bit-fnex, используют Терацепс для покупки Биткойна, когда цены падают. Такая деятельность по поддержанию цен является успешной, так как цены на Биткойн растут после периодов интервенции. Эти эффекты проявляются только после отрицательных возвратов и периодов, следующих за печатью Тера. Действительно, даже менее 1% экстремального обмена эфира на биткойн имеет существенные совокупные эффекты цены. [...] В целом, наши выводы в значительной степени подтверждают мнение о том, что ценовые манипуляции могут стоять за существенными искажающими эффектами в криптографических валютах. Эти данные свидетельствуют о том, что для получения действительно свободного рынка может

---

<sup>610</sup> Мюллер, *Europarechtliche Aspekte von Fintechs*, in *Krimphove* (Hrsg), *Fintechs*, p. 83 (p. 92); с точки зрения антимонопольного законодательства не следует забывать, что антимонопольное законодательство не обеспечивает защиту конкуренции.

*потребуется внешний надзор и мониторинг рынка капитала. В более общем плане наши выводы подтверждают исторический нарратив о том, что сомнительная деятельность не только является побочным продуктом повышения цен, но и может в значительной степени способствовать искажениям цен и перекосам в капитале”.*<sup>611</sup>

Однако общий запрет на торговлю крипто-валютами будет 325 противоречить основным правам в ЕС и ЕЭЗ в соответствии со ст. 16 Хартии основных прав (КОП), свободе собственности в соответствии со ст. 17 КОП и принципу равенства в ст. 20 КОП, которая претендует на нейтралитет в области конкуренции и технологий. Индивидуальные ограничения, однако, в принципе допустимы, если они оправданы (например, по соображениям защиты потребителей, для которых положения о защите инвесторов MiFID II могут также применяться аналогичным образом в отношении финансовых инструментов).<sup>612</sup> Однако оценка Весов в соответствии с антимонопольным законодательством с учетом запрета на злоупотребления в статье 102 TFEU представляется более проблематичной. Такое злоупотребление доминирующим положением на внутреннем рынке можно увидеть, в частности, в том, что доминирующее положение Facebook в области социальных медиа используется для достижения такого же доминирующего положения в области платежных услуг (монополизация данных).

---

<sup>611</sup> Гриффин/Шэмс, Биткойн действительно не связан?, 13.06.2018, S 33, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3195066](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066)[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3195066](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066).

<sup>612</sup> В отношении Весов см. также комментарии о режиме электронных денег в примечании 396.

## 2.5 DEX как площадка для торговли и другие инвестиционные услуги

326 Децентрализованная биржа (DEX) - это децентрализованная торговая площадка, основанная на технологии распределенной книги или блочной цепи. Дизайн программного обеспечения варьируется, но в большинстве случаев система поиска и подбора партнеров непосредственно интегрируется в децентрализованную сеть, и такие программные системы регулярно обеспечивают механизмы заключения и выполнения договоров в отношении токенов или прав, представляемых токенами. Известными практическими примерами для децентрализованных торговых мест являются EtherDelta<sup>613</sup>, IDEX<sup>614</sup>, Token Store<sup>615</sup>, OasisDex<sup>616</sup> или Stellar DEX<sup>617</sup>. На этих системах можно торговать децентрализованными, т.е. одноранговыми (P2P) токенами, которые иногда представляют собой финансовые инструменты. Характерной особенностью этих систем является то, что обе книги заказов, включающие в себя хранение, сопоставление и расчеты,

---

<sup>613</sup> <https://etherdelta.com/> accessed 15 September 2019, 17:46.

<sup>614</sup> <https://idx.market/eth/idx> звонок 09/15/2019, 17:46.

<sup>615</sup> <https://token.store/eth/portfolio> звонок 09/15/2019, 17:46.

<sup>616</sup> <https://eth2dai.com/exchange/WETH/DAI> звонок 15.09.2019, 17:46.; с Оазисным протоколом книга заказов хранится в цепочке, а сопоставление и заселение также осуществляется в цепочке, поэтому данный Протокол полностью децентрализован. Oasis - это децентрализованный протокол обмена P2P, который является публичным, не связанным с личным участием, и на котором заказы, связанные с маркерами ERC-20, выполняются в соответствии с логикой безлимитных "умных" контрактов.

<sup>617</sup> <https://stellarterm.com/> звонок 09/15/2019, 17:46.

выполняются в цепочке - иногда с использованием "умных" контрактов.<sup>618</sup>

Что касается критериев, разработанных в главе 2.4 и обобщенных, 327 в частности, в главе 2.4.6, таким образом, в основном выполняется составной элемент системы торговли финансовыми инструментами. Технологическая система DEX удовлетворяет требованиям системы, представляющей собой набор правил, по которым можно торговать финансовыми инструментами. Однако одна из проблем здесь заключается в том, что торговля на организованных торговых площадках в режиме MiFID относится исключительно к финансовым инструментам. Однако, это было бы просто неправильной реализацией на DEX, и существование регулируемого рынка еще нельзя исключить, просто потому, что на них торгуются жетоны, которые не представляют собой финансовые инструменты, а также жетоны, которые представляют собой финансовые инструменты. Если бы режим торговых площадок распространялся на DEX, это означало бы, что там можно было бы торговать только финансовыми инструментами.

Однако второй возникающий критерий организованных торговых 328 площадок - обязательное существование многосторонних систем - уже вызывает серьезные трудности. Это по двум причинам: С одной стороны, DEX не имеет центрального посредника для управления системой, но техническая система практически самодостаточна. С другой стороны, в таких системах возможна

---

<sup>618</sup> Исключения подтверждают правило - EtherDelta, например, не предусматривает соответствие. Книга заказов и сопоставление хранятся или выполняются вне очереди на IDEX.

двусторонняя торговля, в то время как многосторонняя торговля необязательна. Однако если такая многосторонняя система будет интегрирована, то в принципе она будет выполняться технологическим экземпляром самой системы. Исполнение интересов сторон или заключение клиентских заказов по какому-либо своду правил также основывается на центральном посреднике (клиенте или участнике), который, однако, не доступен в децентрализованной сети или в "умном" договоре того же рода, в связи с отсутствием юридической субъективности последнего.<sup>619</sup>

- 329 Следует отметить, что вышеприведенные замечания, как правило, даются в обобщенном виде и без подробного технического обсуждения конкретных децентрализованных платформ. Для проведения конкретной оценки необходимо всегда анализировать отдельные технические процессы и процедуры. Однако лаконичность заключается в том, что DEX не может быть регулируемой торговой площадкой или участником финансового рынка. Это уже связано с тем, что отсутствует юридическое лицо, способное регулировать, тем более, что сама технология не может быть подвергнута надзору. Однако взаимодействие с DEX центральных структур должно оцениваться отдельно от этого. В связи с жетонами, представляющими собой финансовые инструменты, иногда могут предоставляться инвестиционные

---

<sup>619</sup> Следует отметить, что оператор программного интерфейса (в смысле доски объявлений) на DEX также может рассматриваться как безрисковый посредник, объединяющий интересы третьих сторон в отношении определенных маркеров. Однако, следует учитывать, что регулярно существует гораздо больше чистой информационной платформы, которую предоставляет технический сервис-провайдер, и что вывод (а не только исполнение) происходит вне системы.

услуги. Поэтому необходимо различать DEX как "внутренний" и интерфейс к DEX как "внешний" (также доска объявлений).

Такой интерфейс в смысле API<sup>620</sup> можно охарактеризовать, 330 например, тем, что информация, относящаяся к предложениям купли-продажи определенных токенов на блокчейне, которые представляют собой финансовые инструменты, становится доступной в графически подготовленном виде, при этом основная информация также может быть просмотрена непосредственно на блокчейне без интерфейса. Такой программный мост может быть направлен на облегчение закупки информации или обмена информацией о предложениях купли-продажи у других пользователей блокчейна, поскольку эти данные представлены в графически обработанном виде (информационная платформа, "доска объявлений"). Такая информационная платформа облегчила бы проверку и информирование о предложениях по сделкам с определенными маркерами на блокчейне. В зависимости от дизайна интерфейса, также возможно, что новые предложения по покупке или продаже перечислены на блокчейне через фронт-энд-платформу. Соответственно, такая программная платформа позволила бы пользователям просматривать и оценивать предложения купли-продажи от других пользователей в отношении определенных токенов, представляющих финансовые инструменты и в настоящее время находящихся в блокчейне в упрощенном и графически обработанном виде; кроме того, с помощью такого интерфейса можно было бы создавать предложения в отношении

---

<sup>620</sup> Интерфейс прикладного программирования.

токенированных финансовых инструментов непосредственно на блочной цепи.

- 331 Если такая платформа позволяет клиентам торговать финансовыми инструментами, облегчая для внешних пользователей получение информации о токенированных финансовых инструментах, которая затем может быть использована для инициирования заключения договора, возникает вопрос, эксплуатируется ли многосторонний торговый объект или предоставляется другая инвестиционная услуга. Это зависит от того, предназначена ли система для объединения интересов пользователей такого программного обеспечения в соответствии с определенными заранее определенными правилами. Однако, как правило, такая платформа не будет предназначена для агентской торговли или соответствующей основной торговли. Поставщики услуг, предлагающие программный мост к DEX, будут выступать в качестве поставщиков технических информационных услуг и услуг (в смысле "программное обеспечение как услуга") для лиц, заинтересованных в торговле токенированными финансовыми инструментами, путем предоставления программной платформы

с функцией доски объявлений или доски объявлений<sup>621</sup> (т.е. чистой информационной платформы).<sup>622</sup>

Если такая платформа служит только для идентификации 332 заинтересованных сторон в отношении покупки или продажи токенизированных финансовых инструментов и не предлагает возможность заключения контракта на финансовые инструменты или другое содержание на такой платформе и, следовательно, не имеет обязательств по выполнению контракта через платформу, то не может быть никакой многосторонней торговой платформы, такой как ФТМ или ОФТ, или любого другого участника финансового рынка, такого как СФР.<sup>623</sup> Если такой программный

---

<sup>621</sup> В Отчете ESMA 50-164-2430 от 12.07.2019, Лицензирование бизнес-моделей FinTech, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430\\_licensing\\_of\\_fintech.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf), маржа № 92, в этой связи указывается, что национальные надзорные органы классифицировали такие сравнительные платформы или доски объявлений как принципиально нерегулируемые, в связи с чем в каждом конкретном случае должна быть проведена проверка, чтобы иметь возможность оценить любую деятельность, требующую разрешения, в зависимости от конкретного объема функций таких платформ.

<sup>622</sup> На практике существует большое количество таких программных платформ, при этом не всегда легко понять в деталях, как они работают или имеется ли интерфейс к DEX или сам DEX. Ср. проект DSTOQ, использующий Stellar DEX - <https://dstoq.com/>; DStoq (DSQ Token): Licensed Decentralized Stock & Crypto Exchange?, 04.08.2018, <https://bitcoi-nexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/> и First Blockchain Security Token Exchange - Built on Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, все позволили 15.09.2019, 17:57.

<sup>623</sup> Возможны и другие инвестиционные компании; см. главу II.2.4.4 В случае систематической и существенной торговли за свой счет на DEX с

интерфейс разработан таким образом, что пользователи могут по своему усмотрению принимать или не принимать определенное предложение, связанное с токенированными финансовыми инструментами, или если пользователи вольны выбирать, где они исполняют или выполняют возможный заключенный договор, оператор такого программного интерфейса на DEX просто предоставляет нерегулируемую техническую услугу. Решающим фактором здесь является то, что как заключение и переговоры по контракту, так и исполнение и исполнение контракта осуществляются по программному мосту<sup>624</sup> к DEX, на котором можно торговать токенированными финансовыми инструментами.

- 333 Такая деятельность не представляет собой ситуацию, для которой потребовалась бы лицензия в соответствии с Приложением 2, раздел А, пункт 1, Строки с 6 по 9 в сочетании со ст. 15 Закона о банковской деятельности, поскольку ни ФТМ, ни ОТФ не управляются, ни не осуществляется размещение Финансовых

---

маркерами, представляющими финансовые инструменты, необходимо проверить, присутствует ли систематический интернационализатор. Ср. для торговых порогов для расчета, следует ли считать такой интернационализатор <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internationaliser-calculations>. Внебиржевой маркет-мейкер также может действовать на DEX. Следует, однако, отметить, что некоторые финансовые инструменты являются предметом торговых обязательств, см. главу II.2.4, маргинальное примечание 287.

<sup>624</sup> Программная платформа, -интерфейс, -мост, -фронтенд, информационная платформа, платформа именования и т.д. используются здесь синонимами всех программ, которые предоставляют доступ к DEX, на которой время от времени можно торговать токенированными финансовыми инструментами.

инструментов с твердым обязательством или без твердых обязательств по поглощению, при условии, что поставщик технических услуг в качестве оператора интерфейса к DEX не предоставляет комбинацию совпадающих интересов в отношении токенизированных Финансовых инструментов и, следовательно, не осуществляет клиринг или расчеты, но и заключение, и исполнение происходит на двусторонней основе между покупателем и продавцом на DEX и, таким образом, непосредственно на цепочке блоков (или на "умном" договоре, по которому цепочка блоков согласована), и поэтому оценивается или обрабатывается только общедоступная информация или данные из цепочки блоков. Оператор платформы также не занимается размещением или эмиссией, так как продажа финансовых инструментов не осуществляется. Такие сделки основаны на продаже финансовых инструментов от имени третьего лица за счет третьего лица в рамках договора о размещении без твердых обязательств по андеррайтингу (сделка размещения) или выпуске с<sup>625</sup> твердым обязательством по андеррайтингу (твердые обязательства по андеррайтингу; соглашение о принятии выпущенных финансовых инструментов в собственный портфель и, таким образом, принятие на себя риска

---

<sup>625</sup> Выпуск - это выпуск финансовых инструментов для широкого круга получателей, в то время как размещение направлено на ограниченную группу покупателей с целью продажи финансовых инструментов (также частное размещение), ср. *Seggermann* в *Brandl/Saria*, WAG, 2-е издание, § 1, маргинальное примечание 33.

продажи; сделка выпуска).<sup>626</sup> Однако такой интерфейс может использоваться главным образом для принятия и передачи распоряжений, касающихся одного или нескольких финансовых инструментов (торговое посредничество в соответствии с пунктом 1 статьи 1 раздела А приложения 2 Закона о банковской деятельности).

### 2.5.1 Приобретение брокерских услуг

334 Для оказания инвестиционных услуг по приему и передаче распоряжений, связанных с финансовыми инструментами, необходимо, чтобы лицо, оказывающее услуги, объединяло интересы клиентов для будущей сделки, при которой конкретная сделка осуществляется после слияния и, как правило, выполняется вне биржи.<sup>627</sup>

335 Основной характеристикой медиации при заключении сделки является возможность конкретного, а не чисто абстрактного

---

<sup>626</sup> BaFin Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, последние изменения внесены 25.07.2013, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_091211\\_tatbestand\\_platzierungsgeschaeft.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html); BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, последние изменения внесены 24.07.2013, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_090107\\_tatbestand\\_emissionsgeschaeft.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html). Как размещение, так и эмиссионный бизнес представляют собой одну из форм эмиссии лоро, так как финансовые инструменты размещаются на имя и за счет третьего лица и не продаются на имя общественности, как в случае с ностро эмиссиями. См. также *Зеггерманна в Brandl/Saria, WAG*, 2-е издание, § 1, примечание 33 и далее.

<sup>627</sup> *Захрадник в Брандле/Сария, WAG*, 2-е издание, 2018, § 3 Rz 6.

заклучения сделки для клиентов.<sup>628</sup> Таким образом, посредничество при заклучении сделки предполагает, что конкретные ключевые детали потенциальной будущей сделки передаются посредником своим клиентам на стороне покупателя и продавца и что без такого посредничества заклучение не могло бы быть заклучено.

Соответствующие услуги, которые могут быть отнесены к 336 категории контрактных брокерских услуг, предоставляются лицом, которое действует в качестве курьера и направляет клиенту заявление о намерениях с целью обеспечения конкретной возможности совершения сделки, связанной с покупкой или продажей финансовых инструментов, путем присвоения клиенту имени. В этом отношении, однако, в любом случае, это должно быть такое заявление о намерениях со стороны заказчика, которое передается потенциальным партнерам по договору и дает возможность конкретного заклучения договора.<sup>629</sup>

Однако, если программный интерфейс на DEX функционирует 337 исключительно как информационная платформа о существующих интересах или предложениях по приобретению или продаже и если клиент имеет возможность заклучить договор и совершить сделку без такой информационной платформы, то это не является контрактным брокером. Это связано с тем, что простое

---

<sup>628</sup> *Калсс/Оптиц/Золнер*, Закон о рынке капитала, 2-е издание 2015 г., 4/10 руб.

<sup>629</sup> BaFin, брошюра о брокерских услугах в области инвестиций от 17 мая 2011 года, последние изменения внесены 13 июля 2017 года, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_091204\\_tatbestand\\_anlagevermittlung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html).

(графическое) представление публичной информации, относящейся к ценовым предложениям токенированных финансовых инструментов на DEX, может облегчить ее просмотр, информационная платформа является в конечном итоге, но не условным условием непереносимого наличия конкретных деталей сделки и, следовательно, не является причиной исполнения и, следовательно, в конечном итоге, брокером конкретной сделки, так как информация о предложениях по токенированным финансовым инструментам может быть просмотрена также непосредственно на блочной цепочке или на DEX, что может привести непосредственно к заключению договора, в том числе и к его исполнению.

338 Как уже объяснялось, прием и передача распоряжений включает в себя объединение инвесторов, что позволяет заключать сделки между ними.<sup>630</sup> Слияние может произойти только в том случае, если стороны сделки в противном случае - т.е. без слияния - не встретятся. В этой связи услуга медиации при заключении сделки должна представлять собой причинно-следственное условие, без которого сделка не состоялась бы. Это было бы возможно только в том случае, если бы предложения по сделке могли быть просмотрены исключительно через программный интерфейс к (блочной-цепному) DEX, но не через саму блочную цепь, даже если в конечном итоге они были бы исполнены на нем. Однако, если предложения по токенированным финансовым инструментам все

---

<sup>630</sup> *Зеггерманн в Брандле/Сария, ВаГ, 2-е издание 2018 г., § 1 Rz 16 со ссылкой на цитату 20 в MiFID I.*

равно видны на блок-цепочки, независимо от такой платформы, и если инвесторы могут встретиться напрямую и заключить сделку даже без такой платформы, такая платформа не является обязательным условием для объединения возможных деловых партнеров и создания условий для заключения сделки, в том числе и для ее осуществления. Следовательно, существовала бы чистая информационная платформа, которая делает определенную информацию о символических финансовых инструментах доступной на блочной цепочке, для которой не требовалась бы лицензия в соответствии со статьей 15 в сочетании с пунктом 1-ой строки 1 раздела А Приложения 2 Закона о банковской деятельности, тем более, что простое зеркалирование информации или представление информации, которая является публично доступной и общедоступной, в любом случае, не является брокерской деятельностью по сделке.

### **2.5.2 Управление портфелем, инвестиционное консультирование и финансовый анализ**

Управляя интерфейсом с DEX, можно осуществлять потенциально дальнейшую деятельность, имеющую отношение к закону о финансовом рынке. Таким образом, возникает вопрос, можно ли посредством этого реализовать (индивидуальное) управление портфелем, инвестиционные консультации или дополнительные услуги, такие как ценные бумаги и финансовый анализ или другие формы общих рекомендаций, связанных с (токенированными) финансовыми инструментами, которые служат для поддержки клиентов.

339

- 340 Управление портфелями - это *управление портфелями на индивидуальной клиентской основе с дискреционными полномочиями по поручению клиента, при условии, что эти портфели содержат один или несколько финансовых инструментов.*<sup>631</sup> Под управлением понимается непрерывное инвестирование и мониторинг активов. Это говорит об определенном постоянстве на временной линии. Управление инвестициями на индивидуальной основе отделяет управление портфелем от коллективного управления портфелем или управления активами (фондами). Еще одной характеристикой управления портфелем является то, что доверенность клиента в обязательном порядке также предусматривает дискретность в управлении активами, тем самым подводя черту под недискретичным исполнением поручений от имени клиентов. В этой связи следует<sup>632</sup> отметить, что индивидуальные инструкции или инвестиционные руководства не наносят ущерба управлению портфелем.<sup>633</sup>
- 341 Если программная платформа просто создает технически обработанный доступ к уже публичной децентрализованной сети, то это не включает в себя (индивидуальное) управление портфелем согласно приложению 2 раздела А абз. 1 п. 4 Закона о банковской деятельности.
- 342 Инвестиционные консультации представляют собой *"предоставление клиенту по его просьбе или по инициативе компании*

---

<sup>631</sup> Статья 4(1)(2) VVG.

<sup>632</sup> Пункт 1 № 2 раздела А приложения 2 к Закону о банковской деятельности.

<sup>633</sup> *Зеггерман в Брандле/Сария*, 2-е издание, 2018, § 1 Rz 26 mwN.

*по управлению активами персональных рекомендаций, касающихся одной или нескольких сделок с финансовыми инструментами”.*<sup>634</sup>

Инвестиционные консультации подразделяются на два 343  
направления деятельности: консультирование по конкретным  
финансовым инструментам и структурирование активов  
посредством консультаций, связанных с конкретным портфелем.  
Соответственно, инвестиционные рекомендации охватывают всю  
информацию и оценки, а также ожидания в отношении  
финансовых инструментов, а также советы по конкретным  
торговым сделкам для продвижения портфеля. Инвестиционная  
консультация требует индивидуальной, индивидуальной  
рекомендации. Общие сведения о финансовых инструментах или  
общие рыночные ожидания, как правило, не относятся к  
категории инвестиционных консультаций, поскольку при  
предоставлении инвестиционных консультаций всегда  
необходимо учитывать личную ситуацию инвестора. В этом  
отношении инвестиционные рекомендации относятся к  
определенным финансовым инструментам или определенным  
торговым сделкам, которые должны быть надлежащим образом  
адаптированы к соответствующей ситуации клиента, причем  
инвестиционные рекомендации указывают на индивидуализацию.  
В противном случае может существовать инвестиционная  
рекомендация, представляющая собой вспомогательную услугу.<sup>635</sup>

Что касается интерфейса на DEX, то, в зависимости от специфики 344  
конструкции, инвестиционная консультация будет регулярно

---

<sup>634</sup> Статья 4(1)(3) VVG.

<sup>635</sup> Зеггерман в Брандле/Сария, 2-е издание, 2018 г., § 1 Rz 28 и далее.

терпеть неудачу из-за индивидуализации, так как на различных видах токенизированных финансовых инструментов отображается только общедоступная общая информация, что исключает применимость Приложения 2, раздел А, пункт 1, пункт 5 Закона о банковской деятельности.<sup>636</sup>

345 В дополнение к этим комментариям по инвестиционному консультированию необходимо более детально изучить вспомогательную услугу инвестиционной рекомендации, касающуюся сделок с финансовыми инструментами или ценными бумагами и финансового анализа в соответствии с Приложением 2 к § В № 5 Закона о банковской деятельности.<sup>637</sup>

346 В Австрии определение инвестиционных рекомендаций было дополнено терминами "производство", "распространение" или "передача". Однако это лишь лингвистическая спецификация содержания стандарта, с тем чтобы четко показать, что он не позволяет любой форме коммуникации, касающейся финансовых инструментов, представлять собой рекомендацию по инвестированию в смысле вспомогательной услуги.<sup>638</sup>

347

---

<sup>636</sup> Согласно повести 79 Директивы 2006/73/EC (MiFID-DRL), консультации относительно финансовых инструментов, предоставляемые в газетах, журналах, журналах или других средствах массовой информации, охватывающих широкую аудиторию, таких как Интернет, телевидение или радио, не считаются индивидуальной рекомендацией, как того требует инвестиционная консультация, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/73/oj>.

<sup>637</sup> Статья 3(1)(b)(1) VVG.

<sup>638</sup> *Зеггерманн в Брандле/Сария, WAG, 2-е издание § 1 Rz 49.*

Подготовка инвестиционной рекомендации означает, что она была разработана или существенно отредактирована. Распространение относится к предполагаемому или фактическому предоставлению инвестиционной рекомендации ряду лиц, не подпадающих под публичное определение. Последний из трех критериев - распространение - относится к сообщению любого рода, посредством которого информация третьей стороны становится доступной третьей стороне.<sup>639</sup>

Опять же, все три критерия должны быть исключены для интерфейса к DEX, по которому можно торговать токенированными финансовыми инструментами, в зависимости от конкретного дизайна. Создание должно быть отвергнуто, так как оферта уже включена в список DEX, а сам по себе образ информации об оферте не может представлять собой создание инвестиционной рекомендации без дальнейших изменений в содержании или конкретной рекомендации. Если инвестиционная рекомендация не доступна, она не может быть распространена или передана вообще, хотя это невозможно в любом случае с информацией, которая сама по себе является публичной. В этой связи будет также регулярно исключаться рекомендация по инвестированию в соответствии с Приложением 2, раздел В № 5 Закона о банковской деятельности.

### 2.5.3 Вывод Фронтенд и Бэкенд DEX, Маркет-Мейкинг и SI

DEX - это децентрализованная торговая площадка, на которой на блокчейн цепи размещаются, заключаются и исполняются ордера

---

<sup>639</sup> Зеггерманн в Брандле/Сария, WAG, 2-е издание § 1 Rz 49.

по токенированным финансовым инструментам. Книга заказов, включающая в себя хранение, согласование и расчеты, регулярно выполняется в цепочке - как правило, полностью автоматизировано с помощью "умных" контрактов.

350 Исходя из этого, DEX представляет собой систему для торговли финансовыми инструментами и предоставляет конкретный набор правил, по которым можно торговать токенированными финансовыми инструментами. Однако DEX не следует классифицировать как организованную торговую площадку, например, как ФТМ или ОФЗ, поскольку децентрализованный характер такой торговой площадки означает отсутствие юридического лица, способного регулировать деятельность, т.е. оператора. Кроме того, зачастую на РТС ведутся только двусторонние, а не многосторонние торги; в противном случае безрисковый посредник заменяется технологическим субъектом. Следовательно, DEX не должна рассматриваться как место проведения торгов, требующее разрешения.

351 Хотя такой DEX технически представляет бэкэнд, существуют также программные интерфейсы или интерфейсы, которые представляют фронтэнд к DEX и позволяют получить доступ к информации с него. Как правило, такой интерфейс позволяет пользователю просматривать общедоступную информацию о токенах и ордерах на DEX в графическом виде. Эти интерфейсы часто называют также досками объявлений или досками объявлений и представляют собой информационную систему, которая может представлять собой нерегулируемую техническую услугу, даже если на DEX торгуются маркеры, представляющие финансовые инструменты. Важно, чтобы заключение и

исполнение контракта происходило непосредственно на DEX, а не на интерфейсе.<sup>640</sup>

Однако, в частности, возникает вопрос, осуществляет ли оператор 352 такого интерфейса брокерскую деятельность по отношению к токенизированным финансовым инструментам. Однако, если информационная платформа спроектирована таким образом, что осуществляется только графическая обработка общедоступной информации, относящейся к токенам и приказам, посредством токенов<sup>641</sup>, представляющих финансовые инструменты, то такой фронт-энд не является обязательным условием для предоставления информации о конкретных сделках; на основе общедоступной информации заключение сделки также возможно

---

<sup>640</sup> Если программный интерфейс позволяет просматривать и передавать предложения по сделкам только через определенные маркеры на блочной цепи, то по законодательству Лихтенштейна не осуществляется никакой деятельности, требующей лицензии; это также не применяется, если через такой интерфейс можно размещать новые заказы на покупку или продажу непосредственно на блочной цепи - при условии, что оператор такой информационной платформы не участвует в сопоставлении, клиринге и расчётах по сопоставлению интересов на покупку или продажу. Работа системы, которая не предназначена для объединения интересов пользователей в соответствии с конкретными и заранее установленными правилами, а задумана лишь как поставщик технической информации и услуг для лиц, заинтересованных в торговле финансовыми инструментами - т.е. как чистый информационный интерфейс - и поэтому интерфейс позволяет именовать только лиц, заинтересованных в покупке или продаже финансовых инструментов, не регулируется законодательством о финансовом рынке.

<sup>641</sup> Обычно операторы интерфейса также предлагают пользователю возможность создавать новые заказы непосредственно на DEX.

без такой информационной системы, и никакие конкретные сделки не совершаются.

#### 2.5.4 ТВТГ и DEX

353

В Бюллетене федеральных законов о бюджете (BuA) на ТВТГ за 2019/54 г. в связи с изменениями в DDA упоминаются децентрализованные биржи (DEX).<sup>642</sup> Соответствующая ст. 2, п. 1 л. zquater SPG в редакции 2019/54 и л. zter в редакции 2019/93 охватывает операторов торговых платформ для виртуальных валют и жетонов под TVTG. Она не распространяется однозначно на операторов интерфейсов, которые облегчают использование DEX для технических дилетантов, отображая информацию о некоторых маркерах и предложениях, относящихся к таким маркерам, в графическом виде на веб-сайте (досках объявлений). Нет сомнений в том, что это положение в DDA предназначено для того, чтобы быть всеобъемлющим положением. Правовые последствия на практике еще предстоит увидеть, но это положение, похоже, представляет собой мертвый закон еще до того, как ТВТГ вступил в силу.

354

Это объясняется тем, что остается неясным, какие факты в конечном итоге должны быть охвачены. Обмен законного платежного средства на жетоны, а также жетоны на другие жетоны уже покрывается поставщиком услуг VT по обмену согласно ст. 2 ч. 1 л. r TVTG. На<sup>643</sup> доску объявлений не распространяется действие положений ст. 2 абз. 1 л. zquater SPG в редакции BuA

---

<sup>642</sup> BuA 2019/54, стр. 305.

<sup>643</sup> IdF BuA 2019/54.

2019/54 или zter в редакции BuA 2019/93, но может распространяться действие положений ст. 2 абз. 1 л TVTG в редакции BuA 2019/54 или ст. 2 абз. 1 л TVTG в редакции BuA 2019/93.

Поставщик ценовых услуг VT публикует текущую агрегированную 355 ценовую информацию маркеров. Правительство ссылается на оператора платформы, чья платформа функционирует как доска объявлений, и утверждает, что иногда им приходится использовать VT-провайдеров ценовых услуг или VT-провайдеров биржевых услуг.<sup>644</sup> Таким образом, провайдеры ценовых услуг VT частично сопоставимы с провайдерами услуг по предоставлению данных в рамках MiFID II и MiFIR.<sup>645</sup> Однако доска объявлений или доска объявлений, получающая доступ к DEX, не обязательно должна быть зарегистрирована в качестве поставщика услуг VT по ценам. Такая доска объявлений или доска объявлений предоставляет пользователям систем VT агрегированную ценовую информацию, т.е. среднюю цену продажи или покупки *"сделок, заключенных в системе VT с маркерами"* на основании<sup>646</sup> предложений о покупке и продаже или заключенных сделок.

Тем не менее, доска объявлений в основном отражает 356 информацию из блочной цепочки, относящуюся к конкретным маркерам и конкретным заказам, и не содержит обобщенной

---

<sup>644</sup> BuA 2019/54, стр. 162.

<sup>645</sup> См. главу II.2.5.6.

<sup>646</sup> BuA 2019/54, стр. 162.

информации о ценах в смысле средних цен сделок, заключенных в системе VT. Если отображается только информация о конкретных предложениях DEX, то не предоставляется информация о средней цене и, соответственно, агрегированная информация о цене. Само собой разумеется, что оператор доски объявлений может предлагать и такие услуги и поэтому должен был бы зарегистрировать такую услугу в FMA в качестве поставщика услуг VT по ценам.<sup>647</sup>

- 357 Возвращаясь к операторам торговой платформы для виртуальных валют или маркеров в соответствии со ст. 2, п. 1 *zquater* SPG в редакции SPG 2019/54 или *lt zter* в редакции SPG 2019/93, следует отметить, что даже если этот оператор не меняет маркеры на свою собственную книгу, а закупает их у третьих лиц, например, по заказу, такая ситуация<sup>648</sup> фиксируется хранителем маркеров VT или хранителем ключей VT, так как такой оператор обязательно будет хранить маркер или ключ VT как минимум в <sup>649</sup>течение одной законной секунды при совершении соответствующей сделки. Однако в соответствии с докладом и предложением именно эти области деятельности должны охватывать ст. 2, п. 1 *zquater* DDA с поправками DDA 2019/54 и *lt zter* с поправками DDA 2019/93. Это кажется излишним, поскольку поставщики услуг

---

<sup>647</sup> Ст. 2, пункт 1 лит. k и лит. t в связи со ст. 11, пункт 1, и ст. 12, пункт 1, в связи со ст. 23 ТВТГ в редакции БуА 2019/54.

<sup>648</sup> Статья 2, пункт 1, подпункты n и o ТВТГ с поправками, внесенными в соответствии с БуА 2019/54.

<sup>649</sup> См. комментарии по поводу криптообменов под эгидой поставщика услуг по обмену VT в БуА 2019/54, стр. 158 и последующих пунктах, в частности в последнем пункте стр. 160.

VT, подлежащие регистрации, которые точно охватывают такие бизнес-модели, как описано выше, подлежат должной проверке в соответствии со ст. 2, п. 1 л и п. г TVTG в редакции 2019/54 или л и м до q TVTG в редакции 2019/93 Федерального закона.<sup>650</sup> Какая другая деятельность может быть обозначена неявно даже при свете дня, так как также указано, что деятельность оператора торговой платформы для виртуальных валют или жетонов должна выходить за рамки простой брокерской деятельности без какого-либо участия в потоках платежей.<sup>651</sup>

### **2.5.5 Выводная доска объявлений и DEX как поставщик ценовых услуг VT?**

В BuA 2019/54 на странице 160 правительство заявляет, что операторы интерфейсов или информационных систем, которые получают доступ к DEX и представляют информацию о маркерах или заказах, перечисленных на нем в обработанном виде, предоставляют агрегированную информацию о ценах. Несмотря на то, что это может быть так, это не является обязательным. Оператор такого информационного табло, который получает и отражает публичную информацию от DEX, предоставляет

358

---

<sup>650</sup> Иными словами, хранители токенов VT, хранители ключей VT и провайдеры услуг обмена VT (см. ст. 3, п. 1 л г DDA с поправками, внесенными в 2019/93).

<sup>651</sup> Утверждения в BuA 2019/54 S 304 о присвоении "умного" контракта оператору торговой платформы также не убедительны, так как это регулярно не создает никакого технического контроля и не влияет на обработку транзакций, так как "умный" контракт представляет собой автономную структуру в децентрализованной блочной цепи, которая может контролироваться кем угодно.

информацию из блочной цепочки, относящуюся к конкретным маркерам и конкретным заказам, которые могут быть заключены на двусторонней основе. Данный порядок не является предоставлением обобщенной ценовой информации в смысле средних цен сделок, заключенных в системе VT, но отражает конкретные цены конкретных предложений по продаже или покупке. Однако, если на DEX графически обрабатывается не только (ценовая) информация о конкретных предложениях, но и фактически отображаются средние цены, может быть доступен поставщик услуг VT, который должен быть зарегистрирован в FMA.

- 359 SPG в редакции BuA 2019/54 охватывает операторов торговых платформ для виртуальных валют или жетонов в соответствии с TVTG в качестве лиц, подлежащих надлежащей проверке. Даже если это только для того, чтобы рассматриваться как всеохватывающий улов, остается неясным, какие роли будут подпадать под этот улов. При этом должны быть охвачены лица, оперирующие торговыми платформами, через которые можно обменивать виртуальную валюту на законное платежное средство, другие виртуальные валюты или жетоны. Деятельность по обмену с собственной книгой уже покрывается деятельностью поставщика биржевых услуг VT. Если жетоны приобретаются или продаются в рамках договора о доверенности, государство само заявляет, что по закону предполагается, что жетоны или частные ключи находятся у подрядчика или управляются им в течение как минимум одной законной секунды,<sup>652</sup> поэтому эта деятельность

---

<sup>652</sup> BuA 2019/54, стр. 160.

покрывается депозитарием токенов VT или депозитарием ключей VT. В результате для оператора торговых платформ для виртуальных валют или жетонов, похоже, остается мало места. Терминология "торговая платформа" подразумевает многосторонне задуманные сделки, однако закон гласит, что деятельность должна выходить *"за рамки простой посреднической деятельности без участия в потоках платежей"*. Если<sup>653</sup>, однако, происходит совпадение основной торговли, то оператор такой платформы действует, с одной стороны, против своей собственной книги, а с другой - исполняет клиентские приказы. В этом случае также гарантируется, что только один провайдер услуг VT может осуществлять такие транзакции. В этом отношении практическая значимость этого положения в DDA представляется вполне достижимой.

### 2.5.6 Услуги по предоставлению данных и доски объявлений

Помимо инвестиционных компаний и регулируемых рынков, MiFID II также предусматривает предоставление услуг по предоставлению данных<sup>654</sup>, которые должны быть отнесены к отчетному сегменту (поставщики услуг по предоставлению

360

---

<sup>653</sup> Статья 2, пункт 1, литр z quater SPG с поправками, внесенными в соответствии с БуА 2019/54.

<sup>654</sup> Затраты на лицензирование услуги по предоставлению данных в УФР составляют 30.000,00 CHF (Приложение 1, раздел А № 1 литр q к УФР). Ежегодная плата за надзор составляет не менее 20.000,00 швейцарских франков и не более 150.000,00 швейцарских франков (Приложение 2, Раздел I, Раздел I FMA).

данных). В<sup>655</sup> соответствии с MiFID II существуют утвержденные системы публикации<sup>656</sup>, провайдеры консолидированных бегущих строк данных<sup>657</sup> и утвержденные механизмы отчетности.<sup>658</sup> Эти услуги по предоставлению данных в основном дифференцированы между отчетностью по операциям и отчетностью о торговле. В отчетности по сделкам информация о сделках с финансовыми инструментами направляется в национальный надзорный орган с целью обеспечения возможности мониторинга рынка и выявления нарушений или явных торговых операций на ранней стадии.<sup>659</sup> С другой стороны, "Trade Reporting" публикует информацию о сделках с ценными бумагами и тем самым делает ее доступной для других участников рынка.<sup>660</sup> Это призвано противодействовать асимметричному распределению информации, а также дать возможность найти наилучшее место для исполнения ордеров.

361

---

<sup>655</sup> Статья 4 (1) № 63 MiFID II; статья 3а (1) Z 46-49 Закона о банковской деятельности.

<sup>656</sup> Утвержденный порядок публикации order APA; статья 4 Abs 1 Nr 52 MiFID II.

<sup>657</sup> Консолидированный поставщик лент или СТП; Статья 4 (1) № 53 MiFID II. Если сравнить английскую версию с немецкой версией MiFID II, то можно заметить, что в цитируемом положении была допущена ошибка в переводе. АПА (утвержденные системы публикаций) были неправильно переведены здесь как "APS".

<sup>658</sup> Утвержденный механизм отчетности order ARM; статья 4 Abs 1 Nr 54 MiFID II.

<sup>659</sup> Представление подробной информации об операциях в компетентные органы (аспект отчетности).

<sup>660</sup> Публикация коммерческой информации (рекламный аспект).

Процедура авторизации одинакова для всех услуг по предоставлению данных.<sup>661</sup> АПА является обязательным требованием для инвестиционных компаний и систематических интерналов, которые совершают сделки с финансовыми инструментами, торгуемыми на торговых площадках, за свой счет или от имени клиентов. В соответствии со статьями 20 и 21 MiFIR, в контексте прозрачности торговли обязательно публикуются объем, цена и время заключения сделок по определенным финансовым инструментам. Поставщик программного обеспечения, предлагающий интерфейс к DEX, на котором также торгуются маркеры безопасности, публикует торговую информацию, относящуюся к финансовым инструментам, но не от банков, инвестиционных компаний или компаний по управлению активами, при условии, что эта информация обрабатывается и отображается блочной цепью. В лучшем случае, это можно было бы предположить, если бы на ДЕКС появился систематический интернационализатор. В таком случае, однако, интернационалист должен будет удостовериться в том, что он имеет связь с утвержденным АПВ.

По этой причине оператор интерфейса к DEX<sup>662</sup> также не является 362  
СТР, поскольку такие данные консолидируются в реальном потоке данных, через который могут быть получены объемы ценовых и торговых данных по финансовому инструменту. Однако торговая информация относится исключительно к данным о конкретных финансовых инструментах на регулируемых рынках, ФТМ, ОФЗ и

---

<sup>661</sup> Арт 59 ff MiFID II.

<sup>662</sup> См. Главу II.2.5 досках объявлений или программной доске объявлений.

утвержденных системах публикации.<sup>663</sup> Децентрализованная биржа, на которой иногда торгуются маркеры, представляющие финансовые инструменты, не является таким местом торговли или услугой по предоставлению данных, поэтому положение на СТР также не относится к такой доске объявлений или информационной платформе, которая имеет доступ к блочно-цепочечной DEX.

- 363 Такой поставщик услуг интерфейса к DEX не обязан отчитываться перед национальным надзорным органом или ESMA и, следовательно, не может являться ARM.

## 2.6 Проспектные соображения

- 364 Закон Лихтенштейна о проспекте ценных бумаг (WPPG)<sup>664</sup> к 21.07.2019 г. включил в национальное законодательство<sup>665</sup> Директиву о проспекте ценных бумаг о составлении проспекта ценных бумаг для публичного предложения ценных бумаг<sup>666</sup> или для допуска их к торгам на регулируемом рынке.<sup>667</sup> С 21.07.2019 Постановление о проспектах<sup>668</sup> также имеет прямое действие в

---

<sup>663</sup> В статье 4 (1) № 53 МФИД II неправильно переведена как "GSP".

<sup>664</sup> LGBI 2007.196; ошибочно и вероятно основано на редакционной ошибке, статья 1a (2) lb BankV по-прежнему ссылается на WPPG вместо Постановления о проспекте 2017/1129 и WPPDG EAOC.

<sup>665</sup> Директива 2003/71/EU, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/71/oj>.

<sup>666</sup> Термин "ценные бумаги" относится, в частности, к переводным ценным бумагам и, таким образом, к финансовым инструментам в соответствии с Приложением 2, раздел С Закона о банковской деятельности; ср. ст. 3, п. 1 л. а WPPG, LGBI 2007,196.

<sup>667</sup> Статья 2(1) WPPG, LGBI 2007.196.

<sup>668</sup> Постановление 2017/1129, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>.

ЕЭП и, таким образом, в Лихтенштейне в полном объеме и заменяет собой Директиву о проспектах.<sup>669</sup> Внедрение состоялось в соответствии с Законом о внедрении проспекта ценных бумаг ЕЭЗ.<sup>670</sup> Помимо облегчения составления проспектов эмиссии, основное внимание в Постановлении уделяется исключениям из порядка составления проспекта эмиссии. Для проведения эмиссии на общую сумму менее 1 млн. евро в течение двенадцати месяцев может не потребоваться проспект эмиссии ни в одной из стран ЕС или ЕЭЗ. Лихтенштейн использует возможность - предлагаемую Регламентом - и устанавливает национальный порог, ниже которого не требуется проспект эмиссии в размере 8 млн. евро в течение 12 месяцев.<sup>671</sup>

### 2.6.1 Определение ценных бумаг и публичной оферты

Согласно ст. 1 (1) в сочетании со ст. 3 (1) Регламента проспекта, проспект ценных бумаг должен быть составлен для публичного предложения ценных бумаг и допуска их к торгам на регулируемом рынке в ЕС или ЕЭЗ. Согласно ст. 2 лит. проспекта, ценные бумаги в этом смысле являются переводными ценными

365

---

<sup>669</sup> Решение Объединенного комитета/Совместного комитета (ОКЕ) 84/2019 от 29.03.2019; см. BuA 2019/36, стр. 6; также принимаем к сведению два делегированных постановления о Положении о проспектах ЕС/2019/979, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2019/980/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2019/980/oj) и EU/2019/980, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/979/oj>.

<sup>670</sup> EEA SPA, LGBI 2019.159.

<sup>671</sup> BuA 2019/36, стр. 8; Статья 3(b) СПА ЕАОС.

бумагами по смыслу ст. 4 п. 1 № 44 MiFID II.<sup>672</sup> Регламент Лихтенштейна EEA SESTA и Регламент проспекта, а также бывший австрийский СММ<sup>673</sup> и СММ 2019<sup>674</sup> не распространяются на приглашения к подаче предложений (*invitatio ad offerendum*).<sup>675</sup>

366 В целях защиты инвесторов понятие "ценная бумага" должно толковаться широко.<sup>676</sup> Важно, чтобы они были пригодны для

---

<sup>672</sup> За исключением платежных инструментов или инструментов денежного рынка в соответствии со статьей 4 (1) № 17 MiFID II со сроком погашения менее 12 месяцев. Ср. финансовые инструменты в соответствии с Приложением 2, Раздел С №1 БанкаГ.

<sup>673</sup> § 1 пункт 1 № 1 KMG BGBl. № 625/1991 с изменениями от 02.01.2018.

<sup>674</sup> Бюллетень федеральных законов I № 62/2019; статья 1 (1) № 1 Австрийского закона о рынке капитала 2019 года.

<sup>675</sup> Ср. *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2-я редакция, § 1 Rz 8 mwN, согласно которой приглашение делать оферту и уведомления о знаниях, в которых намерение продать имманентно, также может быть охвачено понятием публичной оферты, но это должно быть исключено со ссылкой на правовую фразу "приглашение к подписке", конкретные условия подписки также необходимы для подписки. Наличие конкретного намерения продать в качестве достаточного критерия для публичной оферты было критически оценено и отвергнуто в преобладающей австрийской доктрине. Потенциальный инвестор должен получить, по крайней мере, *essentialia negotii* в уведомлении, касающемся передаваемой ценной бумаги. Это также соответствует формулировке закона, так как без необходимого договорного содержания невозможно подписаться и, следовательно, не выдать приглашение к подписке на переводные ценные бумаги - ср. в этой связи *Zivny*, KMG, Курцкомментар, 2-я редакция, § 1 Rz 6 f mwN.

<sup>676</sup> *Zivny*, KMG, Курцкомментар, 1-е издание, § 1 Rz 40; *Zivny*, KMG, Курцкомментар, 2-е издание, § 1 Rz 62 mwN, Rz 65.

торговли, а значит, и взаимозаменяемые "сертификаты",<sup>677</sup> которые выдаются "в большом количестве и с одинаковым содержанием",<sup>678</sup> чтобы инвесторы приобретали одинаковые права без какой-либо индивидуализации.<sup>679</sup>

Таким образом, термин "ценные бумаги" в Положении о 367 проспекте эмиссии основан на трех критериях: стандартизация, возможность передачи и возможность обращения.<sup>680</sup> В частности, именные акции с ограниченной возможностью передачи не должны классифицироваться как передаваемые ценные бумаги и, следовательно, как финансовые инструменты. Это не обязательно относится к соглашениям о блокировке.<sup>681</sup>

368

---

<sup>677</sup> Даже без секьюритизации может существовать ценная бумага или бездокументарное право по смыслу передаваемых ценных бумаг. Это уже видно из того, что проспект ценных бумаг также должен быть составлен и утвержден компетентным надзорным органом для допуска передаваемых ценных бумаг на регулируемый рынок. Это связано с тем, что ст. 3 ч. 1 ЦСДР требует, чтобы ценные бумаги, допущенные к торгам на торговых площадках - не позднее 2023 или 2025 года - учитывались путем записи на счету ценных бумаг в бухгалтерских книгах. Поэтому использование термина "деяние" представляется неточным. Для дематериализации см. *Зивный*, КМГ, Курцкомментар, 2-е издание, § 1 Rz 69 mwN.

<sup>678</sup> *Зивный*, КМГ, короткий комментарий, 2-е издание, § 1 Rz 61.

<sup>679</sup> *Зивный*, КМГ, короткий комментарий, 2-е издание, § 1 Rz 61.

<sup>680</sup> См. главу II.2.3.1.

<sup>681</sup> *Зивный*, КМГ, Курцкомментар, 2. Auflage, § 1 Rz 70 mwN; ESMA/2015/1874, Вопросы и ответы, Проспекты 23 Обновленная версия - 15 декабря 2015 г., Вопрос 67, S 51 f.

Публичная оферта характеризуется коммуникацией с неопределенной группой людей<sup>682</sup>, т.е. с общественностью. Такое сообщение может быть сделано любым способом и в любой форме при условии наличия достаточной информации об условиях выпуска и финансовых инструментах, которые позволяют потенциальному инвестору принять обоснованное решение о том, следует ли приобретать или подписываться на (инвестиционное решение) соответствующие переводные ценные бумаги; это также относится к размещению ценных бумаг через финансового посредника.<sup>683</sup> Особых требований к понятию "общественность" не предъявляется. Таким образом, по мнению BaFin, даже предложение, адресованное только определенной группе лиц - например, сотрудникам или определенным профессиональным группам - эквивалентно публичной оферте<sup>684</sup>. Однако, по мнению Австрии, уведомление (вместе с достаточной информацией об условиях выдачи) должно быть адресовано, по сути, неограниченной группе адресатов, чтобы соответствовать общественному элементу.<sup>685</sup>

369 Таким образом, составным элементом публичной оферты является, в дополнение к общественному или общественному элементу, сообщение, которое должно содержать достаточную

---

<sup>682</sup> *Зивный*, КМГ, Курцкомментар, 2-е издание, § 1 Rz 18; Сообщение для общественности.

<sup>683</sup> Статья 2 литр d Регулирование проспекта.

<sup>684</sup> См. BaFin, обязательство публиковать проспект эмиссии, 01.11.2013, последние изменения внесены 05.08.2019, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html)

<sup>685</sup> *Зивный*, КМГ, короткий комментарий, 2-е издание, § 1 Rz 18.

информацию по данному вопросу. Термин "сношение" уже по закону толкуется весьма широко и включает в себя любой вид сношений. Однако публичное размещение должно всегда основываться на концепции рыночного права. Соответственно, публичная оферта принимается, если к потенциальным инвесторам адресовано целенаправленное обращение и они проинформированы о существенном содержании договора, в частности, о контрагенте и эмитенте, типе выпускаемого финансового продукта, сроке (если применимо), конкретной цене и возможностях подписки, а также об ISIN<sup>686</sup>, если применимо. Если в результате сообщения инвесторы могут сами подписаться на переводные ценные бумаги или сделать предложение о подписке или оформить заказ на их приобретение, то следует исходить из того, что сообщение является публичной офертой.<sup>687</sup>

Такое понимание публичного предложения распространяется также на размещение (с твердым обязательством или без него) ценных бумаг третьими лицами.<sup>688</sup> Обязательство по составлению проспекта ценных бумаг распространяется на любого, кто предлагает ценные бумаги общественности путем их выпуска (выпуск ностро или собственный выпуск, а также выпуск лоро или выпуск третьих лиц).<sup>689</sup> Лицо, которое в конечном итоге подает

---

<sup>686</sup> Международный идентификационный номер ценных бумаг.

<sup>687</sup> *Зивный*, КМГ, Курцкомментар, 2-е издание, § 1 Rz 7; см. также *ВuA* 2007/38, стр. 27.

<sup>688</sup> Провайдеры вторичного предложения также включены.

<sup>689</sup> Однако андеррайтинг (на основе твердых обязательств) или размещение (без твердых обязательств) финансовых инструментов

заявку на допуск переводных ценных бумаг к торгам на регулируемом рынке, также обязано подготовить проспект эмиссии.<sup>690</sup>

371 Информация и ввод цен в торговые и ордерные системы, а также информация в информационных системах или деятельность в качестве маркет-мейкера не считаются коммуникацией в смысле публичной оферты.<sup>691</sup>

372 В соответствии с этим аспектом программные интерфейсы к DEX,<sup>692</sup> как правило, - при условии, что в обработанном виде отображается только информация, касающаяся токенов или приказов на блочной цепочке со ссылкой на финансовые инструменты - будут считаться информационной системой, которая не влечет за собой никаких обязательств по публикации проспекта эмиссии. Поэтому такой интерфейс, как поясняется, может быть разработан, насколько это возможно, без регулирования в соответствии с законодательством Лихтенштейна. Тем не менее, маркеры безопасности, через которые информация отображается на передней панели, также должны подаваться во внутреннюю часть, т.е. DEX на блочной цепи.

---

представляют собой инвестиционные услуги в соответствии с пунктом 1 № 6 или 7 раздела А приложения 2 Закона о банковской деятельности.

<sup>690</sup> Часть 3 статьи 3 Регламента проспекта; не обязательно быть одновременно эмитентом (например, ведущим менеджером). Это не включает в себя допуск к торговле финансовыми инструментами в ФТМ или ОТФ. Тем не менее, допуск к торгам на ФТМ или ОТФ будет регулярно представлять собой публичную оферту.

<sup>691</sup> *Зивный*, КМГ, короткий комментарий, 2-е издание, § 1 Rz 13.

<sup>692</sup> См. главу П.2.5.

Это будет зависеть от конкретной деятельности. Ссылаясь на вышеуказанное исполнение для деятельности маркет-мейкера, 373 следует отметить, что это не влечет за собой никаких обязательств по публикации проспекта эмиссии. Помимо финансовых инструментов, к которым предъявляются торговые требования, внебиржевые маркет-мейкеры и систематические интерналы могут действовать на DEX и заключать сделки с маркерами, представляющими собой финансовые инструменты.<sup>693</sup> Двустороннее появление и торговля за свой счет на DEX - независимо от того, осуществляется ли это вышеупомянутыми участниками финансового рынка или нерегулируемыми компаниями<sup>694</sup> - исключает, таким образом, наличие уведомления и, следовательно, публичной оферты в понимании Регламента проспекта ценных бумаг, и, следовательно, проспект ценных бумаг не должен быть подготовлен к этой деятельности.

Если, с другой стороны, сделки, связанные с маркерами, 374 представляющими собой финансовые инструменты, не совершаются за собственный счет, но такие маркеры предлагаются на публичной DEX,<sup>695</sup> необходимо составить и утвердить проспект

---

<sup>693</sup> См. главу II.2.4, в частности примечание 287 и главу II.2.5, в частности примечание 332.

<sup>694</sup> И наоборот, если в деятельности уполномоченного маркет-мейкера нет публичной оферты, то это также должно быть сделано в случае двусторонней торговли за свой счет на нерегулярной основе нерегулируемыми предприятиями.

<sup>695</sup> Ограничение в отношении адресатов может, однако, быть реализовано технически непосредственно в форме символа, что впоследствии может исключить общественность или, в лучшем случае, возможность перевода на рынок капитала.

ценных бумаг<sup>696</sup>, если не применяется исключение. Это потенциально создает проблему того, что глобальная публичная оферта с глобальным кругом адресатов делается через DEX, но нет соответствующих межюрисдикционных правил.<sup>697</sup> Эта проблема не нова, но существует с появлением Интернета.<sup>698</sup> Наконец, в связи с символическими финансовыми инструментами необходимо также учитывать требование о том, чтобы проспекты ценных бумаг были легкими для понимания.<sup>699</sup>

### 2.6.2 Исключения из обязательства публиковать проспект эмиссии

375 Предложение ценных бумаг общественности не подлежит обязательному опубликованию утвержденного проспекта в соответствии со статьей 3 (1) Регламента проспекта, если такое предложение не подлежит уведомлению в соответствии со статьей

---

<sup>696</sup> УФР утверждает только проспект эмиссии, а проспект не утверждается и не санкционируется, поскольку УФР проверяет только формальности проспекта эмиссии, но не его содержание. Плата, взимаемая УФР за утверждение проспекта эмиссии, составляет 5 000,00 CHF (Приложение 1, Раздел С, № 3 а Закона об УФР).

<sup>697</sup> Теоретически, по крайней мере, участие или подписка могут быть технологически исключены из определенных юрисдикций.

<sup>698</sup> Ср. комментарии BaFin, требование проспекта - юридическая позиция с 21.07.2019, последние изменения внесены 05.08.2019, раздел II, пункт 4.

<sup>699</sup> Ст. 37 и 40 DelVO 2019/980; ср. листовку BaFin Изучение проспектов ценных бумаг на предмет понятности, WA 51-Wp 7115-2019/0099 и листовку BaFin Второе информационное письмо о проспекте и требованиях к разрешениям в связи с выпуском так называемых крипто-маркеров, WA 51-Wp 7100-2019/0011 и IF 1-AZB 1505-2019/0003.

25 Регламента проспекта<sup>700</sup>, или если общий объем рассмотрения предложения общественности в ЕЭЗ в течение двенадцати месяцев не превышает 8 млн. евро или эквивалент в швейцарских франках.<sup>701</sup> Согласно п. 13 Регламента о проспектах, этот порог варьируется в том смысле, что он может быть установлен в пределах от 1 до 8 миллионов евро в отдельных государствах-членах ЕС или ЕЭЗ. Ниже общей суммы, эквивалентной 1 млн. евро за 12 месяцев в случае публичного предложения в странах ЕС или ЕЭЗ, проспект не требуется.<sup>702</sup>

Дополнительные исключения из обязательства публиковать 376  
проспект эмиссии предусмотрены в пунктах 2-5 статьи 1  
Регламента проспекта эмиссии. Наиболее важными  
исключениями в отношении публичных предложений согласно  
пункту 4 статьи 1 Регламента проспектов являются следующие:

- Публичное предложение переводных ценных бумаг, адресованное исключительно квалифицированным

---

<sup>700</sup> Это касается, например, инвестиций по немецкому законодательству или инвестиций по австрийскому. В целом, это относится к ценным бумагам, публичное предложение которых согласно национальному законодательству обязано публиковать информацию, даже если эти ценные бумаги не являются переводными ценными бумагами и, следовательно, финансовыми инструментами в значении MiFID II, а классифицируются как инвестиционные продукты только национальным законодательным органом.

<sup>701</sup> Лимит в размере 8 млн. евро за 12 месяцев действует только для Лихтенштейна, а в других юрисдикциях определенные информационные листы по ценным бумагам или официальный проспект эмиссии могут потребоваться в течение 12 месяцев от 1 млн. евро.

<sup>702</sup> Статья 1, пункт 3 Правила проспекта.

- инвесторам<sup>703</sup> (пункт 4 статьи 1 Постановления о проспекте эмиссии);
- Предложение ценных бумаг, адресованное менее чем 150 неквалифицированным инвесторам в каждом государстве-члене (пункт 4.b статьи 1 Положения о проспектах ценных бумаг);
  - Предложение ценных бумаг с минимальной деноминацией на единицу или минимальной инвестицией в размере 100.000 евро (ст. 1 п. 4 л. с и d Регламента проспекта)

Следует отметить, что в случае применения одного из этих исключений, паспортная система ЕС больше не может использоваться.<sup>704</sup>

### **2.6.3 Игроки на выводах о требованиях DEX и проспекта эмиссии**

---

<sup>703</sup> Оценка того, является ли инвестор профессиональным или непрофессиональным, должна проводиться эмитентом в соответствии с Приложением 1 к АМА (Приложение II к MiFID II). В принципе, подразделение подразделяется на подходящих контрагентов или институциональных инвесторов, профессиональных инвесторов и непрофессиональных инвесторов. Профессиональные инвесторы делятся на прирождённых профессиональных членов (финансовые учреждения или финансовые посредники) и избранных профессиональных членов (непрофессиональные инвесторы, которые по запросу могут рассматриваться как профессиональные клиенты, если они отвечают определённым критериям; так называемый opt-in). Профессиональные инвесторы и даже финансовые учреждения могут рассматриваться как непрофессиональные клиенты, отказавшись от участия.

<sup>704</sup> См. повествование 13 Регламента проспекта.

Обязательство по составлению проспекта возникает в случае предложения населению переводных ценных бумаг (ностро или лоро эмиссия) или допуска переводных ценных бумаг к торгам на регулируемом рынке, если не применяется исключение, но не распространяется на допуск к торгам в ФТМ или ОТФ. Оферта для общественности требует, чтобы оферта была сделана посредством уведомления общественности. 377

Например, информация и ценовые записи в торговых и ордерных системах, данные в информационных системах или деятельность маркет-мейкера не считаются информацией, которая была бы необходима для публичной оферты. 378

Информационные системы (front-end), которые обрабатывают и воспроизводят информацию о DEX (back-end) в отношении токенов и индивидуальных заказов с помощью токенов, которые иногда представляют собой финансовые инструменты, не влекут за собой обязательств по проспекту эмиссии из-за отсутствия публичного предложения переводных ценных бумаг. Однако вопрос скорее в том, как такие маркеры безопасности вообще могут попасть на DEX и была ли уже сделана публичная оферта. Если это так, то проблема заключается в том, что если это технически невозможно, то через DEX производится глобальный выпуск, но нет глобальных правил по публичным предложениям финансовых инструментов и проспектов ценных бумаг. 379

Однако при размещении переводных ценных бумаг (в форме жетонов) на DEX, при условии, что будет сообщено о существенных переговорах (*essentialia negotii*) и не будут применяться исключительные обстоятельства, будет проведено 380

публичное размещение, в связи с чем потребуются проспект эмиссии.

381 На DEX, на которой торгуются маркеры безопасности, (внебиржевые) маркет-мейкеры и систематические интернационализаторы могут в принципе выступать в роли игроков финансового рынка. Как пояснялось выше, их деятельность не является публичной офертой и, следовательно, не влечет за собой требования в отношении проспекта эмиссии, поскольку они обеспечивают ликвидность на рынке капитала за счет постоянного или систематического и в значительной степени собственного участия в торговле финансовыми инструментами. Однако такая двусторонняя торговля против своей книги или от своего имени и за свой счет не является сообщением общественности об условиях оферты финансовых инструментов. Должны быть приняты во внимание торговые обязательства, применимые к инвестиционным обществам в отношении долевых ценных бумаг и некоторых производных инструментов в соответствии со статьями 23 и 28 MiFIR.

## **2.7 Конюшни и электронные деньги**

382 Термин "конюшня" не является юридическим определением, но конюшни характеризуются тем, что они связаны с различными активами ("обеспеченные активами"; "привязанные к валюте") и в значительной степени удалены от волатильности этими депонированными ценностями. Именно связывая такие монеты или жетоны с легальными валютами, они иногда выполняют функцию представителя наличности. В этом контексте всегда

возникает вопрос о том, являются ли конюшни электронными деньгами.<sup>705</sup>

Кроме электронных денег, конюшни могут быть (товарными) производными финансовыми инструментами, в зависимости от их специфической формы. Одним из возможных примеров может быть жетон, основанный на цене золота. В этом случае, как это обычно бывает в случае с производными контрактами, время заключения контракта, связанное с ценами, и время выполнения или реализации контракта, связанное с ценами, будут отличаться, и стоимость будет выведена из базового актива (цена на золото).<sup>706</sup> 383

Можно также предположить, что вещный иск в смысле требования о реституции будет представлен в качестве оттока полного правового титула, эквивалентного гражданскому или коммерческому имущественному документу.<sup>707</sup> Для того чтобы остаться с примером золота, требование (в реванше) о реституции определенного куска золота (в смысле особого долга) может быть символическим. В соответствии с законом Лихтенштейна о 384

---

<sup>705</sup> См. главу II.2.2.2.

<sup>706</sup> Ср. комментарии в главе II.2.3.3, касающиеся сделок с деривативами; ср. также, по вопросу об удостоверении права собственности, Раздел I. Глава I.1.2, который не является финансовым инструментом.

<sup>707</sup> В связи с дематериализацией и, следовательно, отсутствием элемента телесности, это, вероятно, "товарное право" или имущественное право реального характера.

надзоре такой знак не будет зарегистрирован в качестве финансового инструмента.<sup>708</sup>

- 385 Наконец, возвращаясь к вопросу об электронных деньгах, следует отметить, что при выкупе электронных денег могут взиматься лишь очень ограниченные сборы.<sup>709</sup> В принципе, по желанию клиента и владельца Электронных денег соответствующая сумма Электронных денег, находящихся в распоряжении клиента, должна быть погашена в любое время (неотъемлемый компонент) по номинальной стоимости. Кроме того, условия выкупа, включая любые требования о вознаграждении, должны быть четко и прозрачно изложены в договоре.<sup>710</sup>

### 2.7.1 Закон об электронных деньгах - сфера применения

- 386 Сфера применения Закона об электронных деньгах (ЗЭД) распространяется на коммерческую эмиссию электронных денег эмитентами электронных денег.<sup>711</sup> Эмитентами Электронных денег являются, в частности, кредитные учреждения и учреждения по выпуску Электронных денег.<sup>712</sup> Сюда относятся кредитные

---

<sup>708</sup> См. далее раздел I. Глава I.1.2 которым, тем не менее, "квазистандартизация" может быть достигнута, например, посредством соглашения о хранении.

<sup>709</sup> Например, в виде пошлин или других льгот; статья 44 ЭКГ.

<sup>710</sup> Дополнение 18 к Директиве об электронных деньгах; дополнительные указания см. также в II.2.7.6

<sup>711</sup> Статья 2 (1) ЭКГ; Статья 1 (1) Директива об электронных деньгах 2009/110/ЕС, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/110/oj>.

<sup>712</sup> Статья 3(1)(с) Договора ЕС; минимальный капитал учреждений электронных денег составляет 350 000,00 евро или эквивалент в

учреждения по смыслу CRD IV<sup>713</sup>, включая филиалы компаний третьих стран в Европейском Союзе - в соответствии с соответствующим национальным законодательством - а также<sup>714</sup> так называемые освобожденные юридические лица (например, специальные учреждения электронных денег в соответствии со ст. 30 EGG). В<sup>715</sup> отличие от Австрии, другие виды деятельности учреждения, занимающегося электронными деньгами, в соответствии со статьей 5, параграф 2, Договора ЕС, не должны прямо подпадать под действие административного запрета на лицензирование со стороны УФР Лихтенштейна.<sup>716</sup>

---

швейцарских франках (Статья 8(2) Договора ЕС) Лицензионный сбор, взимаемый УФР для учреждений, занимающихся электронными деньгами, составляет 30.000,00 CHF в соответствии с Приложением 1, раздел А, № 1, лит. г Закона об УФР. Плата за надзор над учреждениями, занимающимися электронными деньгами, составляет не менее 20.000,00 швейцарских франков и не более 120.000,00 швейцарских франков в год (Приложение 2, Часть I, Раздел С, № 1 и 5 FMAA.

<sup>713</sup> Первоначальная ссылка относится к предшествующему постановлению CRD IV, Директива 2006/48/ЕС, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/48/oj>; ср. статью 1 (1) а Директивы об электронных деньгах.

<sup>714</sup> Статья 1 (1) (а) Директивы об электронных деньгах в сочетании со статьей 38 и статьей 4 (3) Директивы CRD III.

<sup>715</sup> Ср. статью 2 № 3 в сочетании со статьей 1 (3) Директивы об электронных деньгах. Положение о филиалах компаний, домицилированных в третьих странах, было отменено как в Договоре ЕС (ст. 28 ЭКГ), так и в Банковском Законе (ст. 30п-30р Банковского Закона). Это сделано для того, чтобы уточнить, что отделения третьих государств в Лихтенштейне требуют независимой юридической субъективности (в отличие от отделений) и разрешения. Ср. VuA 2018/98, стр. 83 f.

<sup>716</sup> Ср. §3 абз. 3 бЕGG "Кроме того, учреждения, занимающиеся электронными деньгами, могут осуществлять следующие виды деятельности при условии,

Учреждения, занимающиеся электронными деньгами, вместе со своими партнерами в третьих странах также квалифицируются как эмитенты электронных денег в соответствии с Директивой об электронных деньгах.<sup>717</sup> Следует отметить, что учреждения третьих стран должны создаваться в соответствии с национальным законодательством. В национальном законодательстве ссылка на третьи страны до сих пор<sup>718</sup> регулировалась в статье 28 Договора ЕС. Согласно заявлениям в докладе и предложению правительства о введении закона о страховании вкладов и компенсации инвесторам банков и инвестиционных компаний (ЕАГ), эти положения, касающиеся отношений с третьими странами, были отменены одновременно с положениями о компаниях третьих стран в ст. 30п-30р Закона о банковской деятельности.<sup>719720</sup>

---

*что их лицензия дает им на это право:*"*Miczajka*, Необходимость и объем лицензии в *Vonkilch* (ред.), Комментарий к закону о электронных деньгах 2010 г., стр. 70 (стр. 73 f); кроме того, могут осуществляться и другие виды предпринимательской деятельности (ст. 5 абз. 2 букв. е EGG; § 3 абз. 3 № 5 öEGG; ст. 6 абз. 1 букв. е директивы об электронных деньгах) - как это должно работать на практике, остается неясным - там же, стр. 70 абз. 77). Это можно было бы реализовать посредством строгого организационного разделения, аналогичного разделению инвестиционной компании, управляющей ФТМ, через которую можно торговать маркерами ценных бумаг, представляющими финансовые инструменты, и которая также предлагает торговлю нерегулируемыми маркерами (см. главу II.2.4.1, FN 568).

<sup>717</sup> Статья 1 (1) (b) в сочетании со Статьями 2 (1) и (3) в сочетании со Статьей 8 Директивы об электронных деньгах.

<sup>718</sup> IdF LGBI 2011.151.

<sup>719</sup> IdF LGBI 2011.243.

<sup>720</sup> BuA 2019/13, S 100 f и BuA 2018/98 S 84 aE; EGG с поправками LGBI 2019.106; BankG с поправками LGBI 2019.105.

По мнению правительства, это должно представлять собой правовую корректировку, поскольку филиалы из третьих стран до сих пор не были созданы в соответствии с установившейся практикой, но независимые корпоративные структуры были зарегистрированы в ЕС или ЕЭЗ и, следовательно, утверждены.<sup>721</sup> Это также должно дать понять, что ветви могут быть реализованы только с помощью автономной авторизации и, следовательно, со своей собственной правовой субъективностью. Следовательно, будет также устранен недостаток, связанный с филиалами компаний, созданными в третьих странах, который не позволял им воспользоваться системой Europass или свободой предоставления услуг и свободой учреждения.<sup>722</sup> 388

В отличие от учреждений CRR, эмитенты электронных денег или учреждения не обязаны по закону о компаниях<sup>723</sup> учреждаться в качестве открытого акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью Societas Europaea (SE) и, следовательно, могут учреждаться и в других юридических формах. BaFin придерживается правовой точки зрения, что в соответствии с используемой там терминологией центральным офисом или оператором операции с электронными деньгами могут быть также *"физические лица, товарищества или иное большинство лиц, [...] юридические лица или корпоративные"* 389

---

<sup>721</sup> Поскольку собственные лицензиаты также имеют доступ к паспортной системе, в отличие от филиалов без статуса юридического лица.

<sup>722</sup> BuA 2018/98 р. 83 f; ср. в отношении правовой независимости отраслей их определение в статье 3, пункт 1, № 16 CRD IV в сочетании со статьей 4, пункт 1, № 17 CRR.

<sup>723</sup> Статья 18 Закона о банковской деятельности.

*структуры, не обладающие дееспособностью*"<sup>724</sup>. В соответствии с законодательством Лихтенштейна учреждение, занимающееся вопросами электронных денег, а следовательно, и эмитент электронных денег, должно быть юридическим лицом (статья 3, пункт 1, подпункты а и с ЭКГ).

- 390 Таким образом, существенная сфера применения Директивы об электронных деньгах относится к эмиссии электронных денег, в то время как персональная сфера применения относится к эмитентам электронных денег, что в конечном итоге приводит к де-факто местной сфере применения, в которой эмитенты электронных денег могут существовать и авторизованы только в ЕЭЗ/ЕС. Следует отметить, что в тех случаях, когда электронные деньги распределяются через торговые точки, действующие от имени эмитента электронных денег, договор заключается между клиентом и эмитентом, а не между клиентом и торговой точкой.<sup>725</sup> В соответствии со ст. 14 (2) ЭПГ, эмиссия также зарезервирована для эмитентов электронных денег. Таким образом, невозможно обойти режим электронных денег путем эмиссии денежной стоимости в третьей стране, которая распределяет эту денежную стоимость через торговую точку в ЕЭЗ или государстве-члене ЕС.

---

<sup>724</sup> BaFin Merkblatt - Информация о Законе о надзоре за платежными услугами (Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, ZAG) от 22.12.2011, последние изменения внесены 29.11.2017, глава 4 lit a sublit bb, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_111222\\_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33).

<sup>725</sup> Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Комментарий к E-Money Act 2010, Rz 52 (p 30 f).

## 2.7.2 Заключение о территориальной сфере действия режима электронных денег

Как Директива об электронных деньгах, так и национальное положение Закона об электронных деньгах охватывают профессиональную эмиссию электронных денег в отношении материальной сферы применения. Персональная сфера применения распространяется на эмитентов электронных денег, выпускающих электронные деньги. Эмитентами Электронных денег являются, в частности, кредитные учреждения и учреждения по выпуску Электронных денег. Эта персональная сфера применения подразумевает местную сферу применения. Поскольку такие учреждения могут быть инкорпорированы и авторизованы только в ЕС или ЕЭЗ, эмиссия электронных денег в иностранных юрисдикциях, незнакомых с режимом электронных денег, невозможна. 391

Таким образом, если выпускается токен, который представлял бы собой Электронные деньги, если бы он был выпущен в ЕС или ЕЭЗ, он не является Электронными деньгами, при условии, что эмитент создан в третьей стране, которая не признает Электронные деньги и осуществляет эмиссию в этой стране. Примером такого электронного жетона, который, при отсутствии его выдачи в ЕС или ЕЭЗ, не является электронными деньгами, но который рассматривался бы как электронные деньги, если бы он был выдан в государстве-члене ЕС, является Теремота.<sup>726</sup> Распространение такого токена третьим лицом (но не торговым предприятием, действующим от имени эмитента) на территории ЕЭЗ или ЕС 392

---

<sup>726</sup> Подробнее см. главу II.2.7.6

впоследствии не открывает сферу применения режима Электронных денег и не может рассматриваться в качестве платежной услуги, поскольку материальная сфера применения ограничивается эмиссией Электронных денег, как описано выше, и, если такая денежная стоимость выпускается в виде требования к эмитенту в третьей стране, то Электронных денег с самого начала быть не может. Однако, учитывая взаимосвязь между предприятием по выпуску электронных денег и депозитным бизнесом, в соответствующей иностранной юрисдикции необходимо будет рассмотреть вопрос о том, будет ли осуществляться депозитный бизнес или же будет выпущена облигация или другая облигация.

### **2.7.3 жетоны в виде электронных денег, кошельков и определенных платежных счетов для электронных денег**

393 Электронные деньги состоят из шести элементов, которые должны быть кумулятивными, чтобы составлять Электронные деньги.<sup>727</sup> Согласно Закону об электронных деньгах, электронные деньги определяются как (i) хранимые в электронном или магнитном виде (ii) денежная стоимость, которая отражается в (iii) требовании к эмитенту электронных денег, которое (iv)<sup>728</sup> выдается в связи с

---

<sup>727</sup> Отчет ЕБА с рекомендациями для Европейской Комиссии по крипто-активам, 09.01.2019, S 13, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

<sup>728</sup> В английской версии ст. 2 п. 2 Директивы об электронных деньгах термин "денежные средства" используется для обозначения денежных сумм (выданных при получении средств), которые могут быть истолкованы более широко, чем немецкий термин "Geldbeträge". Однако

оплатой денежной суммы, чтобы (v) осуществить платежные операции (в понимании Закона о платежных услугах; PSA), и которое также принимается (vi) физическими или юридическими лицами, не являющимися эмитентом электронных денег.<sup>729</sup>

Электронные деньги в первую очередь используются для оплаты, а не для накопления. Таким образом, принимая средства в 394

---

термин "средства" также должен толковаться узко в смысле средств, а не широко в смысле финансовых ресурсов или активов. Это также следует из Указания 18 Директивы об электронных деньгах, согласно которому электронные деньги всегда должны погашаться по номинальной стоимости; ср. также постановление суда ЕАСТ от 30 мая 2018 года по делу E-9/17 между Edmund Falkenhahn AG и Управлением по финансовому рынку Лихтенштейна, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>, примечание 27 - *"Эмитенту электронных денег запрещается ставить стоимость единицы электронных денег в зависимость от любой другой референсной стоимости, например, унции золота, чем номинальная стоимость базовой законной валюты"*. Для Лихтенштейна это также вытекает из статьи 3, параграфа 3, а BankG, согласно которой, просто по юридической фикции, не существует депозитной операции, если полученная сумма денег непосредственно обменивается на электронные деньги; однако, если депозитная операция не существует, то, как следствие, операции с электронными деньгами также никогда не могут существовать. Тот факт, что возможность выкупа электронных денег реальна и что это требование может применяться только к законному платежному средству и самим электронным деньгам, более того, ясно видно из того, что депозиты являются безоговорочно подлежащими возврату денежными средствами и что электронные деньги, по юридической фикции, не являются депозитом, если полученная сумма денег обменивается непосредственно на денежную стоимость, хранящуюся в электронном виде (электронные деньги).

<sup>729</sup> Ст. 3(1)(b) ЭКГ; Примечание: римские цифры в скобках служат для пояснения отдельных элементов правонарушения; см. Отчет ЕБА, Отчет с рекомендациями для Европейской Комиссии по криптозачетам, 09.01.2019, стр. 13

процессе эмиссии Электронных денег, не происходит, по юридической фикции, никакой депозитной операции.<sup>730</sup> Учреждениям, занимающимся электронными деньгами, также запрещено предоставлять кредиты за счет денежных средств или проценты по средствам, полученным в связи с выпуском Электронных денег.<sup>731</sup>

395 Однако некоторые криптографические валюты по своей природе генерируются или выкапываются так называемой горнодобывающей промышленностью и не выпускаются центральным учреждением. Если нет центрального эмитента, то такой эмитент не может выпустить или взять на себя обязательство по предъявлению претензии.<sup>732</sup> Крипто-валюты, такие как Bitcoin и эфирные, также не должны классифицироваться как электронные деньги, так как нет эмитента электронных денег, против которого можно было бы предъявить претензию - представленную в магнитной или электронной денежной форме.

---

<sup>730</sup> Ср. п. 3 ст. 3 Закона о банковской деятельности и п. 13 Директивы об электронных деньгах; ср. главу II.2.2.2 - депозитный бизнес не может быть возобновлен, даже если есть исключение из бизнеса электронных денег, как в данном случае, с догматической точки зрения, Электронные деньги - пусть и "несанкционированные" - все еще присутствуют.

<sup>731</sup> Процедура 13 Директивы об электронных деньгах; однако, проценты могут быть предоставлены, если это не связано с периодом владения. Кроме того, пункт 4 б) статьи 18 СРП II также позволяет платежным учреждениям выдавать краткосрочные займы, подлежащие погашению в течение двенадцати месяцев.

<sup>732</sup> Vgl die Ausführung в Заключении ЕБА о "виртуальных валютах", ЕВА/Op/2014/08 vom 04.07.2014, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>, Rz 179 - "отсутствие искипителя".

Это соответствует мнению ЕБА,<sup>733</sup> которая не считает крипто-валюты сопоставимыми с обычными платежными услугами или правилами финансового рынка ЕС в целом,<sup>734</sup> хотя и по причинам, которые, вероятно, ошибочны.<sup>735</sup>

Кроме того, криптографические валюты, такие как BTC или ETH, 396 как правило, не представляют собой претензии, а скорее, как "маркеры ценности", независимые маркеры в смысле цифрового контента как товара (данных или программного обеспечения) и, следовательно, виртуальных валют. Поэтому такие жетоны, как Bitcoin или Ether, не будут представлять собой электронные деньги, даже если они выпускаются централизованно, до тех пор, пока они не будут представлять собой претензию к эмитенту. Такое мнение высказал член Исполнительного совета ЕЦБ Мерш в своем выступлении в ЕЦБ в связи с жетоном Facebook "Весы": *"Первый вызов касается фундаментально правового характера Весов. Выбор, по сути, заключается в том, относиться ли к Весам как к электронным деньгам, как к финансовому инструменту или как к виртуальной валюте. Весы, как представляется, не квалифицируются как электронные деньги, так как они не воплощают в себе претензии*

---

<sup>733</sup> Европейское банковское управление.

<sup>734</sup> Утверждается, что крипто-валюты не должны подпадать под режим электронных денег или платежных услуг, поскольку это придало бы им такой авторитет, которого они якобы не имели бы.

<sup>735</sup> ЕВА/Ор/2014/08 от 04.07.2014, Rz 179 f.

их владельцев к Весовой ассоциации<sup>736</sup>. Жетоны могут представлять собой требования и, следовательно, электронные деньги, но если они представляют собой токен с собственной ценностью, не зависящей от требования (выраженный в деньгах), то правонарушение, связанное с электронными деньгами, не может существовать. Такие маркеры представляют собой данные или программное обеспечение в смысле товаров или цифрового содержания и не являются претензиями на книги, и, следовательно, не подпадают под действие связанной триады или сообщающихся сосудов электронных денег, депозитов или финансовых инструментов.<sup>737</sup> Даже если бы БТД были выпущены в централизованном порядке, они никогда не могли бы представлять собой электронные деньги, если бы не было представлено требование к эмитенту, как это подразумевает *Терлау* в целом.<sup>738</sup> Эта точка зрения догматически неверна в нескольких отношениях и должна быть отвергнута, как будет показано ниже.

397 Возникает вопрос, обязательно ли при возникновении претензии к эмитенту войти в область права финансовых инструментов, депозитов или электронных денег, относящуюся к финансовому рынку. Например, ваучер в форме жетона может быть выдан в

---

<sup>736</sup> *Мерш*, выступление на правовой конференции ЕЦБ, Франкфурт-на-Майне, 2 сентября 2019 г., <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedded9219.en.html>, звонок 04.10.2019, 22:10.

<sup>737</sup> См. также главу II.2.2.2 по этому вопросу делимитации.

<sup>738</sup> *Терлау* в *Шиманском/Бунтел/Львовском* (Хр.), Руководство по банковскому праву § 55а, Rz 148.

обмен на уплату бумажных денег. Если это представляет собой требование о покупке товаров или услуг, то такой ваучер не является финансовым инструментом, так как ваучер является платежным инструментом. При отсутствии безусловного обязательства по возврату выданных денег, также не осуществляется депозитная операция.<sup>739</sup> Однако возникает вопрос, может ли ваучер впоследствии представлять собой денежную ценность (аргумент: эмиссия против невозврата денег), в форме требования (аргумент: требование о получении товаров или услуг от эмитента), с помощью которого могут быть осуществлены платежные операции (аргумент: выкуп или оплата товаров или услуг с помощью такого электронного ваучера).

Однако по первому критерию денежной стоимости квалификация 398 уже не удастся. Такая квалификация может относиться только к денежному требованию, которое также связано с предоставлением денежной суммы. Предпосылкой является то, что денежная стоимость обязательно должна быть денежной суммой и что требование может относиться только к такому требованию с датой валютирования в денежной форме, так что платежная операция должна быть осуществлена в соответствии со статьей 2 № 2 ЭКГ в сочетании со статьей 4 № 5 PSD II или статьей 3, п. 1 л. в ЭКГ в сочетании со статьей 4, п. 1 № 54 ZDG. Соответственно, предоставление, перевод или снятие средств, которые определены как резервные деньги, наличные деньги и электронные деньги в

---

<sup>739</sup> Предвидение результата, если в депозитном бизнесе отказано, больше не может быть бизнеса с электронными деньгами.

соответствии с пунктом 1 статьи 4 № 18 ZDG (статья 4 № 25 PSD II), имеют существенное значение для платежных операций.

399 В результате, претензия на получение товаров или услуг никогда не может представлять собой электронные деньги. Это также логично, поскольку электронные деньги - это вымышленный с юридической точки зрения особый случай депозитного бизнеса - депозитный бизнес всегда базируется на безоговорочно возвращаемых средствах. BaFin придерживается следующей точки зрения: *"Понятие денежной стоимости охватывает не только законное платежное средство, но и любой вид обмена, который обычно принимается в качестве оплаты за конкретные товары или услуги или даже только в конкретной социально-культурной среде или только сторонами многостороннего рамочного соглашения"*.<sup>740</sup> Ауффенберг тоже распространяет это мнение с небольшой дифференциацией: *"Платежные единицы на основе блоков уже соответствуют этим требованиям благодаря имманентному способу оплаты, совершенно независимо от их конкретной технической конструкции и вопроса о том, функционируют ли они как оригинальные блочные единицы через открытую и децентрализованно организованную блочную цепь, или же они являются единицами "умного" контракта на блочную цепь, выданного центральным эмитентом, а именно программистом*

---

<sup>740</sup> Листовка BaFin - Информация о Законе о надзоре за платежными услугами, П 4 а, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_111222\\_zag.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html)

"умного" контракта.<sup>741</sup> Последний полагается на *Терлау* в своем мнении.<sup>742</sup>

*Терлау утверждает, что Bitcoin* представляет собой денежную 400 стоимость, так как ВТС действуют как средство обмена и оплаты.<sup>743</sup> По указанным причинам эта точка зрения догматически ошибочна и должна быть отвергнута полностью. Денежная стоимость может относиться исключительно к денежному требованию об осуществлении платежных операций; если это не денежное требование, то, как поясняется, платежные операции по смыслу СРП II не могут быть осуществлены с самого начала, которые основаны на предоставлении, снятии или переводе денежных средств. Более того, операции с электронными деньгами - это всего лишь вариант депозитного бизнеса; если существование депозитного бизнеса априори невозможно, то операции с электронными деньгами никогда не могут быть осуществлены (аргумент *a maiore ad minus*, поэтому регулируемая в ECL операция с электронными деньгами не является *lex specialis* для депозитного бизнеса в соответствии с Законом о банковской деятельности, так как в этом случае она может отступать от последнего)<sup>744</sup>. Требование, дающее право владельцу на получение

---

<sup>741</sup> Ауффенберг, электронные деньги на основе блок-цепочки, BKR 2019, стр. 341 (стр. 342).

<sup>742</sup> *Терлау в Каспере/Терлау, ZAG, § 1a Rz 41 mwN.*

<sup>743</sup> *Терлау в Шиманском/Бунте/Львовском (Хр.)*, Руководство по банковскому праву § 55a, Rz 148.

<sup>744</sup> См. главу II.2.2.2, FN 377 кроме того, как Закон о банковской деятельности, так и Закон о введении в действие Договора о Европейском

товаров или услуг, может представлять собой или функционировать как средство обмена, но из-за отсутствия даты валютирования в денежном выражении не соответствует критериям денежной стоимости, с которой могут осуществляться платежные операции.

401 Это также строго, так как электронные деньги догматически представляют собой депозит или безоговорочно подлежащие возврату средства, и существует только юридическая фикция, что полученные средства не являются депозитом, если полученные суммы обмениваются непосредственно или немедленно на электронные деньги.<sup>745</sup> Следовательно, догматично также и то, что когда исключение из режима электронных денег оправдано, депозитный бизнес уже не может быть возрожден на основе этой выдумки. Это происходит потому, что, несмотря на то, что сфера применения Договора ЕС открыта, исключение - например, ограниченные сети - означает, что выдача таких электронных денег не подлежит разрешению. Таким образом, депозит не вносится,

---

Союзе представляют собой специальное законодательство. В надзорном каскаде регулирование банков даже соответствует более специфическому регулированию. Видение бизнеса электронных денег как лексической специализации депозитного бизнеса, однако, кажется не совсем правильным, так как депозитный бизнес регулируется как Законом о банковской деятельности, так и Вводным законом, согласно которому в случае депозитного бизнеса с определенными условиями, юридическая фикция влечет за собой особые последствия для бизнеса электронных денег. Таким образом, депозитный бизнес и электронный денежный бизнес являются двумя отдельными юридическими учреждениями, которые регулируют депозитный бизнес.

<sup>745</sup> Ср. ст. 6, ч. 3 Директивы об электронных деньгах и ст. 3, ч. 3 Закона о банковской деятельности.

так как электронные деньги выпускаются; однако эмиссия электронных денег может быть освобождена от разрешения, если делается исключение. Это, однако, с самого начала не исключает сферу действия Договора ЕС и, следовательно, не влияет на сферу действия Закона о банковской деятельности, который регулирует депозитный бизнес. Это еще более усиливается тем фактом, что о таких исключениях из сферы электронных денег необходимо также сообщать УФР.<sup>746</sup>

<sup>747</sup>Однако правильно сказать, что электронные деньги - это третья 402 форма денег помимо наличных и книжных денег, в которой электронные деньги не имеют цели сбережения и не должны нести в себе проценты<sup>748</sup>, а предназначены для осуществления платежей на небольшие суммы. Это уже вытекает из изложенного в Первой директиве об электронных деньгах<sup>749</sup> - *"Для целей настоящей директивы электронные деньги могут рассматриваться как электронный суррогат для монет и банкнот, который хранится в электронном виде [...] и который, как правило, предназначен для осуществления розничных платежей в электронном виде"*.<sup>750</sup> Здесь уже приводились доводы о том, что полученные средства не являются депозитом, если электронные деньги выпускаются немедленно "с

---

<sup>746</sup> Статья 3 (3) ZDG.

<sup>747</sup> Терлау в Шиманском/Бунте/Львовском (Хр.), Руководство по банковскому праву § 55а, Rz 11.

<sup>748</sup> См. раздел 13 и статью 12 второй Директивы об электронных деньгах.

<sup>749</sup> Директива 2000/46/ЕС, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2000/46/oj>.

<sup>750</sup> Цитата 3 Директивы 2000/46/ЕС.

учетом их специфических характеристик в качестве электронного суррогата для монет и банкнот”<sup>751</sup>; важно также отметить, что согласно этой первой Директиве об электронных деньгах, если электронные деньги находились на кредитном счете, депозитная операция все равно была установлена, в отличие от второй Директивы об электронных деньгах.<sup>752</sup>

- 403 Auch die nationale Aufsichtsbehörde Englands, die Financial Conduct Authority oder kurz FCA, führt diese Argumentationslinie in Treffen. Для того, чтобы получить доступ к информации о деятельности компании, необходимо, чтобы компания Annahme von Geldern bei darauf folgendem Eintausch была представлена в E-Geld kein Einlagengeschäft zu begründen vermag: *“Если денежная стоимость хранится на счете, который может быть использован не электронными средствами, это указывает на то, что это депозит. Например, счет, на котором можно выписывать чеки, вряд ли будет представлять собой электронные деньги. Если продукт разработан таким образом, что он, скорее всего, будет использоваться только для оплаты ограниченных сумм, а не как средство экономии, это указывает на то, что он является электронными деньгами. [...] Иными словами, депозит предполагает создание отношений должник-кредитор, в рамках которых лицо, принимающее депозит, сохраняет стоимость для последующего возврата. Электронные деньги, напротив, предполагают приобретение платежного средства”*.<sup>753</sup>

---

<sup>751</sup> Цитата 7 Директивы 2000/46/ЕС.

<sup>752</sup> Сочинение 8 из EL 2000/46/ЕС.

<sup>753</sup> PERG Глава 3А, Руководство по сфере применения Положений об электронных деньгах 2011 г., Раздел 3А.3: Определение электронных денег, Релиз 42, Сентябрь 2019 г., S 4 (Q15).

Демонстрируйте все, что вы хотите, и что вы хотите, чтобы вы знали, что вы делаете, и что вы хотите, чтобы вы знали, что вы делаете. В настоящее время в Германии и за ее пределами ведется работа по созданию и развитию электронного гелдеского хозяйства.

ЕЦБ может также поддержать аргумент о том, что депозит и 404  
электронные деньги юридически и экономически связаны:  
*"Презумпция должна заключаться в том, что учреждения, занимающиеся электронными деньгами, всегда принимают депозиты, даже если срок, который проходит между внесением депозита и исчерпанием соответствующей денежной стоимости, достаточно ограничен"*.<sup>754</sup> Бизнес электронных денег - это особая форма депозитного бизнеса, которая также регулируется по-разному в связи с различными обстоятельствами, такими как отсутствие цели накопления и запрет выплаты процентов.

Diese Auseinandersetzung hat ihren Ursprung jedoch bereits in den 405  
1990er Jahren. Шляпа EZB, похожая на шляпу E-Geld и Einlagen 1994 и 1998 в Zusammenhang mit der ersten E-Geld-RL 2000/46/EG aufgezeigt. В случае если Э-гельд и Э-инлаген не имеют достаточного объема для проведения транзакций, они могут быть заменены на другие, более подходящие по качеству, чем те, что были доступны на рынке. Для предотвращения нарушений в процессе работы с электронными устройствами: *"Отчет за 1994 год*

---

<sup>754</sup> Атанасиу/Мас-Гикс, Серия правовых рабочих документов ЕЦБ, Учреждения электронных денег - текущие тенденции, вопросы регулирования и перспективы на будущее, № 7 / июль 2008 г., S 34, FN 91.

показал сходство с точки зрения экономики между вкладами до востребования в банковской системе, с одной стороны, и стоимостью, загруженной предоплаченными картами, с другой. Действительно, в обоих случаях клиент доверяет часть своих вещей какому-либо учреждению. Поэтому во многих случаях электронные деньги вступают в конкуренцию с традиционными банковскими деньгами, что вызывает опасения за ровное игровое поле. В случае депозитов до востребования, доступные средства могут быть мобилизованы с помощью различных платежных инструментов, таких как чеки, переводные поручения и т.д. В случае электронных денег доступные средства могут быть мобилизованы только с помощью определенного платежного инструмента, который является носителем информации, представляющим покупательскую способность. Всякий раз, когда эмитентом электронных денег является кредитная организация, электронные деньги становятся, с экономической точки зрения, подмножеством банковских денег, хотя существуют очевидные практические и технические различия. Например, традиционные банковские деньги нечасто используются для приобретения товаров и услуг очень низкой стоимости, поскольку затраты на их обработку с помощью платежных инструментов, которые их используют, составляют слишком высокую долю транзакционных издержек; наоборот, электронные деньги могут не использоваться для совершения дорогостоящих сделок”.<sup>755</sup>

---

<sup>755</sup> Отчет ЕЦБ об электронных деньгах, август 1998 г., стр. 8, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

Тот факт, что электронные деньги могут иметь только денежную стоимость в смысле стоимости, выраженной в деньгах, вытекает также из решения суда ЕАСТ по делу Эдмунда Фалькенхана АГ - согласно которому электронные деньги также не могут быть использованы в инвестиционных целях; поэтому, если маркер подвержен колебаниям рынка, его можно приобрести в инвестиционных целях, электронные деньги никогда не могут присутствовать в нем: *"Для выполнения своей функции электронной замены монет и банкнот хранимые электронные деньги, подлежащие возврату в любое время по номинальной стоимости, должны в любое время иметь стоимость, соответствующую стоимости уплаченных за них сумм. Следовательно, электронные деньги не могут быть использованы для сбережений или инвестиций. Следовательно, бизнес-модель, при которой стоимость электронных денег была бы привязана к цене золота под риском держателя электронных денег, не подпадает под действие Директивы об электронных деньгах. Если бы электронные деньги могли быть привязаны к цене на золото, то фактическое возмещение по номинальной стоимости, основанной на цене на золото, было бы чисто случайным. Таким образом, электронные деньги не могут быть связаны ни с чем, кроме их денежной стоимости.*<sup>756</sup> Это означает, что маркеры, представляющие данные или программное обеспечение с присущей им ценностью и, следовательно, цифровым содержанием в смысле товаров или специально определенных виртуальных валют, и, следовательно, подверженные рыночным

---

<sup>756</sup> EFTA E-9/17, пункт 46.

колебаниям, никогда не могут представлять электронные деньги, даже если они также имеют функцию представления платежа.<sup>757</sup>

407 Из всего вышесказанного следует, что выкуп электронных денег является составной частью фактов, а не просто юридическим следствием, поскольку выкуп подразумевает наличие претензии. (безусловная) возвратность средств является неотъемлемой частью депозитного бизнеса. Операция с электронными деньгами всегда представляет собой депозитную операцию, которая, однако, подчиняется иному режиму, когда сразу же выдается денежная стоимость, хранящаяся в электронном виде. Если же операции с депозитом не могут быть осуществлены, то операции с электронными деньгами не могут быть осуществлены. Таким образом, право выкупа денежной суммы, предоставленной по номинальной стоимости, действительно применимо как к сделке по депозиту, так и к сделке с электронными деньгами.

408 В то время как платеж по дебетовой карте, таким образом, устанавливается как "система "плати-ново", а платеж по кредитной карте функционирует в соответствии с системой "плати-ново", в случае оплаты электронными деньгами платеж производится как бы авансом эмитенту электронных денег, а затем это значение передается только для осуществления платежной операции ("система "плати перед").<sup>758</sup> Если нет спроса - на возврат выданной

---

<sup>757</sup> См. также главу II.2.7.8; см. также EFTA-EFTA E-9/17, R 27, согласно которой электронные деньги могут быть привязаны только к денежной сумме и всегда должны соответствовать номинальной стоимости полученной валюты.

<sup>758</sup> Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Комментарий к E-Money Act 2010, маржа № 51 (стр. 30).

суммы денег - и если такое требование не фигурирует в пассивной части бухгалтерских книг предприятия, то не может быть и электронных денег; платежные операции, как поясняется, основываются только на денежных суммах, поэтому требования по товарам не могут представлять собой электронные деньги. Если существует право выкупа денежной суммы, то выкуп по номинальной стоимости является не просто логической последовательностью и юридическим следствием существования требования или права выкупа, но выкуп или погашение по номинальной стоимости фактически является примером существования депозитов или электронных денег. Догматически это также согласуется, и выкуп номинальной стоимости как учредительного критерия существования электронных денег вытекает из требования о денежной стоимости в виде требования (безоговорочно возвращаемые денежные средства или денежные суммы как следствие операции по депозиту).<sup>759</sup> Однако это не

---

<sup>759</sup> Критики могут утверждать, что требование и, следовательно, возможность выкупа закреплена в пункте 1 (b) статьи 3 ЭКГ и пункте 2 статьи 2 Директивы об электронных деньгах, в то время как возможность выкупа по номинальной стоимости не определена в этом термине, а перенесена в статью 44 ЭКГ и статью 11 Директивы об электронных деньгах, и, таким образом, возможность выкупа по номинальной стоимости - в отличие от возможности выкупа - является всего лишь правовым последствием. Однако, как уже объяснялось, это не так, так как при оценке операции с электронными деньгами всегда необходимо учитывать транзакцию по депозиту и, следовательно, возмещение номинальной стоимости должно быть также основано на реалистичном примере. Иная оценка не может быть сделана даже с учетом различного отношения к вкладам в связи с их сберегательным назначением, что означает, что допустимы проценты, а иногда и более высокие комиссионные ставки, чем для электронных денег.

должно и не должно приводить к тому, чтобы режим электронных денег можно было легко обойти, например, просто требуя выкупа по определенной процентной ставке. Тем не менее, это не будет регулярно создавать проблемы в отношении жетонов, так как, как утверждает законодатель ЕС в пересказе 10 5-й Директивы AML, виртуальные валюты и электронные деньги являются взаимоисключающими.

409

В этом процессе могут быть погашены только требования. Таким образом, жетоны, представляющие цифровой контент в смысле товара или даже виртуальной валюты, не являются электронными деньгами, но могут быть выкуплены эмитентом независимо от этого, что может иметь налоговые последствия, или, с точки зрения регулирования, также может являться бюро изменений.<sup>760</sup> Электронные деньги представляют собой деньги центрального банка, которые уже выпущены и не служат для создания новых денежных единиц или ценных бумаг, таких как жетоны. Электронные деньги могут существовать только в том случае, если жетон на самом деле представляет собой выпущенные деньги.<sup>761</sup>

---

<sup>760</sup> См. главу II.2.9 о бюро изменений.

<sup>761</sup> Ср. *Lintner* в *Vonkilch (Hrsg)*, E-Geldgesetz 2010, § 1 Rz 15 и 16 со ссылкой на BaFin Merkblatt ZAG 2011: "Эта ссылка на "обычные наличные или книжные деньги" в сочетании с "обязательством выкупа" [...] предназначена в значительной степени для обеспечения влияния монетарной политики центральных банков и служит для защиты монополии государства на валюту". [...] Выпуск первичных денег по-прежнему зарезервирован исключительно за центральным банком и кредитными организациями, создающими "зеркальные деньги". Обязательство по выпуску электронных денег в размере номинальной стоимости полученной суммы также мотивировано денежно-кредитной политикой [...]. С другой стороны, если,

Понятие "за оплату денежной суммы" следует понимать в более широком смысле, чем "за оплату законного платежного средства", и отсылает, с одной стороны, к этому же законному платежному средству, т.е. к наличным деньгам и книжным деньгам, и, с другой стороны, к самим электронным деньгам, которые выполняют представительскую функцию в качестве платежного средства. Со ссылкой на ZDG законодатель четко заявил, что электронные деньги также охватываются понятием денежной суммы.<sup>762</sup> Важно отметить, что жетоны, выпущенные против электронных денег, могут, в свою очередь, представлять собой электронные деньги.<sup>763</sup> Если токен может быть приобретен как за выплату денежных сумм, так и за выплату других токенов, которые не являются ни депозитами, ни Электронными деньгами, это может привести к тому, что токены, которые приобретаются за денежные суммы, юридически представляют Электронные деньги, в то время как токены, которые приобретаются за счет других токенов в вышеуказанном смысле, не представляют Электронные деньги (в этом случае требование должно было бы относиться к погашению переданного имущества - один раз денежные суммы, один раз другие токены). Таким образом, с юридической точки зрения такое созвездие приведет к появлению двух разных токенов в

---

*например, вместо денежной суммы предоставляются товары или услуги, то такой обмен с помощью электронных платежных систем не подпадает под определение электронных денег в соответствии с четкой формулировкой Закона об электронных деньгах, даже если аналогичная экономическая функция выполняется.*

<sup>762</sup> Статья 3(1)(b) ЕС в сочетании со статьей 4(1)(54) и (18) ZDG.

<sup>763</sup> *Nägele/Bergt*, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht - Regulatische Grauzone?, LJZ 2/18, стр. 63 (стр. 67).

зависимости от вида приобретения; даже если технически возможно выдать только один токен, такое смешение Электронных денег с не-денежными было бы юридически недопустимо, если бы один и тот же токен был приобретен с помощью других криптовалют<sup>764</sup>, так как невозможно понять, какие токены одного и того же типа должны представлять Электронные деньги, а какие - нет. Поэтому, чтобы квалифицироваться как электронные деньги, необходимо различать, осуществляется ли приобретение либо за счет денежной суммы, либо с помощью жетонов, которые сами по себе не являются электронными деньгами. Важнейший юридический вопрос, по-видимому, заключается в том, могут ли присутствовать Электронные деньги, если выдаваемый жетон можно приобрести только на бумажные деньги и жетоны, которые не являются Электронными деньгами.<sup>765</sup> В этом случае даются не только денежные суммы, что является аргументом против существования электронных денег.<sup>766</sup> Однако, если есть требование о погашении выданных сумм денег и жетонов, можно также утверждать, что все критерии для электронных денег соблюдены (в данном случае "против выплаты суммы денег") и что "избыточный" возврат (в виде жетонов, которые должны быть зарезервированы в дополнение к уплаченным суммам денег) не наносит ущерба существованию электронных денег (и, следовательно, обход также невозможен).

---

<sup>764</sup> Которые, в свою очередь, не являются электронными деньгами.

<sup>765</sup> Например, если приобретение может быть осуществлено только путем предоставления 50% фиат-денег и 50% других нерегулируемых жетонов, независимо от того, является ли это экономически целесообразным.

<sup>766</sup> Ср. также ЕФТА Е-9/17 от 30.05.2018 - электронных денег при выпуске против золота нет.

В конце концов, вероятно, потребуется еще раз провести различие в отношении приобретения с помощью фиат-денег и других жетонов - которые не регулируются законодательством Лихтенштейна - и это созвездие также представляется лишь еще одним проявлением вышеописанной проблемы, в рамках которой жетон может быть приобретен в обмен на фиат-денег или другие жетоны. Если предполагается хотя бы частичное приобретение с помощью джинсовых денег, то можно предположить, что приобретенные таким образом жетоны представляют собой Электронные деньги, если выполнены остальные элементы состава преступления Электронных денег - в отличие от тех, которые приобретены с помощью крипто-валют. Поразительно, но не имеет значения, выдается ли вновь выпущенный токен в обмен на бумажные деньги или жетоны, или же в обмен на бумажные деньги и жетоны.<sup>767</sup> Если токен выпускается против джинсовых денег, то он будет также представлять собой такой токен, если выполнены другие элементы концепции электронных денег, в то время как токен того же дизайна, выпускаемый против крипто-валют, не представляет собой электронные деньги. В случае приобретения токена против дешёвых денег и крипто-валют, эта проблема только обостряется; если, например, вновь выпущенный токен приобретается за 50% против CHF и 50% против ETH, то 50%

---

<sup>767</sup> Здесь имеется в виду, что токен в Предложении жетонов может быть приобретен в первом случае за фиат-денежные средства или виртуальные валюты (оба варианта принимаются в качестве вознаграждения), а во втором случае необходимо, чтобы жетоны могли быть приобретены только за фиат-денежные средства и виртуальные валюты (например, за оплату 50% от цены покупки в CHF и 50% в BTC).

или 0,5 единицы токена будут представлять Электронные деньги, при условии, что все остальные характеристики выполнены, в то время как остальные 50% не представляют Электронные деньги; это соотношение должно быть юридически неактуальным. Хотя такая реализация технически возможна, она юридически недопустима, поскольку должны быть выданы два разных жетона, и, кроме того, разрешение как учреждения, занимающегося вопросами электронных денег, требуется, по крайней мере, на жетон, представляющий Электронные деньги.

412 Денежная стоимость электронных денег либо основана на программном обеспечении, либо хранится на физическом носителе (например, на карте/чипе). Ключевой особенностью Электронных денег является то, что доступ к платежному счету не требуется, а для авторизации платежа не<sup>768</sup> требуются индивидуальные элементы, такие как пароль или PIN-код или TAN-запись, а также не требуется подпись.<sup>769</sup>

413 Определение электронных денег не должно препятствовать техническим инновациям.<sup>770</sup> На этом фоне возникает вопрос о том, противоречит ли децентрализация блок-цепочки режиму электронных денег, несмотря на стремление к технологической нейтральности. Режим электронных денег позволяет управлять стоимостью электронных денег на сервере эмитента (*специальный счет для электронных денег*). Однако это не должно приводить к

---

<sup>768</sup> В этом случае будет доступен персонализированный инструмент, т.е. платежный инструмент в соответствии со Статьей 4(1)(48) ZDG.

<sup>769</sup> Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Комментарий к E-Money Act 2010, Rz 1 ff (p 12 f).

<sup>770</sup> Пункт 8 Директивы об электронных деньгах 2009/110.

выводу о том, что электронные деньги могут храниться только на таких конкретных счетах для электронных денег (которые будут обслуживаться эмитентом).

Скорее, электронные деньги могут храниться на карточных и программных системах, упомянутых выше, в дополнение к этим системам на базе серверов. В частности, в случае систем, основанных на программном обеспечении, возможно хранение данных на таких носителях, как жесткий диск компьютера. Однако это относится и к цепочке блоков или кошельков, которые, в конечном счете, хранятся на носителях данных таким же образом, хотя и децентрализованным образом, т.е. на нескольких носителях данных. В духе технологической нейтральности формулировку повествования 8 Директивы об электронных деньгах, в которой говорится об электронных деньгах *"на носителе, находящемся во владении владельца электронных денег"*, следует толковать как означающую, что "владение" относится к полномочиям распоряжаться электронными маркерами в смысле притязаний на цифровые монеты или электронный кошелек/кошелек, тем более, что национальные системы гражданского права будут различаться в тех правовых системах, на которые распространяется законодательство Союза, и, разумеется, цель регулирования не в том, чтобы поставить в зависимость от соответствующего национального гражданского права наличие или отсутствие электронных денег или то, каким образом это должно быть

реализовано или передано в отношении их хранения.<sup>771</sup> Передача таких хранимых электронных денег может быть осуществлена путем уступки представленного требования. Нет необходимости перечислять его на специальный платежный счет электронных денег у нового кредитора. Вместо этого эмитент электронных денег должен быть уведомлен как должник нового кредитора. Это может быть сделано путем предъявления электронных денег от стороны, имеющей право на их получение.

- 415 Принимая во внимание вышеизложенное, а также учитывая принципы гражданского права и помня о том, что электронные деньги представляют собой претензию к эмитенту, необходимо иметь возможность держать на кошельке жетоны, представляющие собой электронные деньги, а также передавать их по принципу "равный-равному" в блок-цепочки. Согласно чисто гражданскому праву должник не обязательно должен быть информирован об уступке между цессионарием (бывшим кредитором) и цессионарием (новым кредитором). Однако цессионарий, т.е. эмитент электронных денег, при исполнении долга в соответствии с § 1395 ABGB может продолжать производить платеж предыдущему кредитору, если последний (цессионарий) не будет проинформирован об уступке. На практике, однако, это, вероятно, менее проблематично в отношении жетонов, поскольку право выкупа и, следовательно, требование, отраженное в электронных деньгах, также связано с электронными деньгами - в случае жетонных электронных

---

<sup>771</sup> Ср. *Gerhartinger*, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Комментарий к закону об электронных деньгах 2010 года, маржа № 1 ff (р 12 f) и сочинение 8 директивы об электронных деньгах 2009/110.

денег - с жетоном. (новый) кредитор отличается от должника предъявлением электронных денег.<sup>772</sup> Следует отметить, что кошелек с символическими электронными деньгами, который предоставляет эмитент электронных денег или другой провайдер, классифицируется как платежный счет, так как электронные деньги представляют собой денежную сумму согласно ч. 1 ст. 4 ZDG, а платежный счет согласно ч. 1 ст. 4 51 ZDG - это счет на имя пользователей платежных услуг, который может быть использован для осуществления платежных транзакций.<sup>773</sup> Таким образом, такой кошелек, на котором можно хранить жетоны электронных денег, будет классифицирован как платежный счет. Хранение платежных счетов поставщиками платежных услуг

---

<sup>772</sup> Владелец электронных денег - также в форме жетонов - должен доказать эмитенту, что он является законным владельцем, т.е. что он имеет право распоряжаться электронными деньгами; благодаря гласности и постоянству цепочки блоков это доказательство будет регулярно легко получить и, таким образом, может быть предотвращено с помощью технических средств от *probatio diabolica*. Тем не менее, никаких белых списков, в том смысле, что символические электронные деньги могут быть переданы только на идентифицированные кошельки или держатели кошельков, не требуется.

<sup>773</sup> Следует отметить, что ZDG распространяется только на профессиональное предоставление таких платежных услуг (ст. 2, п. 1 ZDG) в отношении осуществления платежных операций через кошелек, на котором могут храниться электронные деньги; частные лица не затрагиваются этим, если только они не предоставляют платежные услуги самостоятельно, регулярно и с намерением получить экономическую выгоду, т.е. на профессиональной основе. Следует также отметить, что внутренние теневые счета эмитента, которые, например, отражают находящиеся в обращении электронные деньги эмитента, не считаются платежными счетами, так как они не предназначены для совершения платежных операций, ср.

связано, в частности, с операциями ввода и вывода средств или другими поставщиками платежных услуг, владеющими счетами.<sup>774</sup> Кроме того, должна быть возможность хранить жетоны электронных денег на личном кошельке при условии, что протокол жетонов и кошелька технически совместим; однако такой личный кошелек не может являться платежным счетом в значении ZDG.

### 2.7.4 Заключение денежная стоимость и управление электронными деньгами на кошельках

416 Как уже неоднократно заявлялось в силу своей значимости, существенной характеристикой электронных денег является наличие претензии к эмитенту на деньги. Если токен в качестве самостоятельного токена имеет внутреннюю стоимость, и поэтому эту стоимость следует рассматривать по аналогии с товарными деньгами или виртуальной валютой, но не в качестве фиктивных денег<sup>775</sup>, то он представляет собой товар в виде программного обеспечения, которое продается поставщиком услуг в области разработки программного обеспечения и не содержит требования денег к эмитенту; стоимость такого токена формируется на основе рынка в соответствии со спросом и предложением, сопоставимого с Bitcoin, Ether или токеном самой известной Лихтенштейнской блокчейн-сетевой компании, Aeternity. Однако стоимость не вытекает из договорного иска к Эмитенту. Бизнес в области электронных денег, по сути, является депозитным бизнесом, к

---

<sup>774</sup> Ср. ст. 4 (1) Z 5, 12 и 24 ZDG.

<sup>775</sup> См. раздел 8 5-й Директивы по борьбе с отмыванием денег, в котором электронные деньги квалифицируются как "фиат-денежь".

которому в связи с юридической фикцией применяется иной подход, если выполняются определенные условия. Однако связь с депозитным бизнесом означает, что денежная стоимость операции с электронными деньгами в виде требования по концепции электронных денег основывается только на безоговорочно возвращаемых средствах или суммах денег, и требования на приобретение товаров и/или услуг в нее не включены. Таким образом, право выкупа по номинальной стоимости или, точнее, право выкупа предоставленных денег является составной частью электронных денег.

Электронные деньги не должны стоять на пути технических 417 инноваций. Как следствие, даже децентрализация цепочки блоков соответствует режиму электронных денег. Электронными деньгами можно управлять на сервере эмитента (специальный счет для электронных денег). С другой стороны, электронные деньги могут также храниться на карточных или программных системах. В соответствии с чисто гражданским законодательством передача электронных денег осуществляется путем уступки требования, представленного электронными деньгами. Если такая переуступка токеновых электронных денег по блочной цепочке происходит путем перевода соответствующего токена на кошелек, то эмитент электронных денег как должник не обязательно должен быть уведомлен об этой процедуре. Согласно § 1395 ABGB, эмитент, как цесс или должник, может продолжить выплату предыдущему кредитору в погашение долга, если последний не был уведомлен об уступке. Однако де-факто это не создает проблем, поскольку требование - и, следовательно, его выкуп или погашение по номинальной стоимости электронных денег -

связано с токеном. Любое лицо, обращающееся к эмитенту в качестве лица, имеющего право распоряжаться токеном электронных денег, имеет право погасить требование и одновременно сообщить эмитенту об уступке; право распоряжаться таким токеном электронных денег может быть гарантировано именно благодаря технически гарантированной прослеживаемости сделок в блок-цепочки.

- 418 Бумажник, в котором могут храниться и впоследствии перечисляться электронные деньги, классифицируется как платежный счет, если он предоставлен самим эмитентом электронных денег или сторонним поставщиком услуг. Независимо от этого, также возможно, как разъяснялось выше, хранить электронные деньги на частных кошельках, не требуя разрешения в качестве платежного учреждения, на основании гражданско-правовых норм о переводе электронных денег.

### 2.7.5 Электронные деньги и исключения

- 419 Еще одним элементом электронных денег является возможность осуществления платежных операций в соответствии с ZDG. Платежная операция определяется как предоставление, снятие или перевод денежных средств, инициированные плательщиком или получателем.<sup>776</sup>
- 420 Наконец, для того чтобы быть классифицированными как электронные деньги, денежная стоимость в вышеупомянутом смысле также должна быть принята третьими сторонами. ЭКА не применяется к денежной стоимости, которая принимается только

---

<sup>776</sup> Ст. 4 (1) Z 54 ZDG.

его собственным эмитентом. Кроме того, исключение в отношении электронных денег, требующих разрешения, применяется, если денежная стоимость выпущена на предоплаченном инструменте, который может быть использован только в очень ограниченном объеме. Здесь, по аналогии с ZDG, применяются исключения из очень ограниченного ассортимента продукции (ассортимент товаров или услуг) и сети поставщиков ограниченных услуг (ограниченные сети).<sup>777</sup> Сеть считается ограниченной, если инструмент принимается исключительно для приобретения товаров или услуг в пункте приема или в сети магазинов (розничная сеть; франчайзинговое решение или решение "магазин в магазине"<sup>778</sup>) (подключение сторон по коммерческому соглашению).<sup>779</sup> Ассортимент товаров считается очень ограниченным, если назначение платежного инструмента *"фактически ограничено фиксированным количеством функционально связанных товаров или услуг"*. В<sup>780</sup> этом контексте должны учитываться конкретные группы товаров или товары, которые

---

<sup>777</sup> Статья 2 (2) ЭКГ в сочетании со статьей 3 (1) lt g и i ZDG; ср. главу II.2.8.2.

<sup>778</sup> Под решением "магазин в магазине" понимаются товары и/или услуги, предоставляемые данным ритейлером в соответствии с повествованием 13 РП II. Данное исключение может иметь значение, если Crypto-Exchange желает выпустить внутренний платежный инструмент (в виде маркеров), с помощью которого можно получить другие маркеры виртуальной валюты (также или особенно, если Crypto-Exchange является многосторонним).

<sup>779</sup> Протокол 5 Директива по электронным деньгам в сочетании со ст. 3 литрами k PSD II.

<sup>780</sup> Сочинение 13 PSD II.

связаны друг с другом.<sup>781</sup> Практическими примерами таких инструментов - не претендуя на исчерпывающий характер - являются карты клиентов, проездные и парковочные талоны, топливные карты, членские карты и т.д.<sup>782</sup>

421 В соответствии с PSD II, национальный надзорный орган, т.е. УФР в Лихтенштейне, должен быть уведомлен, если используется такое исключение из ограниченной сети и общая сумма платежных операций превышает 1 млн. евро за предыдущие 12 месяцев. В связи с этим УФМ должно быть также уведомлено о том, какое из исключений используется.<sup>783</sup>

### **2.7.6 Торговля монетами Stablecoins и электронными деньгами на примере Tether**

422 В этой главе мы рассмотрим жетоны или конюшни, которые представляют собой электронные деньги. В отличие от Германии, двусторонняя торговля против собственной книги жетонов, представляющих электронные деньги, не подлежит никаким надзорным мерам. По мнению Лихтенштейна, электронные деньги (также в форме жетонов) не являются финансовым

---

<sup>781</sup> Например, если инструмент может использоваться исключительно для приобретения геоданных или определенных инвестиционных продуктов. В частности, возможность получения отдельных видов продукции или услуг с помощью инструмента будет регулярно оправдывать это исключение. См. главу II.2.3.1а отношении общего термина.

<sup>782</sup> Recital 5 Директива по электронным деньгам в сочетании с Recital 14 PSD II.

<sup>783</sup> Статья 37 (2) PSD II, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>; Статья 3 (3) ZDG. В ZDG пороговая величина была установлена в размере 1 миллиона швейцарских франков или эквивалента в евро в отступление от Директивы.

инструментом.<sup>784</sup> Однако Закон о банковской деятельности Германии (KWG) в § 1 абз. 11 № 7 предусматривает, что расчетные единицы, т.е. токены в смысле виртуальных валют, также являются финансовыми инструментами. Таким образом, в соответствии с законодательством Германии потенциально может существовать конкуренция между (символическими) электронными деньгами и финансовыми инструментами в рамках КРГ. Однако, даже если существует исключение для электронных денег (которое подлежит авторизации), концепция финансовых инструментов вряд ли будет реализована в соответствии с немецким законодательством, поскольку такая денежная стоимость в виде жетона (расчетной единицы) все равно представляет собой электронные деньги с догматической точки зрения, даже если авторизация в качестве учреждения, занимающегося электронными деньгами, не требуется.

Возвращаясь к законодательству Лихтенштейна, торговля 423 электронными деньгами, являющаяся собственностью компании, не представляет собой ни эмиссию, ни распространение электронных денег, на которые распространялись бы положения EGG или ZDG. Это также не является выкупом требования эмитентом или любой связанной с ним организацией.<sup>785</sup> В соответствии с гражданским законодательством это означало бы уступку требований, а в случае коммерческой покупки требований

---

<sup>784</sup> См. главу II.2.2.2, примечание 221.

<sup>785</sup> В Германии это оценивается по-разному, см. *Terlau in Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 111.

может также представлять собой подлинную факторинговую сделку, которая по законодательству Лихтенштейна не является банковской сделкой.<sup>786</sup>

- 424 Правильно, что электронные деньги - это требование денег. Это требование может быть представлено в символической форме. Обмен или биржевая сделка в смысле деятельности обменной кассы согласно ч. 1 л ст. 2 DDA<sup>787</sup> по отношению к эмитенту электронных денег с маркером, представляющим электронные деньги, не может иметь место. Если требование к эмитенту "обменяется", то оно фактически выкупается и истекает. Мнение о том, что обмен электронных денег или электронных денег, представленных жетонами, на законное платежное средство или виртуальную валюту<sup>788</sup> представляет собой деятельность обменной кассы в значении DDA, отражает преобладающее (надзорное) мнение *de lege ferenda* (с момента вступления в силу 5-ой поправки к DDA). Директива об отмывании денег)<sup>789</sup> и, по причинам

---

<sup>786</sup> См. главу II.2.2.4.

<sup>787</sup> IdF LGBI 2009.047; см. главу II.2.9.

<sup>788</sup> В повествовании 8 5-й Директивы по борьбе с отмыванием денег, электронные деньги считаются фиктивными деньгами. Поскольку 5-я Директива о борьбе с отмыванием денег в Лихтенштейне еще не введена в действие, на данный момент покрывается только замена законного платежного средства на виртуальную валюту, т.е. не переход с электронных денег на виртуальную валюту или законное платежное средство.

<sup>789</sup> См. дополнение 8 к 5-й Директиве об отмывании денег, 2018/843 (Статус: Принят акт, находящийся под контролем ЕЭЗ ЭФТА), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>; 4-я Директива об отмывании денег, 2015/84, с другой стороны, действует с 1 августа 2019 года, хотя она уже была

доктрины гражданского права, эта точка зрения является строгой в соответствии с вышеизложенными причинами, поскольку электронные деньги представляют собой электромагнитически представленную денежную стоимость в виде требования о безусловном возврате денежных средств или денежных сумм в отношении субъекта, выпускающего электронные деньги; классификация законодательным органом Союза "декретных денег" предполагает, что электронные деньги представляют собой требование о выплате денежных средств, а также депозитов.<sup>790</sup> В Лихтенштейне введение ТВТГ с поправками, внесенными соответственно BuA 2019/54 и BuA 2019/93, не выполнило законное требование об обмене десятизначных денег на другие десятизначные деньги или виртуальную валюту за существование бюро обмена или поставщиков услуг по обмену VT.<sup>791</sup> Независимо от этого, следуя толкованию 8-го Приложения 5-й Директивы об отмывании денег, очевидно, что с экономической точки зрения

---

перенесена в ДДА с LGBl 2017.047 (BuA 2016/159), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/849/oj> (<https://www.efta.int/eea-lex/32015L0849>) 6-я Директива об отмывании денег 2018/1673, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/1673/oj>, однако, пока не имеет отношения к ЕЭЗ; *Nägele/Bergt*, крипто-валюты и технология блок-цепочки в надзорном праве Лихтенштейна - регулятивная "серая зона"? LJZ 2/18, стр. 63 (стр. 66) - здесь ошибочно предполагалось, что электронные деньги являются виртуальной валютой, хотя электронные деньги и виртуальные валюты являются взаимоисключающими.

<sup>790</sup> Таким образом, критерии "денежная стоимость", "в виде требования", "к уплате денежной суммы" и "для осуществления платежных операций с ней" все тесно связаны и относятся к денежным требованиям к эмитенту, которые отражены в его бухгалтерских книгах по пассивной стороне - так же, как и депозиты в смысле депозитного бизнеса.

<sup>791</sup> Подробнее см. главу II.2.9.

виртуальные валюты не являются средством обмена, не обладающим собственной ценностью, т.е. фиктивными деньгами. Таким образом, законодатель Союза также предполагает, что виртуальные валюты имеют внутреннюю стоимость, аналогичную товарным деньгам.<sup>792</sup>

- 425 Другой вопрос заключается в том, возможно ли совпадение (в качестве безрискового посредника или в ходе согласованной основной торговли) по отношению к электронным деньгам (особенно в виде жетонов). Если система смоделирована на центральном контрагенте<sup>793</sup>, то в конце концов происходит только торговля против собственной книги, и это возможно, как уже объяснялось, в отношении электронных денег. Этому может способствовать тот факт, что электронные деньги должны выкупаться в любое время по номинальной стоимости, без минимального предела для выкупа.<sup>794</sup> В связи с этим возникает вопрос о полезности многосторонних торговых мест для электронных денег - электронные деньги или лежащее в их основе требование должны быть выкуплены эмитентом в любое время по номинальной стоимости. Так почему же кто-то должен платить за электронные деньги больше или меньше соответствующей номинальной стоимости, если электронные деньги всегда должны погашаться по номинальной стоимости и поэтому не подвержены волатильности, а также не подходят для целей накопления, но в первую очередь служат для осуществления платежных

---

<sup>792</sup> См. главу II.2.7.8.

<sup>793</sup> См. главу II.2.4.7.

<sup>794</sup> 18 директивы по электронным деньгам.

операций?<sup>795</sup> По крайней мере, одна из причин может заключаться, например, в валютных спекулятивных операциях. Однако, поскольку требование предъявлено эмитенту, а последний обязан возместить номинальную стоимость, кредитор требования (владелец электронных денег) также может продать его по собственному усмотрению. Это не влияет на обязательство эмитента передать соответствующую номинальную стоимость лицу, имеющему право распоряжаться электронными деньгами в обмен на выкуп или погашение электронных денег.<sup>796</sup>

В случае такого слияния сходящихся интересов в отношении 426 электронных денег или жетонов, представляющих электронные деньги, возникает также вопрос о том, соответствует ли это определению распределения электронных денег. Кроме самих эмитентов электронных денег, только их агенты или лица, в

---

<sup>795</sup> Суд ЕАСТ от 30.05.2018 по делу E-9/17.

<sup>796</sup> Ср. ст. 11 (1) и (2) Директивы об электронных деньгах и ст. 44 Договора ЕС об эмиссии и возмещении электронных денег по номинальной стоимости. См. также постановление суда ЕАСТ от 30 мая 2018 года по делу E-9/17 между Edmund Falkenhahn AG и Управлением финансового рынка Лихтенштейна, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>. В данном конкретном деле расчетные единицы под названием "Мир" и "Деньги" должны быть выпущены против легальных валют, при этом стоимость расчетных единиц должна быть поставлена в зависимость от рыночной стоимости золота. Средства клиентов должны быть обеспечены инвестициями в золото. В результате, это противоречит Директиве об электронных деньгах, поскольку, как поясняется, электронные деньги подлежат возврату в любое время по номинальной стоимости и, кроме того, золото не является безопасным активом низкого риска или безопасным ликвидным активом.

соответствии со статьей 14 (1) ЭКГ, могут<sup>797</sup> осуществлять такое распространение.<sup>798</sup> В то время как эмиссия электронных денег, т.е. эмиссия денежных ценностей в виде электронных или магнитных единиц учета против предоплаты денежных сумм, зарезервирована за эмитентом (соответствующее требование регистрируется в бухгалтерских книгах предприятия-эмитента), распространение возможно также через агентов.<sup>799</sup> Распространение, с другой стороны, основано на выкупе,

---

<sup>797</sup> Ср. определение в Статье 14(2) ЭКГ "*выдача электронных денег через агентов или лиц, указанных в пункте 1, запрещена*", которое предполагает, что лица, указанные в Статье 14(1) ЭКГ, не являются агентами; агенты характеризуются тем, что они могут распространять и/или выкупать электронные деньги и другие платежные услуги от имени учреждения, занимающегося электронными деньгами (Статья 3(1)(e) ЭКГ). Кроме того, на аутсорсинг могут передаваться важные оперативные задачи, включая выкуп и/или распределение электронных денег. Аутсорсинг важных операционных задач эмитента электронных денег не может осуществляться таким образом, чтобы существенно ухудшить качество внутреннего контроля и надзорной деятельности УФР (ст. 13 ЭКА). Рекомендуется заключить в письменном виде четкое соглашение о правах и обязанностях между платежным учреждением и поставщиком услуг. Различие между деятельностью агентов и передачей на аутсорсинг важных операционных задач было более четко регламентировано в австрийской статье 15 Вводного закона к австрийскому банковскому законодательству в сочетании со статьями 21 и 22 австрийского закона об Управлении по финансовому регулированию и надзору (öZaDiG), чем в Лихтенштейне, где сразу видно, что эта деятельность отличается от других.

<sup>798</sup> Статья 14 и Статья 5(2)(a) Договора ЕС в сочетании со Статьей 7(4) - (6) и Статьей 25 ZDG.

<sup>799</sup> *Muri*, Распространение электронных денег через третьих лиц, аутсорсинг и агентов в *Vonkilch* (ред.), Комментарий к закону об электронных деньгах 2010, § 15 Rz 3 (стр. 213.).

перепродаже, выкупе по просьбе клиента электронных денег, или пополнении продуктов электронных денег, или предоставлении канала распространения электронных денег.<sup>800</sup> Таким образом, простое сопоставление или объединение интересов, связанных с электронными деньгами на платформе, не охватывается узким определением распределения. Кроме того, характерной особенностью агентов и иных приписываемых им лиц (заместителей агентов) является то, что они оказывают платежные услуги от имени эмитента. Эмитент электронных денег также несет ответственность за действия своих агентов и иных связанных с ними лиц.<sup>801</sup> Тем не менее, третьи лица должны быть свободны в продаже любых электронных денег (претензий), которые они приобрели за свой счет и на свой страх и риск. Следует<sup>802</sup> отметить,

---

<sup>800</sup> *Muri*, Распространение электронных денег через третьих лиц, аутсорсинг и агентов в *Вонкильхе* (Hrsg), Комментарий к закону об электронных деньгах от 2010 г., § 15 Rz 5 f (S 213 f).

<sup>801</sup> Ст. 15 ЭГГ как лексическая специализация в соответствии с § 44 Окончательное разделение ГРР.

<sup>802</sup> В соответствии с гражданским законодательством это представляет собой синалоговое приобретение или уступку права требования и не является предоставлением, переводом или снятием денежной суммы плательщиком или получателем. Такая операция не является платежной операцией, поскольку сумма денег (дебиторская задолженность) приобретается плательщиком или получателем. При отсутствии платежной операции платежная услуга (в том числе услуга инициирования платежа) не предоставляется; см. ст. 4, п. 1, № 54, № 40, № 39, № 41 ЗДГ в совокупности со ст. 2, п. 2 ЗДГ. Ср. также определение обменных пунктов в статье 2, пункт 1 л DDA в редакции LGBI 2009.047, которое в значительной степени основано на п. 8 5-й Директивы АРК. Положение, касающееся обмена электронных денег на другие денежные

однако, что с частичной инкорпорацией 5-й Директивы о борьбе с отмыванием денег в нормативные акты ЕЭЗ и с национальным внедрением этого правового акта в Лихтенштейне, изменение электронных денег в отношении других сомнительных денег или изменение сомнительных денег, таких как электронные деньги, в отношении виртуальных валют представляет собой деятельность бюро по внесению изменений.<sup>803</sup>

427 Аналогичным образом, должна быть возможность объединить проценты, связанные с электронными деньгами, не<sup>804</sup> будучи при этом квалифицированным агентом или иным приписываемым лицом, тем более что, как пояснялось выше, это даже не является коммерческой деятельностью, направленной на продажу. Даже в случае продажи по такому сценарию продавец должен сделать это на свой страх и риск, от своего имени, а не от имени эмитента.

428 Хотя с пруденциальной точки зрения простое слияние долей участия в приобретении и отчуждении в отношении электронных денег представляется бесперспективным, фактический расчет по таким сделкам представляет собой платежную услугу. При таких расчетах сторонам перечисляются законное платежное средство или виртуальные валюты, с одной стороны, и средства

---

средства или виртуальные валюты, в противном случае будет устаревшим, если это будет представлять собой платежную операцию и, следовательно, платежную услугу в понимании DDA в любом случае.

<sup>803</sup> См. примечание 424 и главу II.2.9.

<sup>804</sup> Такие лица должны быть идентифицированы в учреждении, занимающемся электронными деньгами, и сообщить о своем представительстве третьим лицам.

(электронные деньги) - с другой.<sup>805</sup> Со времени принятия СРП II исключение для коммерческих агентов было ограничено в том смысле, что они не могут одновременно представлять как покупателя, так и продавца, но коммерческий агент может действовать только от имени плательщика или получателя платежа, а не от имени и того, и другого.<sup>806</sup>

Впоследствии, на основе дела "Трос", которое было рассмотрено 429 средствами массовой информации и имеет практическое значение, необходимо будет проанализировать, представляет ли стабильная монета USD Tether (USDT) электронные деньги, так как это часто встречается в качестве контрагента торговых пар на торговых площадках для жетонов.<sup>807</sup> Для целей настоящего анализа следует более подробно обсудить правовую природу троса. Трос был выдан или выдается на постоянной основе компанией Tether Limited, Гонконг.<sup>808</sup> Условия Tether Limited

---

<sup>805</sup> Перевод средств в качестве платежной операции по смыслу статьи 4(1)(54) ZDG. Перевод электронных денег, приобретенных по многосторонней системе с использованием токенов, также является платежным сервисом, так как представляет собой денежную сумму в значении ZDG.

<sup>806</sup> BuA 2019/11, стр. 36 f; сольный концерт 11 PSD II. Если коммерческий агент действует от имени плательщика и получателя платежа, то освобождение может быть сохранено только в том случае, если коммерческий агент в любой момент времени не контролирует денежные средства клиента. Это исключение было бы возможным для коммерческого агента и поставщика услуг по инициированию платежей в соответствии со ст. 4 (1) Z 40 и 39 в сочетании со ст. 2 (2) лит. e ZDG.

<sup>807</sup> Например, на платформе <https://www.bitpanda.com/de>, управляемой австрийской компанией Bitpanda GmbH, позвонили 15.09.2019, 18:11.

<sup>808</sup> <https://tether.to/contact-us/> accessed 29 July 2019, 17:45 pm.

предусматривают, что Трос на 100% покрывается резервом Трос. Например, если USDT покупается Tether Limited, то он привязан 1:1 к доллару США. Если будет куплено 100.00 USDT, Tether Limited будет хранить резервы на сумму 100.00 USD для того, чтобы сохранить эти тросовые жетоны как можно более стабильными по стоимости или гарантировать их выкуп.<sup>809</sup> То же самое возможно и с евро, поэтому вновь выпущенный евротранзит (EURT) можно приобрести, добавив евро в соотношении 1:1. Tether Limited также берет на себя договорные обязательства по искуплению выпущенного троса, в соответствии с которым Tether Limited оставляет за собой право на привилегию "искупления" троса и, как правило, исключает Tether Limited из ответственности за любые недостатки в связи с искуплением.<sup>810</sup>

---

<sup>809</sup> Стоимость Tether - это не внутренняя стоимость самого токена (в смысле токена или программного обеспечения как товара), а требование об обмене токена на соответствующую эквивалентную стоимость. Трос также уничтожается "горящими", когда их забирают обратно, см. *Valera, Tether Burns Half A Billion USDT Coins In An Act Of Redemption*, 25.10.2018, <https://www.cryptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, accessed on 29.07.2019, 18:39.

<sup>810</sup> <https://tether.to/legal/> в der Fassung vom 26.02.2019, aufgerufen am 29.07.2019, 17:46 - insb Klausel 3 "About Tether Tokens; General Restrictions" und Klausel 14.8 "Limitation of Liability & Release"; vgl auch <https://tether.to/>, aufgerufen am 15.03.2019, wonach es heisst wie folgt: "Каждый трос всегда на 100% обеспечен нашими резервами, которые включают традиционную валюту и денежные эквиваленты и время от времени могут включать другие активы и дебиторскую задолженность по кредитам, выданным Тросом третьим лицам, которые могут включать аффилированные лица (вместе, "резервы").", während dieselbe Seite am 19.02.2019 noch verlautbarte: "Каждый трос всегда поддерживается 1 к 1 традиционной валютой, хранящейся в наших резервах".

Основываясь на этой сформированной предпосылке, трос представляет собой денежную стоимость, сохраненную в электронном виде. Это значение вытекает из договорного требования к Tether Limited (эмитенту) об обмене троса обратно на соответствующую денежную сумму. Таким образом, можно утверждать, что трос выпускается в форме долгового требования к эмитенту (трос лимитированный) на различные суммы денег, так как эмитент изначально взял на себя обязательство Tether Limited без ограничений, а позднее с частичными ограничениями, (безоговорочно) выкупить трос. Привязывая Tether к законному платежному средству, становится ясно, что Tether может быть использован для расчетов по платежным операциям. Кроме того, существует акцепт Троса на совершение таких платежных операций за пределами Эмитента.<sup>811</sup> 430

В заключение следует отметить, что "Трос" станет моделью для режима электронных денег Союза. Как следует из повествований 13 и 18 Директивы об электронных деньгах,<sup>812</sup> акцепт средств не является акцептом депозитов или иных возвратных средств при 431

---

Таким образом, 1 USDF всегда эквивалентен 1 USD. "<https://web.archive.org/web/20190219054619/https://tether.to/> - vgl hierzu Khatri, 14.03.2019, 13:20, Tether Says Its USDT Stablecoin May Not Be Backed By Fiat Alone, <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone> <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone>, aufgerufen am 07.10.2019, 20:58.

<sup>811</sup> Исполнение последнего элемента электронных денег, принятие которого лицами, не являющимися эмитентом, предполагается на основании дурной славы; ср. также торговую площадку для жетонов, перечисленных в FN 807, на которую принимается привязка.

<sup>812</sup> Ср. также разграничение в ст. 3, п. 3 л. а BankG.

условии, что электронные деньги выпускаются непосредственно взамен. "<sup>813</sup>Поэтому логическим следствием законодательной фикции демаркации депозитного бизнеса является то, что фактическая выдача денежной стоимости в виде требования основывается на безусловном характере требования или дебиторской задолженности о возмещении".<sup>814</sup> Если имеется безусловное требование о выплате денежных сумм, то логичным следствием является наличие соответствующего требования о выполнении (в частности, требования о выплате). Если, однако, сделка по депозиту может быть отменена договорным соглашением о требовании лишь условного возврата, это тем более относится к сделке с электронными деньгами. Нет также места аргументу о том, что денежная стоимость в форме требования в связи с режимом электронных денег относится к платежным операциям и что основной задачей не является безусловное обязательство возврата предоставленных средств, поскольку в этом случае большинство (электронных) ваучеров должны были бы также квалифицироваться как электронные деньги, если только не будет применяться исключение из ограниченной сети. В этом случае такие ваучеры также должны быть погашены, так как они неправильно реализуют режим электронных денег - такая интерпретация, однако, несостоятельна;

---

<sup>813</sup> *Lintner*, Федеральный закон о выпуске электронных денег и принятии, осуществлении и надзоре за деятельностью учреждений, занимающихся электронными деньгами в *Вонкильхе* (ред.), Комментарий к Закону об электронных деньгах 2010 г., § 1, примечание 11 (стр. 45).

<sup>814</sup> Ср. ст. 44 (1) и (2) ЭКГ, согласно которой электронные деньги должны быть возвращены эмитентом по номинальной стоимости в любое время по требованию.

поэтому требование к эмитенту о денежной стоимости (т.е. электронных денег) не может быть выведено из требования о возврате сданной денежной суммы (в обмен на денежную стоимость). Однако если речь идет об Электронных деньгах, то надзорные органы предусматривают, что выкуп Электронных денег должен производиться на строгих условиях и не может быть ограничен - ни по срокам, ни по количеству. Каждая привязка обеспечена уплаченной номинальной стоимостью<sup>815</sup>, и требование об условном возврате отсутствует.

Однако важно, чтобы Закон об электронных деньгах и Директива 432 об электронных деньгах, на основе которых Закон об электронных деньгах был инкорпорирован в национальное законодательство, позволяли учреждениям, занимающимся вопросами электронных денег, брать на себя ответственность за свою деятельность, заниматься ее осуществлением и осуществлять надзор за ней. Таким образом, сфера применения Закона об электронных деньгах распространяется исключительно на коммерческую эмиссию электронных денег эмитентами электронных денег.<sup>816</sup> Эмитентами Электронных денег являются, в основном, учреждения и банки, занимающиеся электронными деньгами.<sup>817</sup> Однако, поскольку электронные деньги, основанные на законодательстве ЕС, существуют только на законных основаниях в ЕС и ЕЭЗ, то под их действие подпадают только эмитенты

---

<sup>815</sup> См. Rz 429.

<sup>816</sup> Статьи 1 и 2 (1) ЭКГ; Статья 1 (1) Директивы об электронных деньгах; см. также Главу II.2.7.1.

<sup>817</sup> Статья 3 (1) с) ЭКГ; Статья 1 (1) а) и b) Директива об электронных деньгах.

электронных денег, выпускающие электронные деньги в ЕЭЗ и ЕС. И наоборот - а точнее - ограничение деятельности по эмиссии электронных денег, которое в первую очередь регулируется Директивой об электронных деньгах, на кредитные учреждения CRR и учреждения электронных денег косвенно подразумевает местную сферу действия Директивы об электронных деньгах, которая охватывает территорию ЕС/ЕЭЗ в отношении эмиссии электронных денег, так как вышеупомянутые учреждения могут получить лицензию только на этой территории.<sup>818</sup>

433 Как следствие, электронные деньги могут выдаваться только в странах ЕС и ЕЭЗ. В случае созвездия с торговыми точками в ЕЭЗ или ЕС, действующими от имени (иностранного) эмитента, выпуск, тем не менее, будет иметь место в ЕС или ЕЭЗ. В случае Tether, однако, предполагается, что Tether Limited или приписываемые ей организации не будут влиять на ситуацию в ЕС или ЕЭЗ. Хотя, таким образом, "трос" в основном отвечает всем элементам и характеристикам электронных денег, "трос" функционирует за пределами этого географического района и выдает "трос" в юрисдикции, которая, вероятно, не знакома с электронными деньгами.<sup>819</sup> Как следствие, это также исключает существенную сферу применения, поскольку она основана на иске к эмитенту электронных денег. Однако, с точки зрения Лихтенштейна, гонконгская компания Tether Limited не является

---

<sup>818</sup> См. главу II.2.7.1.

<sup>819</sup> Однако в принципе, если в электронных деньгах отказано, необходимо позаботиться о том, чтобы сделка по депозиту, тем не менее, не была заключена в соответствии с соответствующей иностранной юрисдикцией, поскольку они имеют аналогичный характер, как пояснялось выше.

эмитентом электронных денег по смыслу законодательства ЕС. Поскольку Директива об электронных деньгах, как пояснялось выше, касается только эмиссии электронных денег, дальнейшее распространение токена, который в принципе представлял бы собой электронные деньги, если бы он был выпущен в ЕС или ЕЭЗ, третьей компанией в ЕС или ЕЭЗ - которая не связана с эмитентом - не подпадает под надзор.<sup>820</sup> Короче говоря, понятие "электронные деньги" не является (разрешенным) по смыслу Директивы об электронных деньгах или Закона об электронных деньгах (а только требует разрешения, если оно выдано в ЕС или ЕЭЗ), и торговля такими несанкционированными электронными деньгами (двусторонняя и/или многосторонняя) отдельной, независимой компанией в Лихтенштейне не влечет за собой требования о получении разрешения.<sup>821</sup>

### **2.7.7 Заключение Двусторонние и многосторонние действия в области электронных денег**

Имущественную торговлю электронными деньгами или жетонами, представляющими электронные деньги, трудно отличить от распространения электронных денег. В соответствии со ст. 2 (1) п. 3 л. г. 5-й Директивы AML, обмен "фиат-денег" (т. е. электронных денег) на виртуальные валюты является услугой бюро

434

---

<sup>820</sup> По крайней мере, если это не регулируется на национальном уровне. Распределение троса в Лихтенштейне должно быть нерегулируемым по указанным причинам.

<sup>821</sup> По крайней мере, в такой степени, что Stablecoin не является финансовым инструментом. Ср. главу II.2.2.2 Закона о банковской деятельности (KWG) для этого и для собственной торговли электронными деньгами в качестве финансовой услуги.

изменений, подлежащей обязательному усердию, но не обязательно платежной услугой; лежащее в основе требование, представляющее собой электронные деньги, передается посредством уступки. Даже распределение электронных денег иногда трудно отличить от эмиссии электронных денег, при этом вопрос об эмиссии электронных денег решается тем, кто будет указывать в бухгалтерских книгах требования, вытекающие из эмиссии электронных денег.<sup>822</sup> Если торговый агент действует от имени и под риском эмитента электронных денег, эмитент выпускает электронные деньги напрямую; также запрещен аутсорсинг выпуска электронных денег или эмиссии агентами.<sup>823</sup> Тем не менее, распространение по смыслу Директивы об электронных деньгах или ЭКА, как косвенно подразумевает название, всегда осуществляется от имени эмитента электронных денег и разрешено лицами в соответствии со ст. 14 ч. 1 ЭКА или агентами, к которым применяются соответствующие правила. Однако торговля на свое имя электронными деньгами (распространение на свое имя) не является деятельностью, требующей авторизации в качестве учреждения, занимающегося электронными деньгами, или платежного учреждения.<sup>824</sup> Это контрастирует с Германией, где КРГ<sup>825</sup> предусматривает, что

---

<sup>822</sup> Muri, *Vertrieb von E-Money über Dritte, Auslagerung und und Agents in Vonkilch* (Hrsg), Комментарий к закону об электронных деньгах 2010 года, § 15 Rz 6 (стр. 214).

<sup>823</sup> *Gerhartinger*, *Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in Vonkilch* (Hrsg), Комментарий к E-Money Act 2010, Rz 52 (p 30 f).

<sup>824</sup> *Terlau in Casper/Terlau* (Hrsg), *ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money*, § 1a ZAG, Rz 110 f.

<sup>825</sup> Ср. § 1 абз. 11 № 7 KWG - "Единицы учета".

единицы учета должны рассматриваться как финансовые инструменты; эта классификация в соответствии с немецким законодательством, по-видимому, приводит к противоречивой конкуренции между электронными деньгами и финансовыми инструментами, когда, например, символические электронные деньги продаются в рамках собственной торговли, для которой, таким образом, представляется целесообразным получить лицензию как финансового учреждения.<sup>826</sup>

Соответствующая основная торговля (токенированными) 435 электронными деньгами по законодательству Лихтенштейна также представляется беспроблемной, поскольку и здесь подрядчик или оператор такой торговой площадки выступает в качестве центрального контрагента и, таким образом, действует от своего имени за свой счет. Торговая платформа для (токенированных) электронных денег, которая, по сути, имеет многостороннюю структуру, в которой оператор выступает в качестве безрискового посредника и просто объединяет интересы по приобретению и отчуждению, связанные с электронными деньгами, также не создает никаких проблем с точки зрения надзора. Однако, если такой посредник также осуществляет исполнение договора (расчет), то это является платежной услугой, подлежащей разрешению, поскольку в такой сделке, с одной стороны, является законным платежным средством, а с другой стороны, иногда осуществляются переводы денежных средств (электронных денег). Такая торговля электронными деньгами не

---

<sup>826</sup> *Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, § 1a ZAG, Rz 111.*

противоречит праву выкупа электронных денег по номинальной стоимости, поскольку требование к эмитенту остается неизменным, меняется только владелец требования. С момента введения PSD II исключение коммерческого агента больше не может быть использовано, если кто-то действует в качестве коммерческого агента или брокера в соответствии с ADHGB, действующим в Лихтенштейне как для продавца, так и для покупателя. В случае коммерческого предоставления вышеупомянутых операций, связанных с электронными деньгами, подлинный факторинг иногда может существовать, но для этого не требуется лицензия в соответствии с законодательством Лихтенштейна о финансовом рынке (в отличие от Австрии, где как подлинный, так и не подлинный факторинг квалифицируется как банковский бизнес).

436 Понятие электронных денег не распространяется на те денежные инструменты, которые, хотя в принципе и представляют собой электронные деньги, если они выпускаются в странах ЕС/ЕЭЗ, выпускаются в третьих странах, которые не знакомы с режимом электронных денег. Следовательно, торговля или маркетинг таких жетонов третьими лицами, т.е. компаниями, не связанными с эмитентом, не влечет за собой требования о получении лицензии в соответствии с законодательством Лихтенштейна о финансовом рынке.

437 Примером такого электронного жетона, не требующего авторизации, является Stablecoin Tether. Это в основном отвечает всем требованиям, предъявляемым к электронным деньгам, поскольку существует право выкупа в любое время по номинальной стоимости; если бы Электронные деньги были

выданы в ЕС или ЕЭЗ, то их конкретная структура представляла бы собой лишь некорректное применение режима электронных денег.

### 2.7.8 Денежная стоимость - Возрождение мелодии звонка?

Электронные деньги, имеющие денежную ценность, в обязательном порядке зачитываются против требования, номинированного в деньгах. Электронные деньги, таким образом, также являются "фиат-денежью", что неизбежно вытекает из Приложения 8 5-й Директивы о противодействии отмыванию денег, которая также рассматривает статус-кво в отношении текущего регулирования виртуальных валют: *"Поставщики услуг, которые облегчают обмен между виртуальными валютами и "фиат-денежью" (т.е. монеты и банкноты, объявленные законным платежным средством, и электронные деньги страны, принятые в качестве средства обмена в стране-эмитенте) и поставщики электронных кошельков не обязаны сообщать о подозрительной деятельности"*.<sup>827</sup> Токен, который, таким образом, представляет собой виртуальную валюту, аналогичную товарным деньгам, так как он имеет внутреннюю ценность благодаря отображаемым данным или программному обеспечению и его функциональности, не может представлять собой ни фиат-денежь, ни, следовательно, никакие электронные деньги. Законодатель Союза ясно дал понять, что виртуальные валюты не представляют собой объекты, не имеющие внутренней стоимости (т.е. фиктивные деньги), которые функционируют как средство обмена

438

---

<sup>827</sup> Протокол 8 5-й директивы АРК 2018/843.

- в этом случае достаточно было бы использовать фиктивные деньги в одиночку. Жетоны, даже если они не представляют никаких прав как таковых, например, Bitcoin, не представляют фиат-денег. Это также четко разъясняется законодателем Союза в повествовании 10 пятой Директивы GW: *"Виртуальные валюты не следует путать с электронными деньгами в смысле [Директивы об электронных деньгах], с более широким понятием "средств" в смысле [PSD II], с услугами или платежными операциями в соответствии с [PSD II] или с игровыми валютами, которые могут использоваться только в данной игровой среде".* Хотя виртуальные валюты могут часто использоваться в качестве платежного средства, они могут использоваться в других целях и иметь более широкое применение, например, в качестве средства обмена, инвестиций, средств сохранения стоимости или для использования в онлайн-казино".<sup>828</sup> Таким образом, вне рамок Директивы об электронных деньгах европейский законодатель заявляет, что виртуальные валюты и электронные деньги являются взаимоисключающими. Жетоны, которые квалифицируются как виртуальные валюты, не могут составлять электронные деньги. Тем не менее, токены не обязательно должны представлять виртуальную валюту и действительно могут представлять электронные деньги, при условии, что это является намерением; сфера действия режима

---

<sup>828</sup> Введение 10 Директивы 2018/843 Совета 5-го созыва; согласно ст. 3 № 18 Директивы 2018/843 Совета 5-го созыва, виртуальные валюты определяются как: *"цифровое представление ценности, которая не была выдана или гарантирована каким-либо центральным банком или публичным органом и которая не обязательно связана с определенной законом валютой и которая не имеет правового статуса валюты или денег, но принимается физическими или юридическими лицами в качестве средства обмена, и которая может передаваться, храниться и торговаться в электронном виде"*.

электронных денег в связи с токенами, вероятно, будет очень ограничена.

Dies hat auch die EBA bereits vor langem erkannt: "БК [Anm: 439 виртуальные валюты] могут (i) передаваться от одного пользователя к другому с помощью электронных средств, (ii) храниться на электронном устройстве или сервере и (iii) торговаться в электронном виде. [...] Цель данного уточнения заключается в том, чтобы отличить ДК от (фиат) валюты и, в частности, от электронных денег в качестве цифрового представления ФК [Anm: Fiat Currency]. В экономической теории деньги выполняют три различные функции: (1) расчетная единица, (2) средство обмена и (3) хранилище стоимости. В принципе, БК потенциально могут выполнять одну или несколько функций денег. Однако приведенное выше определение БК отражает тот факт, что эти функции, по крайней мере в настоящее время, несопоставимы по качеству и не всегда выполняются в одно и то же время или в одной и той же степени. Кроме того, с нормативной точки зрения, включение термина "валюта" в обозначение "ДК" вводит в заблуждение, так как подразумевает самую высокую ликвидность актива, широкое или всеобщее признание в рамках его географии, а также взаимозаменяемость с другими (виртуальными и фиатовыми) валютами, что может быть не обязательно для каждой отдельной схемы ДК".<sup>829</sup>

---

<sup>829</sup> Мнение ЕБА о "виртуальных валютах", ЕБА/Ор/2014/08, 04.07.2014, S. 12, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>.

Понятие денежной стоимости далее не определено в Директиве об электронных деньгах. Однако этот элемент тесно связан с другими элементами "в форме требования к эмитенту", "выданного за выплату денежной суммы" и "для осуществления платежных операций" и должен толковаться узко с телеологической точки зрения. Следовательно, очевидно, что денежная стоимость основана исключительно на деньгах в смысле экономической теории ЕБА как учетной единицы, средства обмена и хранения стоимости, как указано выше. Характеристика денежной стоимости может быть впоследствии приравнена также к элементу "в виде требования к эмитенту", который возникает, когда принимаются денежные суммы в значении ЕВА. Таким образом, дается денежная сумма, в результате чего возникает требование о возврате этой же суммы денег и, таким образом, определяется денежная стоимость в виде требования, которое хранится в электронном виде. Как следствие, эта денежная стоимость может быть также использована для обработки платежных операций, которые, в свою очередь, требуют предоставления, снятия или перевода денежной суммы; таким образом, денежная стоимость может быть основана только на денежном требовании.<sup>830</sup> Мнение, которое придерживается BaFin и часть немецкой доктрины, согласно которой денежная стоимость представляет собой любое средство обмена, поэтому является догматически ошибочным и должно быть отвергнуто

---

<sup>830</sup> Ср. ст. 1 № 4 Директивы об электронных деньгах: *"Настоящая Директива не должна применяться к денежной стоимости, хранящейся на инструментах, на которые распространяется отступление в соответствии со ст. 3 (к)"* РП I". Таким образом, денежная стоимость может относиться только к денежным суммам, с которыми можно осуществлять платежные операции.

также при толковании национального законодательства, ориентированного на требования европейского права (толкование в соответствии с директивами или правом Сообщества). Это особенно верно, поскольку в конечном итоге бизнес с электронными деньгами представляет собой депозитную сделку, которая, по правовому вымыслу, в увязке с определенными условиями (в значении Договора ЕС), имеет иные последствия, чем депозитная сделка в соответствии с Законом о банковской деятельности; депозитная сделка обязательно основывается на принятии (безоговорочном) возвращаемых денежных средств.<sup>831</sup>

Денежная стоимость, хранящаяся в электронном виде, имеет 441  
доказательственную функцию, и такая стоимость фиксирует  
требование к эмитенту, с одной стороны, и сумму денежного  
требования, с другой стороны.<sup>832</sup>

Точка зрения, что токены в качестве цифрового контента 442  
представляют собой данные или программное обеспечение,  
имеющие внутреннюю ценность, или, в связи с их классификацией  
в качестве виртуальных валют, не представляют собой "фиат-  
денег", в сочетании с повествованием 6 Директивы об электронных  
деньгах, в целом говорит против подsummирования токенов в  
рамках режима электронных денег. Согласно этому перечню,  
сфера действия Директивы об электронных деньгах не  
распространяется на денежные средства, которые могут быть  
использованы для приобретения цифровых товаров или услуг,

---

<sup>831</sup> Подробнее см. главу II.2.7.3.

<sup>832</sup> Герхартингер, гражданско-правовая оценка электронных денег в *Вонкильхе* (Hrsg), Закон об электронных деньгах 2010 года, стр. 11 (стр. 28; примечание 46).

если оператор или эмитент добавляет дополнительную внутреннюю стоимость денежному активу, например, *"в виде средств доступа, поиска или передачи данных"*.<sup>833</sup> Это также предполагает, что *"товар или услуга могут быть использованы только с цифровым устройством, таким как мобильный телефон или компьютер, а оператор телекоммуникационной, цифровой или ИТ-системы или сети не просто выступает в качестве посредника между пользователем платежной услуги и поставщиком товара или услуги"*.<sup>834</sup> Это можно было бы предположить, если бы платеж был произведен непосредственно оператору и не было бы установлено отношений должник-кредитор между пользователем и поставщиком товаров или услуг.

- 443 Это исключение из сферы применения Договора ЕС и Директивы об электронных деньгах, известное в Германии также как "мелодия звонка",<sup>835</sup> применяется к цифровым товарам или услугам, предоставляемым оператором. *"Если оператор, по крайней мере, участвует в создании стоимости продукта, то он не является исключительно посредником, и поэтому применяется исключение"*.<sup>836</sup> В этом контексте оператор участвует в генерации добавленной стоимости, если к продукту добавляется независимая ценность в смысле дополнительной функциональности, такой как средства доступа, поиска или передачи, упомянутые в Директиве об

---

<sup>833</sup> Пункт 6 Директивы об электронных деньгах 2009/110.

<sup>834</sup> Пункт 6 Директивы об электронных деньгах 2009/110.

<sup>835</sup> *Хаслхофер-Юнгвирт/Кауфманн/Ресник/Циммерманн в Вайлингере* (Hrsg), Закон о платежных услугах, раздел 2 ZaDiG, стр. 38 (примечание о марже 51 mWn).

<sup>836</sup> *Хаслхофер-Юнгвирт/Кауфманн/Ресник/Циммерманн в Вайлингере* (Hrsg), Закон о платежных услугах, раздел 2 ZaDiG, стр. 38 f (примечание 51).

электронных деньгах. *"Таким образом, простое предоставление линии связи, по которой передается продукт, также может быть таким дополнительным преимуществом"*.<sup>837</sup>

Все это, по-видимому, относится к сетевым протоколам на основе 444  
блочных цепочек, и эмитент, разрабатывающий блочную цепь или программную платформу, иногда может воспользоваться этим исключением, тем более что простое предоставление или разработка технологии, которая впоследствии позволяет передавать токены, должно представлять собой добавленную стоимость на фоне вышеупомянутой доктрины. Жетоны также регулярно имеют дополнительные функции, которые приписываются им их эмитентом, например, доступ к платформе; здесь также можно предположить создание добавочной стоимости, которая добавляется к жетону его эмитентом. Как следствие, технология блок-сетей или связанные с ней технологии, как представляется, привели к молчаливому возрождению положения о рингтоне, что устраняет дополнительные основания для применимости режима электронных денег к жетонам или виртуальным валютам.<sup>838</sup> Режим электронных денег, по-

---

<sup>837</sup> Хаслхофер-Юнгвирт/Кауфманн/Рессник/Циммерманн в Вайлингере (Hrsg), Закон о платежных услугах, раздел 2 ZaDiG, стр. 39 (примечание 51).

<sup>838</sup> Vgl auch EZB, Virtual Currency Schemes, Oktober 2012, S 16,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrency-schemes201210en.pdf><https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrency-schemes201210en.pdf>, deren Aussagen im Kerngehalt in dieselbe Kerbe schlagen, winach virtuelle Währungen von E-Geld zu Diffezieren sind: "[...] должно быть проведено четкое различие между схемами виртуальной валюты и электронными деньгами [...]. Хотя некоторые из этих критериев [Anm: von E-Geld] также удовлетворяют виртуальным валютам, есть одно важное различие. В схемах электронных денег связь между электронными деньгами и

видимому, в значительной степени не пригоден для регулирования жетонов, если только у эмитента нет фактического намерения выпускать электронные деньги в форме жетонов. Однако в связи с этим возникает вопрос о том, можно ли совместить преимущества децентрализованной технологии с регулированием электронных денег или, с экономической точки зрения, это не приведет к "худшему из двух миров".

## 2.8 Платежные услуги и токеновые бизнес-модели

445 Закон о платежных услугах (ЗПУ), вступивший в силу<sup>839</sup> 1 октября 2019 года, является национальной реализацией РП II.<sup>840</sup> ZDG относится к коммерческому предоставлению платежных услуг поставщиками платежных услуг.<sup>841</sup> Поставщиками платежных услуг являются банки или кредитные учреждения CRR, учреждения электронных денег и платежные учреждения.<sup>842</sup>

---

*традиционным форматом денег сохраняется и имеет правовую основу, так как хранимые средства выражаются в одной и той же расчетной единице (например, долларах США, евро и т.д.). В схемах виртуальных денег единица счета меняется на виртуальную (например, линден-доллары, биткойны)".*

Токен bzw виртуал Währungen können sohin einen spekulativen Kern bzw Anlagecharakter aufweisen, welcher wie ausgeführt dem Vorliegen von E-Geld widerspricht, da E-Geld weder Spar- noch Anlagezwecken dienen darf.

<sup>839</sup> LGBl 2019.213.

<sup>840</sup> Директива 2015/2236, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>.

<sup>841</sup> Статья 2 (1) ZDG; Статья 2 (1) PSD II.

<sup>842</sup> Статья 2 (3) ZDG; Статья 1 (1) PSD II. Это связано с каскадной системой лицензирования. Таким образом, банки и учреждения, занимающиеся электронными деньгами, могут также предоставлять платежные услуги; ср. пункт 2 статьи 5 ЭГГ).

Платежные услуги включают в себя платежные операции<sup>843</sup>, 446  
платежные операции<sup>844</sup>, операции с платежными

---

<sup>843</sup> Статья 4 (1)(5) и (12) ZDG; услуги, позволяющие вносить наличные или снимать наличные деньги на или с платежного счета, а также все операции, необходимые для ведения платежного счета.

<sup>844</sup> Ст. 4, п. 1, № 45 ZDG (Z 46 leg cit для выполнения платежной операции, при которой сумма, относящаяся к платежной операции, покрывается кредитом); выполнение платежных операций - т.е. перевод, предоставление или снятие средств плательщиком или получателем (Ст. 4, п. 1, № 54 ZDG) - включая перевод средств на платежные счета (Ст. 4, п. 1, № 51 ZDG). Это включает в себя подтягивающие платежи (например, прямые дебиты) и подталкивающие платежи (кредитные переводы, постоянные поручения).

инструментами<sup>845</sup>, денежные переводы<sup>846</sup>, а начиная с РП II - также услуги по инициированию платежей и информационные услуги по счетам.<sup>847</sup>

447 Услуга инициации платежа - это услуга, при которой пользователь платежного сервиса иницирует по требованию платежное поручение на платежный счет, открытый у другого поставщика платежных услуг.<sup>848</sup> Что касается токенов, то данное положение может быть актуальным для оператора торговой платформы для токенов, если он хочет дать возможность своим

---

<sup>845</sup> Эмиссия платежных инструментов или приобретение платежных инструментов (акцепт и расчеты). Под платежными инструментами понимаются персонализированные инструменты или процедуры, согласованные между пользователем платежной услуги и поставщиком платежных услуг для выдачи платежных поручений (п. 1 ст. 4 № 48 ZDG, п. 2 ст. 4 № 14 PSD II). Физический элемент не требуется, а PIN-код, подпись или PIN-код и TAN могут также являться такой персонализированной процедурой и, следовательно, платежным инструментом.

<sup>846</sup> Ст. 4 (1) № 17 ZDG; Ст. 4 № 22 PSD II. Платежный сервис, в котором не установлен платежный счет. Денежная сумма плательщика перечисляется поставщику платежных услуг, действующему от имени получателя.

<sup>847</sup> Статья 2 (2) ZDG; статья 4 № 3 в сочетании с Приложением I PSD II.

<sup>848</sup> Ст. 4 (1) Z 39 ZDG; Ст. 4 № 15 PSD II. Поставщики услуг по инициированию платежей (PISP) предоставляют получателю уверенность в том, что платеж иницирован, чтобы получатель мог немедленно доставить товар или оказать услугу (см. п. 29 PSD II).

клиентам через банк, интегрированный в бизнес-модель, хранить депозиты с целью приобретения токенов у них на торговой платформе. Если оператор торговой платформы пересылает соответствующие платежные поручения от имени клиентов, то это является услугой триггера платежей.<sup>849</sup> Если не срабатывает платежное поручение, а отображается только информация о балансе счета, например, внутри платформы, то нет сервиса инициации платежей, но есть сервис информации о счете.<sup>850</sup> Информационные услуги по счетам - это онлайн-сервисы для передачи обобщенной или консолидированной информации по платежным счетам пользователей платежных услуг.

Примечательным является регулирование минимального капитала платежных организаций в ЗДГ, которое реализует СРП II. В связи с изменением обменного курса CHF/EUR со времен динамического периода I, они были фактически сокращены вдвое. В то время как минимальный капитал для платежных учреждений<sup>851</sup> составлял 250 000,00 швейцарских франков и 40

---

<sup>849</sup> Однако в этом случае потенциально может быть использовано исключение в отношении коммерческих агентов, см. п. 11 PSD II.

<sup>850</sup> Статья 4, пункт 1, № 25 ZDG; статья 4, № 16 PSD II (также поставщик услуг по предоставлению информации о счетах; AISP). Эти поставщики услуг позволяют пользователю получить общее представление о своем финансовом положении в режиме реального времени (Recital 28 PSD II).

<sup>851</sup> Сбор за разрешение платежного учреждения в УФР составляет 30.000,00 CHF, а сбор за предоставление или отказ в регистрации поставщика услуг по предоставлению информации о счетах составляет 15.000,00 CHF (Приложение 1, раздел A № 1 lt i и № 2b lt a УФР). Кроме того, ежегодная базовая пошлина за надзор согласно Приложению 2, Раздел I, Раздел D FMAA составляет не менее 20.000,00 швейцарских франков и не более

000,00 швейцарских франков<sup>852</sup> для платежных учреждений, оказывающих услуги по денежным переводам, минимальный капитал de lege lata составляет 125 000,00 швейцарских франков для платежных учреждений, оказывающих услуги по денежным переводам в соответствии со ст. 2 п. 2 л. а, b и f до h ZDG<sup>853</sup> и 20 000,00 швейцарских франков для платежных учреждений, оказывающих услуги только по денежным переводам. Поставщики<sup>854</sup> услуг, которые вводятся в PSD II, требуют минимальный капитал в размере 50.000,00 CHF.<sup>855</sup> Поставщики услуг по предоставлению информации о счетах, напротив, не нуждаются в лицензии, а просто обязаны зарегистрироваться в УФР и предоставить страхование профессиональной ответственности или равноценную гарантию.<sup>856</sup>

### 2.8.1 Надежная аутентификация клиентов

---

120.000,00 швейцарских франков (или 500.000,00 швейцарских франков для платежных учреждений с представительствами или филиалами, находящимися под консолидированным надзором). Для поставщиков услуг по предоставлению информации о счетах, надзорный сбор также составляет 20.000,00 CHF, но максимум 80.000,00 CHF для зарубежных филиалов и представительств, подлежащих консолидированному надзору.

<sup>852</sup> Ст. 11 ЗГД в редакции LGBl 2009.271.

<sup>853</sup> Статья 10, пункт 2, подпункт с ZDG (с поправками, внесенными в соответствии с LGBl 2019.213).

<sup>854</sup> Статья 10 (2) литр а в сочетании со статьей 2 (2) литр с ZDG.

<sup>855</sup> Статья 10(2)(b) в сочетании со статьей 2(2)(e) ZDG-

<sup>856</sup> Ст. 11 (1) и Ст. 12 (1) лит. м ZDG.

В Протоколе 107 РП II указано, что для обеспечения согласованного применения РП II Европейская Комиссия может поручить ЕБА разработать нормативные технические стандарты<sup>857</sup> для надежной аутентификации клиентов с целью обеспечения безопасности платежных услуг. Надежное удостоверение подлинности клиента - это удостоверение подлинности, в котором учитываются как минимум два независимых элемента из областей знаний, права собственности и несогласованности.<sup>858</sup> 449

Поставщики платежных услуг обязаны обеспечивать надежную аутентификацию клиента, когда платательщик получает доступ к своему платежному счету в режиме онлайн, инициирует электронную платежную транзакцию или действует через удаленный доступ таким образом, что создает риск мошенничества или иного неправомерного использования.<sup>859</sup> 450

На основании статьи 98 PSD II, ЕБА в сотрудничестве с ЕЦБ разработала нормативные технические стандарты для сильной 451

---

<sup>857</sup> Нормативные технические стандарты; РТС.

<sup>858</sup> Ст. 4 № 30 PSD II; Ст. 4 (1) Z 34 ZDG. Элементом знаний может быть, например, пароль или PIN-код. Одержимый элемент основывается на полномочиях пользователя, например, на платежном инструменте или устройстве, которое генерирует код аутентификации. Элемент непоследовательности, с другой стороны, основан на генетическом наследовании и включает в себя, например, отпечаток пальца или распознавание голоса. См. также раздел I. Глава I.1.2 касающийся "двухфакторного удостоверения подлинности", обычно используемого для сделок с маркерами в блок-цепочки, в котором также содержатся ссылки на эти элементы.

<sup>859</sup> Статья 97(1) PSD II.

аутентификации клиентов.<sup>860</sup> Данная РТС или Del-VO вступили в силу 14.03.2018.<sup>861</sup> Сам СДП II действует с 13.01.2018 года; в отсутствие ранее принятого решения Объединенного комитета ЕАОС, он уже был введен в действие в Лихтенштейне в соответствии с национальным законодательством с 01.10.2019 года. Следует<sup>862</sup> отметить, что положения о надежной аутентификации клиентов вступают в силу только через 18 месяцев после вступления РТС в силу для РП II, т.е. для ЕС только с 14 сентября 2019 года.<sup>863</sup>

452 Поставщики платежных услуг, как правило, должны внедрить механизм контроля за транзакциями, который позволяет учитывать такие аспекты риска, как сумма всех платежных транзакций, известные сценарии мошенничества, используемое программное обеспечение для доступа, признаки заражения вредоносным ПО, а также неправильно используемые или украденные элементы аутентификации.<sup>864</sup>

453 Для надежного удостоверения подлинности клиента необходимо принять меры безопасности, обеспечивающие невозможность фальсификации кода аутентификации, невозможность получения из кода аутентификации элементов знаний, владения или

---

<sup>860</sup> RTS Del-VO 2018/389, ELI: [http://data.europa.eu/eli/reg\\_del/2018/389/oj](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2018/389/oj).

<sup>861</sup> Это относится только к региону ЕС. Что касается ЕАОС, то в настоящее время положение дел таково: "Принят акт, находящийся под контролем ЕАОС ЕАСТ".

<sup>862</sup> Статья 115 (1) PSD II.

<sup>863</sup> Статья 97 PSD II в сочетании с положением о транспозиции в статье 115 (4) PSD II. См. также пункт 2 статьи 38 Правил 2018/389.

<sup>864</sup> Статья 2 Правил 2018/389.

несогласия или невозможность генерирования нового кода аутентификации (реинжиниринг).<sup>865</sup>

## 2.8.2 Исключения из разрешения в соответствии с ZDG

Ниже рассматриваются наиболее значимые исключения из ZDG<sup>866</sup> для компаний-блок-сетей. Это неизбежно два основных приложения ограниченного сетевого исключения (ограниченное сетевое решение или решение "магазин в магазине" и очень ограниченный выбор), исключение коммерческого агента и исключение, касающееся межбанковских платежей в целом.<sup>867</sup>

Одним из важнейших исключений ZDG является исключение сетей с ограниченной пропускной способностью (замкнутый цикл) согласно ст. 3 (1) лит. г (Z 1 - Z 3) ZDG. Особенно в случае проектов на основе блок-цепочки исключение для географического ограничения в отношении одного государства-члена в ците Z 3 leg является менее релевантным в связи с его повсеместным применением, однако два других пункта являются тем более значимыми. Область применения ZDG исключается в случае услуг, основанных на платежных инструментах ограниченного пользования, (i) которые дают право владельцу приобретать

---

<sup>865</sup> Кроме того, в соответствии с этим положением удостоверение подлинности может быть предоставлено максимум на пять минут без каких-либо действий и может быть предметом максимум пяти неудачных попыток удостоверения подлинности подряд; после этого варианты действий в соответствии с пунктом 1 статьи 97 PSD II должны быть временно или окончательно заблокированы.

<sup>866</sup> Статья 3 (1) ZDG.

<sup>867</sup> Ст. 3 (1) лит. л ZDG.

товары или услуги исключительно у ограниченной сети поставщиков услуг на основании делового соглашения с эмитентом (розничная сеть; франчайзинг)<sup>868</sup>, или (ii) которые могут быть использованы только для приобретения очень ограниченного ассортимента товаров или услуг (ограниченный ассортимент).<sup>869</sup> При внедрении РП II в Лихтенштейне УФР должно быть уведомлено об утверждении данного исключения, если при осуществлении платежных операций на общую сумму более 1 млн. швейцарских франков в течение предыдущих 12 месяцев превышена пороговая величина, и должны быть указаны причины этого.<sup>870</sup> FMA записывает такие уведомления в общедоступный Регистр платежных услуг и отчитывается перед ЕВА.<sup>871</sup>

456 Другим существенным исключением из ZDG является предоставление платежных операций между плательщиком и получателем платежа коммерческим агентом, который имеет

---

<sup>868</sup> Если платежная услуга, основанная на платежном инструменте, дает право владельцу приобретать товары или услуги только у конкретного продавца (решение "магазин в магазине"), то это также является исключением из ZDG. См. в этой связи Репортаж 13 из РСД II. См. также брошюру BaFin, Hinweise zum Zahlungsdienstleistungsaufsichtsgesetz (ZAG), 22.12.2011, с последними поправками 29.11.2017, P 3. j), [https://www.ba-fin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_111222\\_zag.html](https://www.ba-fin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html).

<sup>869</sup> Статья 3 (1) лит. г Z 2 ZDG; см. главу 2.7.3 mWV и более подробную информацию. От РП I к РП II ограничение было ужесточено, что также отражено в терминологии. Таким образом, ограниченный выбор товаров или услуг был еще более ограничен. Эффект такого ужесточения на практике остается под вопросом, однако в целом это исключение должно основываться на общем термине гражданского права или функционально связанных категориях продуктов.

<sup>870</sup> Статья 3 (3) ZDG.

<sup>871</sup> Статья 3 (5) в сочетании со статьей 16 ZDG и статьей 3 (6) ZDG.

договорные полномочия на ведение переговоров или заключение контракта на продажу или покупку товаров или услуг от имени плательщика или получателя платежа. В<sup>872</sup> то время как в режиме РП I коммерческий агент мог представлять как покупателя, так и продавца, т.е. плательщика и получателя платежа, такое поведение было прекращено с введением или национальным внедрением РП II.<sup>873</sup> Коммерческий агент теперь может действовать только в интересах одной стороны договора, т.е. либо плательщика, либо получателя платежа, и может воспользоваться этим исключением в ZDG.<sup>874</sup>

---

<sup>872</sup> Коммерческие агенты или брокеры также должны иметь определенную степень свободы действий при ведении переговоров или заключении сделки купли-продажи товаров или услуг. В то время как критерий заключения относится к волевому акту для заключения законной сделки, характеристика переговоров касается содержания сделки, таких как, в частности, цена, условие, место закупки, договаривающаяся сторона и т.д. Нет свободы действий, если уже определены заключение и условия сделки, а также контрагент, и средства просто переправляются; это определение платежной услуги - ср. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdienststeuergesetz, от 22.12.2011, последние изменения внесены 29.11.2017, стр. 3. b)

<sup>873</sup> Следовательно, исключение торгового агента больше нельзя использовать для торговых платформ, см. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdienststeuergesetz, от 22.12.2011, последние изменения внесены 29.11.2017, стр. 3. b).

<sup>874</sup> Статья 3(1)(p) ZDG; ср. пересказ 11 РП; ср. также BuA 2019/11, стр. 13 f; ср. также глава II.2.7.6 маржа № 428 Хотя в вышеупомянутом BuA 2019/11 аподически утверждается, что коммерческий агент, представляющий обе стороны, больше не может претендовать на льготы, предоставляемые освобождением, это не может быть вычтено из РП II таким абсолютистским образом. В Протоколе 11 аЕ PSD II говорится, что

По данным ADHGB, действующим в Лихтенштейне, коммерческие агенты или коммерческие представители определяются как независимые торговцы, которым постоянно поручена задача по оказанию посреднических услуг предпринимателям или заключению сделок от их имени.<sup>875</sup> Поэтому можно предположить, что коммерческий агент принимает средства от предпринимателя, для которого он провел переговоры по сделке, и после проведения переговоров или заключения договора перечисляет эти средства второму предпринимателю в качестве контрагента в ходе выполнения договора. Для этого вида деятельности коммерческий агент может - если он имеет дискреционные полномочия при ведении переговоров или заключении договора - ссылаться на исключение из ZDG и, таким образом, не требует разрешения в качестве платежного учреждения.<sup>876</sup> Термин "коммерческий агент", используемый в ZDG в контексте надзора, следует толковать широко и, в силу его экономического содержания, включает также

---

коммерческий агент может продолжать действовать как от имени плательщика, так и от имени получателя платежа в соответствии с этим исключением, если он никогда не вступает во владение или не контролирует средства клиентов. Это может относиться только к поставщику услуг по инициированию платежей, который выступает в качестве коммерческого агента для обеих сторон с целью проведения переговоров и заключения сделки купли-продажи товаров или услуг (но не для сторон); в целом, следует отметить в отношении исключений, что здесь открыта сфера применения ZDG, но не фактическая сфера применения, поэтому разрешение не требуется.

<sup>875</sup> Арт 87 ADHGB.

<sup>876</sup> *Хаслхофер-Юнгвирт/Кауфманн/Ресник/Циммерманн в Вайлингере (Hrsg), ZaDiG, § 2, примечание 20.*

коммерческих брокеров и пожилых людей.<sup>877</sup> Коммерческие брокеры в основном выполняют те же задачи, что и коммерческие агенты, с той разницей, что им не поручается постоянное посредничество в бизнесе, а они действуют на индивидуальной основе, а также действуют в интересах частных лиц.<sup>878</sup>

### 2.8.3 Заключение Исключения в соответствии с ZDG в рамках СРП II

ZDG предусматривает различные исключения, когда не требуется разрешение в качестве платежного учреждения. Некоторые из этих исключений также относятся к ЭГГ. Помимо исключения платежных услуг в связи с межбанковскими операциями (например, платежные системы или системы расчетов по ценным бумагам), наиболее релевантным исключением являются ограниченные сети. В соответствии с этим применение ZDG или EGG исключается, если услуги основываются на платежных инструментах ограниченного пользования, которые могут быть использованы только для приобретения товаров или услуг у ограниченной сети поставщиков услуг, которые имеют деловые отношения друг с другом (розничная сеть; франчайзинг; ограниченная сеть). Услуги, основанные на платежных инструментах, которые могут быть использованы для приобретения товаров или услуг у очень ограниченного круга провайдеров (ограниченный круг), также выигрывают от исключения ограниченных сетей. Следует отметить, что после

458

---

<sup>877</sup> Хаслхофер-Юнгвирт/Кауфманн/Рессник/Циммерманн в Weilinger (Hrsg), ZaDiG, раздел 2, примечание 21.

<sup>878</sup> Статья 67 ADHGB.

введения в действие РП II, об этом исключении необходимо сообщить компетентному надзорному органу в Лихтенштейне в УФР, если платежные операции на общую сумму более 1 млн. евро за 12 месяцев (статья 37, параграф 2 РП II) или 1 млн. швейцарских франков за 12 месяцев (статья 3, параграф 3 ZDG) будут перевыполнены. Причины, по которым действительно используется исключение, должны быть приведены. Эти исключения регистрируются в государственном национальном реестре платежных услуг и доводятся до сведения ЕБА.

- 459 Другое важное исключение из ZDG - коммерческие агенты или торговые представители и коммерческие брокеры. Если в ходе переговоров или посредничества по сделке и заключению сделки кто-то передает средства только одному плательщику или получателю (заключение сделки), то это лицо действует в качестве коммерческого агента или коммерческого брокера от имени плательщика или получателя и может воспользоваться исключением коммерческого агента из ZDG, что означает, что разрешение в качестве платежного учреждения на такие услуги не требуется. В соответствии с СРП II, в отличие от СРП I, коммерческий агент больше не может представлять как плательщика (покупателя), так и получателя (продавца) в равной степени в соответствии с освобождением. Однако, согласно Recital 11 aE PSD II, коммерческий агент может продолжать действовать от имени как плательщиков, так и получателей, за исключением коммерческого агента, при условии, что он никогда не хранит и не контролирует средства клиентов; это может относиться только к поставщикам платежных услуг, которые не хранят средства клиентов как таковые.

Разница между коммерческими агентами и коммерческими брокерами заключается в том, что первым постоянно поручается брокерская деятельность для предпринимателей или заключение сделок от их имени, в то время как коммерческие брокеры или старшие выполняют те же задачи в принципе, но действуют в каждом отдельном случае и действуют не только для предпринимателей, но и для частных лиц. 460

## **2.9 Обменные пункты согласно SPG с изменениями LGBI 2009.047 и 2019.302**

В соответствии с пунктом 3 статьи 3 лита DDA с поправками, внесенными ЛГБЛ в 2009 году.<sup>879</sup> обменные пункты являются так называемыми "репортерами", поскольку они считаются должностными лицами, проявляющими должную осмотрительность, которые должны незамедлительно сообщать в письменном виде о начале своей коммерческой деятельности в УФР Лихтенштейна. Обменные пункты приписаны к внутреннему отделу УФР по предотвращению легализации (отмывания) доходов, полученных преступным путем, и другим финансовым посредникам. Пункт обмена валюты определяется как лицо, которое обменивает законное платежное средство или законное платежное средство на виртуальную валюту или наоборот.<sup>880</sup> 461

---

<sup>879</sup> В этой главе речь идёт, прежде всего, о DDA в редакции LGBI 2009.047, т.е. о правовой ситуации, касающейся DDA до вступления в силу TVTG (DDA в редакции BuA 2019/93), если не указано иное.

<sup>880</sup> Ст. 2 ч. 1 л. SPG; С введением TVTG должно быть осуществлено разделение на пункты обмена для обмена законного платежного средства, с одной стороны, и на пункты обмена VT для обмена жетонов на другие

462 <sup>881</sup>В п. 8 5-й Директивы о борьбе с отмыванием денег указано, что в будущем на электронные деньги должны распространяться бюро изменений. Однако эта директива до сих пор не реализована в Лихтенштейне, где фактическое поведение бюро изменений было изменено на обмен фиксированных денег и виртуальных валют, в то время как в Лихтенштейне вместо фиксированных денег до сих пор используется законное платежное средство.<sup>882</sup> Из сольного концерта ясно, что электронные деньги считаются невознагражденными деньгами.<sup>883</sup> На этом фоне возникает также

---

жетоны или на законное платежное средство, с другой стороны (в 2019/54 ВА, стр. 367 f), в отличие от 2019/93 ВА, в центре внимания все еще находились платежные жетоны и виртуальные валюты). Таким образом, в ТВТГ не соблюдаются положения 5-й Директивы о противодействии легализации средств, полученных преступным путем, по крайней мере, не в законодательном порядке, и обмен электронных денег на законное платежное средство или виртуальную валюту в Лихтенштейне, как представляется, не охватывается; для операторов торговых платформ для виртуальных валют и жетонов в соответствии со ст. 2, п. 1 л. zter SPG в редакции Закона о федеральном бюджете 2019/93 г., см. комментарии в главе II.2.5.4.

<sup>881</sup> Директива 2018/843, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>.

<sup>882</sup> Это не соответствовало и введению ТВТГ, хотя в пояснениях правительства там даже говорится, что в этом отношении была внедрена 5-я Директива об отмывании денег - ВиА 2019/54, стр. 302.

<sup>883</sup> Фиат-денежь обычно определяется как объект, не имеющий собственной ценности, но служащий средством обмена. Это относится к законному платежному средству. Например, швейцарский франк определяется как лихтенштейнский франк в качестве платежного средства только на основании закона о введении валюты швейцарского франка (LGBI 1924.008). Однако такое платежное средство должно

вопрос о важности соблюдения концепции виртуальных валют, поскольку "фиат-денежь" - это средство обмена, не имеющее внутренней стоимости, которое в этой форме, помимо законного платежного средства и электронных денег, могло бы, якобы, применяться и к Bitcoin и консорциумам, в противном случае подпадающим под категорию виртуальных валют, поскольку акцент на физическом элементе "фиат-денежь" (в смысле бумажных денег) не будет устойчивым при учёте "книжных денег" и "электронных денег". Понятие виртуальной валюты, таким образом, кажется *prima vista* избыточным, но при ближайшем рассмотрении его нельзя опустить. Виртуальные валюты, такие как Биткойн, имеют значение, выходящее за рамки чистого набора данных, что определяется удобством использования и функциональностью в протоколе Биткойна; Биткойн может не представлять никаких специальных прав, но это не означает, что

---

рассматриваться как (фиат) деньги только после того, как оно будет принято в качестве общего рассмотрения и, следовательно, использовано для расчетов по сделкам. Его стоимость измеряется, например, факторами стабильности правительства и прочности национальной экономики. Фиат-денежь отличается от товарных денег, которые в дополнение к биржевой стоимости имеют внутреннюю или присущую им стоимость (например, драгоценные металлы, такие как золото, или так называемые примитивные деньги, такие как минеральные деньги, ракушечные деньги, деньги на ткани и т.д.). Электронные деньги не имеют внутренней стоимости, поскольку денежная стоимость всегда связана с денежным требованием, поэтому классификация в качестве "фиат-денег" является экономически правильной.

Биткойн не представляет собой ничего или не представляет никакой ценности.<sup>884</sup>

- 463 De lege lata, переход с электронных денег на законное платежное средство или виртуальную валюту в Лихтенштейне не подпадает под правовое определение обменной кассы или деятельности поставщика обменных услуг VT. Виртуальные валюты - это электронные хранимые, передаваемые и обращаемые крипто-валюты или маркеры, представляющие собой цифровое представление стоимости, при условии, что эти маркеры используются для приобретения товаров или услуг (средства обмена) или для хранения стоимости и, таким образом, выполняют схожую функцию законного платежного средства (платежная функция, например, Bitcoin или ether), при которой виртуальная валюта не была выпущена государственным органом

---

<sup>884</sup> Ср. главу II.2.7.6, маржа № 424 С введением TVTG, обмен виртуальными валютами между собой, который не был охвачен до вступления TVTG в силу, будет также подпадать под сферу применения DDA в редакции DDA 2019/93 как предоставление услуг по обмену VT. Понятие оферента биржевых услуг VT, однако, идет дальше и охватывает также маркеры, которые не представляют виртуальную валюту (т. е. маркеры, которые имеют ценность благодаря основному программному обеспечению и технологии - т. е. цифровому контенту - или маркеры, которые представляют собой право вещного права на объект). В Лихтенштейне, напротив, изменение электронных денег до сих пор не охвачено, поскольку оно основано на законном платежном средстве, а не на фиктивных деньгах (см. статью 2, пункт 1 литра q TVTG с изменениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/93, и статью 2, пункт 1 литра l SPG с изменениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/93).

и не обязательно должна быть связана с законным платежным средством.<sup>885</sup>

Кроме того, согласно LGBI 2009.047, только обмен законного средства платежа на другое законное средство или обмен законного средства платежа на виртуальную валюту и наоборот охватывается деятельностью обменной кассы. С введением в TVTG поставщика услуг VT по обмену жетонов на другие жетоны (или виртуальные валюты между собой) будет ликвидирован разрыв в отношении нерегулируемого обмена жетонов на другие жетоны (или виртуальные валюты между собой), и на эту деятельность будет распространяться также надзорный закон.<sup>886</sup>

---

<sup>885</sup> BuA 2016/159, стр. 31 - виртуальные валюты не являются "цифровыми денежными единицами", которые могут быть обменены только на законное платежное средство в крайне ограниченном объеме или вообще не пригодны для обмена; ср. определение в ст. 3 № 18 5 Директивы ARC или ст. 2 (1) lt z to DDA в редакции BuA 2019/93.

<sup>886</sup> Ср. ст. 2, п. 1 л г ТВТГ с изменениями, внесенными до 2019/54 г. - в этом контексте речь шла даже о так называемых платежных жетонах. Однако план по введению новых терминов был отклонен, что, безусловно, способствует понятности и правовой определенности. Однако, похоже, что решение поставщиков услуг, которые обменивают фиат-денег по официальному курсу, а также виртуальные валюты или жетоны на другие жетоны и/или фиат-денег, выходит за рамки круглого. В отношении обмена фиат-денег между собой существует бюро обмена, подлежащее регистрации согласно абз. 1 л ст. 2 в сочетании с абз. 3 ст. 3 л. SPG в редакции BuA 2019/93, для которого также требуется торговая лицензия, а в отношении обмена жетонов на жетоны или фиат-денег существует поставщик услуг по обмену VT, подлежащий регистрации согласно абз. 1 л ст. 2 в сочетании с абз. 1 ст. 12 TVTG в редакции BuA 2019/93. Это становится еще более актуальным, если учесть, что для деятельности обменного пункта согласно Приложению 2, Раздел IV, § D, № 2 Закона об

465

В соответствии с вышеизложенным следует отметить, что бюро изменений назначаются в качестве договаривающихся сторон по обменным операциям (двусторонние обменные операции против собственных книг). Однако никакая деятельность обменных пунктов не представляет собой многосторонние договорные отношения, например, в случае с торговой площадкой для жетонов (нерегулируемые или "нерегулируемые" в юридическом смысле, так называемые крипто-биржи или крипто-биржи), в рамках которых оператор такой торговой площадки просто выступает в качестве безрискового посредника и объединяет интересы третьих сторон в целях заключения договора купли-продажи.<sup>887</sup>

466

Наконец, следует отметить, что покупка жетонов при Продаже Жетонов или Предложении Жетонов не является деятельностью по обмену в смысле обменной кассы. Это объясняется тем, что такая сделка представляет собой не вексель, а эмиссию в ходе первичной эмиссии или продажу в результате предложения о продаже цифрового контента.

467

---

УФР дополнительный надзорный сбор составляет 40 швейцарских франков - но только для сделок, подлежащих обязательному исполнению, - в то время как для деятельности обменного пункта согласно Приложению 2, Раздел VIII, § A, № 2 Закона об УФР в редакции Закона об УФР 2019/93 составляет 0,25 % от валового дохода и, таким образом, охватывает все сделки.

<sup>887</sup> Тем не менее, расчеты денежными средствами (или, более узко, денежными суммами) вызывают платежную услугу, за исключением случаев, когда есть исключение, см. главу II.2.7.6 и главу II.2.8.

Обменные пункты не требуют разрешения, но они несут полную ответственность за это.<sup>888</sup> Соответственно, обменные пункты должны платить УФР плату за надзор. Этот сбор составляет минимум 500,00 CHF и максимум 100.000,00 CHF в год, при этом дополнительный сбор в дополнение к базовому сбору составляет 40,00 CHF за каждую сделку, подлежащую проверке.<sup>889</sup>

В соответствии с пунктом 2 а и g статьи 5 DDA обменные пункты 468 должны выполнять обязательства по проявлению должной осмотрительности, предусмотренные статьей 5 DDA,<sup>890</sup> при установлении деловых отношений, а также<sup>891</sup> при обработке нерегулярных сделок на сумму 1000,00 швейцарских франков и более. Ст. 5, п. 2 г DDA представляет собой *lex specialis to lit a or lit b leg cit*, поскольку в большинстве случаев нельзя предположить, что в обменных пунктах будут установлены постоянные деловые отношения.<sup>892</sup> Сделки с векселями, имеющие отношение к

---

<sup>888</sup> Статья 3, параграф 1, f DDA.

<sup>889</sup> Приложение 2, Раздел IV, Раздел D FMAG

<sup>890</sup> В этой связи необходимо собрать данные, перечисленные в пункте 1 статьи 6 SPV (KYC) и пункте 1 статьи 20 SPV (AML). Для идентификации в режиме удаленного доступа (удаленная идентификация, которая также включает в себя идентификацию по видеоизображению) необходимо соблюдать статью 14 SPV в сочетании с Руководством FMA 2019/7 от 11.06.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmassnahmen.pdf>.

<sup>891</sup> Ст. 2, параграф 1, лит. с DDA: *"любые деловые, профессиональные или коммерческие отношения, которые поддерживаются в связи с профессиональной деятельностью лица, подлежащего должной осмотрительности, и которые, как ожидается, будут продолжаться в течение определенного периода времени при установлении контакта"*.

<sup>892</sup> BuA 2016/159, стр. 57.

экспертизе, принимаются к оплате векселей в законном платежном средстве по официальному курсу только в том случае, если пороговое значение превышает 15.000,00 швейцарских франков. В случае обмена виртуальной валюты на законное платежное средство и наоборот, порог устанавливается в размере 1.000,00 CHF, при этом связанные между собой операции суммируются. Обработка отдельных сделок бюро изменений не влечет за собой плату за надзор в размере 40,00 CHF из-за отсутствия должной осмотрительности.<sup>893</sup>

- 469 В BuA 2019/54, а также в BuA 2019/93 для TVTG, введение сопоставимого порога для провайдера услуг коммутации ТВ в SPG с поправками BuA 2019/93 (LGBI 2019.302), похоже, было забыто из-за редакционной ошибки.<sup>894</sup> В противном случае не представляется объективно оправданным, почему сопоставимый порог не приводит к освобождению от обязательств по проведению комплексной юридической проверки или надзору при замене токенов на законное платежное средство или при замене токенов на токены против токенов. Это было бы экономически неприемлемо, особенно для бизнес-проектов, ориентированных на сделки с низкой стоимостью.<sup>895</sup> Тем не менее,

---

<sup>893</sup> Статья 5, пункт 2, лит. g DDA; BuA 2016/159, стр. 57; ср. также BuA 2019/54, стр. 93

<sup>894</sup> BuA 2019/54, S 367 ff. Тем не менее, в статье 5, абзац 2 h DDA с изменениями BuA 2019/93 предусмотрено пороговое значение в 1000,00 швейцарских франков для провайдеров услуг VT векселей, которые работают исключительно с физическими машинами.

<sup>895</sup> В случае обмена токенов на другие токены, пороговое значение будет рассчитываться на основе соответствующей эквивалентной стоимости в законном платежном средстве.

поставщики услуг VT по обслуживанию векселей не должны устанавливать фиксированную дополнительную плату за сделки, подлежащие должной проверке<sup>896</sup>, а должны уплачивать надзорную плату в процентах, которая основана на обменных маркерах и законном платежном средстве; тем не менее, каждая сделка должна быть зарегистрирована как подлежащая должной проверке.<sup>897</sup>

---

<sup>896</sup> Приложение 2, Раздел IX, Раздел G № 2 для FМAG.

<sup>897</sup> В соответствии с редакциями УФРН в редакции УФРН БуА 2019/54 этот сбор составил 0,25% от валовой выручки (коэффициент 0,0025). С Приложением 2 Раздел VIII Раздела А № 4 FМAG с изменениями БуА 2019/93 максимальный ежегодный общий надзорный сбор в размере 5.000,00 швейцарских франков или 10.000,00 швейцарских франков для всех провайдеров услуг VT был увеличен до 100.000,00 швейцарских франков. Цифры, связанные с налогами, представляются непропорциональными, учитывая, что поставщики услуг VT не подлежат макропруденциальному надзору со стороны УФР, но при этом взимаются налоги, сопоставимые с налогами таких финансовых учреждений, как электронные деньги и платежные учреждения (см. Приложение 2, Раздел I, Раздел D, № 5 л а и Приложение 2, Раздел I, Раздел С, № 5 л а Закона об УФР). Кроме того, статья 16 TVTG с изменениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/93, содержит требования к минимальному капиталу для поставщиков услуг VT в размере до 250.000,00 CHF, который, вероятно, может быть поднят только очень немногими стартапами, хотя TVTG предназначен для продвижения именно этой фин-стартап-сцены. Поскольку это требование к минимальному капиталу, капитал никогда не может опуститься ниже этого уровня и, следовательно, не может использоваться в качестве оборотного капитала, как это принято в других случаях для компаний, работающих в рамках ГРР. В соответствии со ст. 182е ГПР, до половины уставного капитала в противном случае могло бы быть использовано для осуществления хозяйственной деятельности без проведения реструктуризации или чрезвычайной задолженности в бухгалтерском учете.

В случае блочно-цепных проектов с участием других финансовых посредников под надзором УФР, помимо наличия бюро изменений, если это указано, необходимо также изучить, в частности, создан ли траст<sup>898</sup>или открыт ли объем применения Закона о борьбе с отмыванием денег.<sup>899</sup>

---

<sup>898</sup> Закон о трастах или лососевое право в соответствии со ст. 879 и далее ГПР; в случае траста, трастовые сертификаты могут также выдаваться (и впоследствии удостоверяться) в качестве ценных бумаг над трастовым имуществом в соответствии со ст. 928 п. 1 ГПР. Эти ценные бумаги должны передаваться как именные акции в соответствии с пунктом 3 номенклатуры. Такие ценные бумаги не обязательно должны представлять собой переводные ценные бумаги в смысле финансовых инструментов в соответствии с MiFID II; важна стандартизация или функциональная эквивалентность финансовых инструментов, а также возможность перевода или торговли в целом.

<sup>899</sup> Хотя УФМ отвечает за надзор за казино с точки зрения должной осмотрительности, следует отметить, что в соответствии со статьей 13 ГСГ Управление по экономическим вопросам (УЭВ) отвечает за лицензирование в соответствии с Законом о денежных играх (GSG). Что касается ГСГ, то следует отметить, что ГСГ уделяет основное внимание понятию "деньги", а это означает, что оно не может в целом применяться к токеновым бизнес-моделям (см. постоянную ссылку на денежную игру с использованием понятия "депозит" в пункте 1 литра i, l, o и v статьи 3 в связи с литрами f и e ГСГ; однако уголовно-правовое положение пункта 1 литра статьи 88 ГСГ имеет весьма широкое определение и потенциально охватывает все виды деятельности, связанные с азартными играми: *"Областной суд наказывает за правонарушения тюремным заключением на срок до одного года или штрафом в размере до 360 суточных для любого, кто умышленно организует, управляет, посредничает, распространяет, предоставляет место, рекламирует, объединяет людей, закупает для этих целей игорное оборудование, включая программное обеспечение, или иным образом содействует его коммерческому распространению без необходимой лицензии на азартные игры или без законного освобождения от такой лицензии"*. """). Как и в случае с пояснениями относительно мест

## 2.10 Заключение по предупреждению отмывания денег и другим финансовым посредникам

В нынешней правовой ситуации обменная касса согласно DDA (в 471 редакции LGBI 2009.047 и в редакции BuA 2019/93) - по крайней мере, в чистой формулировке закона - не распространяется на обмен электронных денег на другие законные платежные средства или виртуальные валюты. Хотя до сих пор понятно, что электронные деньги не являются виртуальной валютой, так как они являются только требованием о денежных средствах к эмитенту в соответствии с гражданским законодательством, DDA и поставщик обменных услуг VT в соответствии с TVTG в редакции 2019/93 Федерального закона вопреки 5-й Директиве об отмывании денег или ее предполагаемой (частичной) реализации, не распространяется на электронные деньги, так как дирекция и, следовательно, телос 5-й Директивы об отмывании денег не были реализованы. Деятельность обменных пунктов и провайдеров валютных услуг по-прежнему основывается на законном платежном средстве, а не на фиктивных деньгах.

Хотя электронные деньги - это фиктивные деньги<sup>900</sup>, они не 472 являются законным платежным средством. Виртуальные валюты -

---

проведения торгов и DEX в соответствии с главой II.2.5, следует отметить, что блочная цепь, на которой можно проводить азартные и мастерские игры с использованием токенов, не имеет нормативного предмета, аналогичного DEX. Кроме того, по мнению GSG, такие игры всегда основываются на деньгах в смысле законного платежного средства, а не на жетонах.

<sup>900</sup> Фиат-денежь, в отличие от товарных денег (например, золота), основана на объекте, который не имеет внутренней стоимости, но все же функционирует как средство обмена.

это цифровые денежные единицы с функцией, представляющей собой средство платежа, такие как Bitcoin, Ether или сопоставимые крипто-валюты, которые не были выпущены официальным органом и не обязательно должны быть связаны с законным платежным средством. Поскольку законодатель Лихтенштейна поставил перед собой цель охватить также обменные операции, связанные с электронными деньгами, можно было бы попытаться включить их в категорию виртуальных валют. Однако с догматической точки зрения это кажется не только нечистым, но и неоправданным, поскольку электронные деньги - это гражданско-правовой иск, предъявляемый в деньгах, и в силу своей связи с депозитными операциями также являются фиктивными деньгами, в то время как Bitcoin, например, представляет собой токен, обладающий неотъемлемой ценностью в смысле цифрового контента, который представляет данные или программное обеспечение в качестве товара, и, поскольку он принимается в качестве средства обмена, рассматривается как виртуальная валюта в соответствии с надзорным правом.

- 473 Обменные пункты в соответствии с SPG в редакции LGBI 2009.047 должны выполнять обязательства по надлежащей проверке при вступлении в деловые отношения определенного срока, а также при случайных сделках стоимостью 1.000,00 CHF (по отношению к виртуальным валютам) и более (при этом должны быть внедрены механизмы, признающие соответствующие сделки с целью их суммирования). Это имеет значение, так как УФР взимает только плату за надзор в размере 40,00 CHF за каждую сделку, подлежащую проверке; в противном случае обменные операции с небольшими суммами были бы экономически неинтересными и

невыгодными. Похоже, что из-за редакционной ошибки соответствующее пороговое значение не было закреплено в законодательстве для провайдеров VT векселей как в BuA 2019/54, так и в BuA 2019/93 на TVTG. Однако, согласно новому Приложению 2 Раздел G № 2 Раздела IX Закона об УФМАГ с изменениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/54 и Разделом A № 2 Раздела VIII Приложения 2 Закона об УФМАГ с изменениями, внесенными Бюллетенем федеральных законов 2019/93 (LGBI 2019.303), для поставщиков услуг по обмену векселями VT не должна удерживаться фиксированная дополнительная плата за надзор за каждой сделкой, связанная с обязанностью проявлять осмотрительность, а должна взиматься процентная плата, основанная на обменных маркерах и законном платежном средстве для каждой сделки.

В конечном итоге, в связи с блочно-цепными или токеновыми 474 бизнес-моделями из области предотвращения отмывания денег и других финансовых посредников, подпадающих под действие УФР, изучение жизненной ситуации, имеющей отношение к бизнесу, с точки зрения Закона о денежных играх, может быть актуальным. В этой связи следует отметить, что лицензия для казино, выдаваемая ГСГ, выдается Управлением по экономическим вопросам; в этой связи УФР лишь осуществляет надзор за соблюдением обязательств по проявлению должной осмотрительности. Однако в целом ГСГ сосредоточивает внимание на концепции денег или депозитов, поэтому она регулярно не имеет отношения к бизнес-моделям, основанным исключительно на символике (см. подпункты i, l, o и v пункта 1 статьи 3 в сочетании с подпунктами f и e пункта 1 статьи 3 ГСГ, согласно которым

уголовное положение пункта 1 а статьи 88 ГСГ имеет широкое определение и охватывает все виды деятельности, связанные с азартными играми; в этом контексте телеологическое сокращение будет поставлено под сомнение). Независимо от этого, в связи с токеновыми ставками или игровыми возможностями на блочной цепочке (похожей на DEX, но децентрализованной крипто-игрой), следует отметить, что здесь также нет регулирующего предмета.

### 3. Обзор регуляторных аспектов ТВТГ

Эта глава призвана дать обзор ТВТГ с<sup>901</sup> поправками, внесенными в соответствии с БуА 2019/54 и БуА 2019/93, которые вступят в силу в будущем, и в частности, нормативных положений. TVTG разделен на четыре части. В первом разделе излагается предмет Закона и даются основные определения терминов.<sup>902</sup> Второй раздел регулирует аспекты гражданского права и вводит свои собственные правила передачи для жетонов.<sup>903</sup> Раздел III. содержит положения о надзорных аспектах<sup>904</sup>, а четвертый и последний разделы регулируют заключительные и переходные положения.<sup>905</sup>

Третий регуляторный департамент далее подразделяется на

- Название А. Общее (сфера применения в ст. 11 ТВТГ);
- Название В. Регистрация провайдеров услуг VT (статьи 12-38 TVTG);
  - Раздел 1. обязанность и требования по регистрации (ст. 12-17 ТВТГ);
  - Раздел 2 Процедура регистрации (ст. 18-19 TVTG);
  - Раздел 3. истечение срока действия и изъятие (статьи 20-22 ТВТГ);

---

<sup>901</sup> IdF BuA 2019/54 или слегка скорректированный BuA 2019/93, если ссылка сделана на TVTG и не указано иное.

<sup>902</sup> Подразделение I. Общие положения (статьи 1 и 2 TVTG).

<sup>903</sup> Отдел II. Фонды гражданского права (статьи 3-10 ТВТГ).

<sup>904</sup> III отдел Надзор за поставщиками услуг VTG (ст. 11 - вкл. ст. 49 TVTG).

<sup>905</sup> Отдел IV Переходные и заключительные положения (статья 50 и статья 51 ТВТГ)

- Раздел 4 Регистр провайдеров услуг VT (ст. 23 TVTG);
- Раздел 5. ведение предпринимательской деятельности (ст. 24-29 TVTG);
- Раздел 6 Основная информация по токеновым вопросам (статьи 30-38 TVTG);
- Название С. Надзор<sup>906</sup> (статьи 39-44 TVTG);
- Название D. Процедуры и апелляции (статьи 45-46 ТВТГ);
- Раздел E. Штрафные положения (статьи 47-49 ТВТГ).

477 Ст. 12 TVTG предусматривает, что профессиональное предоставление услуг VT должно быть зарегистрировано до фактического предоставления услуг VT провайдером. Эмитенты жетонов, которые выпускают в Лихтенштейне жетоны от своего имени или не профессионально для третьих лиц с общей эквивалентной стоимостью менее 5 млн. швейцарских франков - при этом эта пороговая величина должна быть рассчитана в течение двенадцати месяцев - не обязаны регистрироваться в УФР (ст. 12, п. 2 TVTG с изменениями, внесенными BuA 2019/93).

478 Таким образом, третий отдел TVTG регулирует надзор за различными поставщиками услуг VT. Предпосылки для регистрации регулируются ст. 13 ТВТГ и основаны, в частности, на надежности и профессиональной компетентности согласно ст. 14 и ст. 15 ТВТГ. Также важны требования к минимальному капиталу для эмитентов токенов, хранителей VT-ключей и токенов,

---

<sup>906</sup> Опять же, ошибочно названный заголовком "Б". Эта редакционная ошибка повторяется в последующих заголовках в BuA 2019/54, но была исправлена в BuA 2019/93.

физических валидаторов<sup>907</sup> и провайдеров VT-услуг обмена. В дополнение к этим правилам, существенную роль играют положения об основной информации по вопросам жетонов (ст. 30 - ст. 38 TVTG). Основная информация должна, в частности, включать сведения о выпускаемом токене и правах, связанных с ним, используемой системе VT, цели выпуска токена, условиях передачи токенов и рисках, связанных с выпуском (условиями выпуска).<sup>908</sup>

Согласно ст. 3 абз. 1 л г SPG с изменениями, внесенными 479  
Бюллетенем федеральных законов 2019/54, подлежащие регистрации поставщики услуг VT, за исключением эмитентов токенов, инспекционного органа VT, поставщиков услуг VT по ценам и поставщиков услуг VT по идентификации, подлежат надлежащей проверке. Независимо от классификации в качестве агентов комплексной проверки, FMA осуществляет надзор за всеми поставщиками услуг VT.<sup>909</sup> Это важно, так как исключает

---

<sup>907</sup> Согласно ст. 2 абз. 1 л TVTG в редакции BuA 2019/93, физическим валидатором является лицо, гарантирующее договорное исполнение прав на имущество, представленное жетонами в смысле имущественного права на системах VT. Соответствующий аналог для нематериальных прав не был создан - например, хранитель нотаций из греческого νοητικῆ или понятие заметки как доктрины признания интеллектуальных объектов, который мог бы фиксировать время и регистрировать нематериальные права, чтобы избежать многократной символизации одних и тех же прав.

<sup>908</sup> Статья 33 TVTG; ср. *Нягел/Ксандер*, Предложения жетонов, особенно Предложения первоначальных монет (ICO) и Предложения жетонов безопасности (STO), а также Закон Лихтенштейна "Жетон в Лихтенштейне": Регулирующая среда и перспективы, маржа № 18.58, в *Писка/Вёлькель* (ред.), Правила Блок-цепочки.

<sup>909</sup> Арт 39 DVTC:

требование 180а человека<sup>910</sup> или коммерческого директора-распорядителя.<sup>911</sup> В этом отношении положение в GewG в редакции BuA 2019/93 (LGBI 2019.305), согласно которому Закон о лицензировании торговли не распространяется на деятельность поставщиков услуг VT, носит лишь разъясняющий характер.<sup>912</sup> Поставив поставщиков услуг VT под надзор УФР, требование лицензирования в соответствии с торговым правом, согласно которому лицензия на ведение коммерческой деятельности

---

<sup>910</sup> Обязательное назначение лица, имеющего лицензию согласно Закону о надзоре за лицами согласно ст. 180а Закона о лицах и компаниях (LGBI № 2013.426), или в качестве доверительного управляющего для компаний, которые не занимаются активной коммерческой деятельностью, но задуманы как пассивные компании или холдинговые структуры, является особенностью, зарезервированной за законодательством Лихтенштейна - ср. В связи с этим, согласно ст. 3 Постановления о лицах и предприятиях от 19.12.2000 г. LGBI 2000.281, *"из целей юридических лиц и трастовых предприятий должно быть ясно видно, осуществляется ли предпринимательская деятельность на коммерческой основе или нет"*. Финансирование будущей хозяйственной деятельности путем выдачи нерегулируемых жетонов не является коммерческой деятельностью по смыслу Закона о лицензировании торговли, поэтому до вступления в силу TVTG необходимо было назначить так называемое лицо или доверительного управляющего 180а для управления и представления компании. Важно отметить, что хотя Закон о лицензировании торговли применяется только к профессиональной деятельности - направленной на третьих лиц - в Швейцарии, а профессиональная деятельность за рубежом не подпадает под действие Закона о лицензировании торговли, Закон о лицензировании торговли не может быть обойден исключительно развитием деятельности в иностранных юрисдикциях, поскольку в этом случае компания официально распускается и ликвидируется из-за отсутствия надлежащего персонала в соответствии со ст. 971 абз. 1 ч. 1 ст. 1 и 3 ГРР.

<sup>911</sup> Ст. 180а (1) и (3) ГРР.

<sup>912</sup> Ст. 3 л с GewG с изменениями BuA 2019/93.

выдается только в том случае, если заявитель является гражданином государства-члена ЕС или ЕЭЗ или Швейцарии или, в качестве гражданина третьей страны, имеет непрерывное проживание в Лихтенштейне в течение как минимум 12 лет и постоянно сохраняет это место жительства (статья 8, пункт 1, буква "с" GewG в редакции LGBI 2006.184), таким образом, больше не применима. Это неизбежно является реликтом времен протекционизма гильдий по торговому праву, но во все более глобализованном мире, особенно в блочной цепи, это является серьезным препятствием для реализации бизнес-планов для граждан третьих стран.

В отношении операторов торговых платформ для виртуальных валют согласно пункту 1 статьи 2 *zquater* SPG с поправками, внесенными в соответствии с BuA 2019/54 (или пунктом 1 статьи 2 *zter* с поправками, внесенными в соответствии с BuA 2019/93, поскольку поставщики электронных кошельков были вновь удалены), просьба ознакомиться с главами 2.5.4 и 2.9 и (FN 880). В отношении провайдеров услуг по обмену VT, во избежание повторений, ссылайтесь на главы 2.2.2, маржу № 222 аЕ, 2.5.4 и 2.9

Кроме того, следует подчеркнуть физический валидатор, который определяется в соответствии со ст. 2 ч. 1 л. TVTG как лицо, *гарантирующее договорное исполнение прав на имущество, представленное в жетонах, в смысле имущественного права на системы VT*. Если права собственности на вещественный объект таким образом представлены в токене, то функция физического валидатора заключается в том, чтобы гарантировать осуществление реальных претензий лица, уполномоченного

распоряжаться токеном (т.е. владельца токенированного объекта) на токенированный объект. На практике это может быть сделано путем взятия предмета с символикой на хранение или путем оформления страховки через физического <sup>913</sup>валидатора. В соответствии с правовыми материалами, из идеи так называемой символической экономики можно сделать вывод, что можно ожидать обширной символики активов, таких как *"драгоценные металлы, драгоценные камни и сырьевые материалы [...] произведения искусства, земля и недвижимость вплоть до прав на такие товары, как автомобили, часы или яхты"*<sup>914</sup>. В то время как роль физического валидатора принципиально ясна, возникает вопрос, насколько релевантна его сфера применения или конкурирует ли деятельность этого поставщика услуг с фондовым регулированием ЕС. Это объясняется тем, что АИФ определяется как коллективное инвестиционное предприятие, которое собирает капитал от инвесторов с целью его инвестирования в соответствии с определенной инвестиционной стратегией. Как уже разъяснялось в пункте 119, определение "капитала" является чрезвычайно широким: *"Активы могут включать, например, традиционные активы (акционерный капитал, капитал, долг и т.д.), частный капитал, недвижимость и другие нетрадиционные классы активов, такие как суда, леса, вино и т.д., и любое их сочетание"*. На<sup>915</sup> этом фоне возникает вопрос, не является ли, например, ценная картина,

---

<sup>913</sup> См. БуА 2019/54, стр. 237.

<sup>914</sup> См. БуА 2019/54, стр. 24.

<sup>915</sup> Дискуссионный документ ESMA 2012/117, Ключевые концепции Директивы по управлению альтернативными инвестиционными фондами и типы АИФМ, 23.02.2012, Rz 12.

выставленная жетонами, позволяющими нескольким людям "участвовать" в картине, фондом; определенную инвестиционную стратегию можно увидеть в управлении активами (выставки в некоторых художественных галереях и музеях за оплату). Это будет регулярно подтверждаться, и в конечном итоге такие жетоны будут сертификатами акций фонда. В этом случае, помимо регулирования фонда, ТВТГ будет применяться и в этом случае. Регулирующая потребность в физическом валидаторе в таком случае, а также точное разделение обязанностей между физическим валидатором и депозитарием остаются неясными.

Наконец, необходимо выделить ст. 7 часть 1 литра ТВТВ (LGBI 482 2019.349). Согласно этому постановлению, уведомление о выпуске токена также должно содержать информацию о целевом рынке. Юридическое определение "целевых рынков" не разъяснено, и в конечном итоге остается неясным, является ли это самостоятельной юридической терминологией или же терминология основана на IDD 2016/97 или на VersVertG.

## **4. Основные результаты**

В этой заключительной главе обобщаются основные выводы и результаты этой работы в отношении токеновых предложений и децентрализованных торговых центров (DEX), с одной стороны, и различия между депозитным бизнесом, электронным денежным бизнесом, финансовыми инструментами или инвестиционными услугами и виртуальными валютами, с другой стороны. 483

### **4.1 Банковские операции, электронные деньги, финансовые инструменты и виртуальные валюты**

484

Как в депозитном бизнесе, так и в бизнесе электронных денег существует требование безусловного возврата средств. Это можно догматически обосновать тем, что бизнес электронных денег является также депозитным бизнесом, к которому, однако, по юридической выдумке европейского законодателя, при определенных условиях прикладываются особые последствия. Эти две операции представляют собой две стороны одной и той же монеты и, в принципе, электронные деньги являются привилегированной формой принятия депозитов, при этом основным направлением последних являются платежные услуги: Депозиты имеют назначение сбережения, в то время как электронные деньги имеют назначение платежа. Поскольку электронные деньги - это вариант депозитного бизнеса, то логично, что безусловное погашение - это действительно модель для электронных денег. Таким образом, электронные деньги могут быть созданы только путем предоставления не востребуемых денег или денежных сумм. Поэтому стоимость в денежном выражении всегда основывается на стоимости в денежном выражении. Эта денежная стоимость должна быть выдана в форме пункта формулы, поэтому этот пункт должен быть обязательно деноминирован в деньгах; тот факт, что пункт формулы деноминирован в деньгах, также приводит к выкупу по номинальной стоимости в качестве составного элемента.

485

Следует иметь в виду, что если в отношении электронных денег сделано исключение, то сфера действия Закона об электронных деньгах и Директивы об электронных деньгах всё ещё открыта, но присутствует денежная стоимость, для которой не требуется лицензия. Как таковое, депозитный бизнес не может быть

возобновлен в случае исключения, поскольку электронные деньги выдаются одновременно, даже если для этого не требуется лицензия. Следует также отметить, что платежные инструменты не могут представлять собой финансовые инструменты в соответствии с MiFID II или Законом о банковской деятельности. Из записей 8 и 10 пятой директивы GW также ясно, что законодатель Союза имел намерение закрепить в законодательстве, что виртуальные валюты не являются электронными деньгами. В то время как электронные деньги могут выпускаться в виде токенов, токены, которые имеют внутреннюю ценность в смысле цифрового содержания, представлены данными или программным обеспечением токена и, следовательно, рассматриваются как товар и иногда представляют собой виртуальную валюту, не относятся к категории электронных денег. Виртуальные валюты могут иметь платежные функции, такие как электронные деньги, но могут также служить для сберегательных целей, таких как депозиты, или могут использоваться в инвестиционных целях, как это происходит в случае с финансовыми инструментами. В свете вышеизложенного ясно, что, хотя маркеры могут представлять как электронные деньги, так и финансовые инструменты, если они разработаны надлежащим образом, виртуальные валюты не представляют ни электронные деньги, ни финансовые инструменты, так как они выполняют различные функции, некоторые из которых схожи с функциями традиционных инструментов финансового рынка.

Это тесно связано с так называемым положением о рингтоне в 486 Директиве об электронных деньгах (Recital 6). Согласно данному перечню, сфера действия Директивы об электронных деньгах не

распространяется на денежные средства, которые могут быть использованы для приобретения цифровых товаров или услуг, при условии, что оператор или эмитент приписывает денежному активу дополнительную внутреннюю стоимость, например, в виде средств доступа или передачи данных. Важно также, чтобы товар или услуга могли использоваться только с помощью цифровых устройств и чтобы оператор такой ИТ-системы выступал не только в качестве посредника между пользователем и поставщиком услуг. Оператор уже добавляет ценность, если к продукту добавлена дополнительная функция; достаточно обеспечения каналов связи или передачи данных. В случае токенов на основе блочной цепочки, к этим токенам регулярно добавляется дополнительная функция в смысле функции доступа, или же, как правило, разрабатывается программное обеспечение, с помощью которого токен может быть в конечном счете передан. Следовательно, сфера применения режима электронных денег к жетонам представляется маргинальной.

487 В отличие от Германии, в Лихтенштейне такие учетные единицы, как жетоны, не могут рассматриваться как финансовые инструменты. В отличие от Лихтенштейна, многосторонняя торговля жетонами, такими как Bitcoin или Ether, которые, по мнению Лихтенштейна, представляют собой данные или программное обеспечение в смысле товаров, на торговой платформе в Германии представляет собой инвестиционную услугу, такую как функционирование ФТМ, так как Закон о банковской деятельности Германии является более строгим, чем MiFID II, а также охватывает единицы учета как финансовые

инструменты.<sup>916</sup> Это может привести к парадоксальной конкуренции между электронными деньгами и финансовыми инструментами в соответствии с законодательством Германии, если электронные деньги являются символическими - например, собственная торговля электронными деньгами не охватывается там EGG или ZDG, но, в отличие от Лихтенштейна, она считается финансовой услугой.

Это также может быть актуально в связи с жетонами, особенно конюшнями, которые должны поддерживаться в стабильном состоянии. Токен также может представлять собой требование к эмитенту. Если другие критерии соблюдены, то такой жетон может представлять собой электронные деньги. Однако электронные деньги исключаются, если токен не представляет собой претензию, а представляет собой независимый токен в смысле программного обеспечения как товара (например, Bitcoin). Признак того, что токен представляет собой претензию, можно увидеть в том, что когда токен забирается обратно, он уничтожается - таким образом претензия выкупается, так как эмитент не может удержать претензию против самого себя. 488

Исключение безоговорочного обязательства по возврату вклада может быть достигнуто путем выполнения решающего условия с ex nunc effect. В таком случае договорная база прекратила бы свое 489

---

<sup>916</sup> § § 1 абз. 11 № 7 KWG; это должно учитываться, в частности, в трансграничной сфере деятельности (например, при эксплуатации криптообмена из Лихтенштейна, которая не регулируется надзорным правом) и играет существенную роль в связи с пассивной свободой предоставления услуг и маркетинга. Что касается инвестиционных услуг, то необходимо, в частности, принимать во внимание индекс 85 MiFID II.

существование при наступлении определенного события и впоследствии была бы утрачена в соответствии с законом об обогащении, но не в соответствии с законом об обязательствах; иными словами, в законодательстве было бы закреплено лишь условное обязательство по погашению задолженности. В результате отсутствует договорное безусловное обязательство по погашению задолженности. Если желателен конкретный выкуп или повторный выкуп, то его можно было бы реализовать и с помощью удобного для потребителя права выкупа; это предполагает, однако, что токен представляет собой цифровой контент и не является требованием, предъявляемым на основании денег (т.е. электронные деньги) или права на членство или другие права требования (т.е. финансовый инструмент).

490 Однако, если жетон или конюшня представляет собой независимый жетон, потребителю может быть предоставлено неограниченное право отказа. В соответствии с законом *condictio causa finita* (*condictio causa finita*) это может быть отменено, и такой признак также обеспечивает стабильность стоимости. Такая внутренняя стабильная монета могла бы представлять интерес в торговой платформе для жетонов.

491 Наряду с депозитным бизнесом и бизнесом, связанным с электронными деньгами, кредитный бизнес может также играть роль для бизнес-моделей, основанных на токенах. Особенно актуальным может быть фактор, например, если предприниматель хочет создать дополнительные каналы сбыта и предлагает свои товары или услуги в обмен на жетоны, но не обязательно хочет их принять. Предприниматель может переуступить свое требование в законном платежном средстве,

подлежащем оплате жетонами, фактору, который принимает на себя *del credere* и платит цену уступки в законном платежном средстве кредитору уступки. Это настоящий факторинг, который в Лихтенштейне - в отличие от Австрии - не является банковским бизнесом. Иная ситуация, однако, возникает в случае фиктивного факторинга, когда фактор не берет на себя риск дефолта и, следовательно, с юридической точки зрения вносит свой вклад или кредитует ликвидность. Таким образом, фиктивный факторинг представляет собой кредитную или кредитную сделку.

Как уже упоминалось в связи с разграничением между 492 электронными деньгами и депозитными операциями, токены должны рассматриваться как технические контейнеры и могут в принципе представлять все права, т.е. все финансовые инструменты, предусмотренные в MiFID II. Однако, токен не сможет представлять депозиты, так как в этом случае токен уже представляет ценность и таким образом представляет электронные деньги; депозитный бизнес, однако, непосредственно ориентирован на книжные деньги и наличные деньги, которые не могут быть представлены каким-либо другим образом.

Материальная сфера действия режима электронных денег 493 охватывает коммерческую эмиссию электронных денег. Персональная сфера применения распространяется также на эмитентов электронных денег, выпускающих электронные деньги. Эмитентами Электронных денег являются, прежде всего, кредитные учреждения и учреждения по выпуску Электронных денег. Из этого можно вывести местную область применения,

адаптированную к региону ЕС и ЕЭЗ. Эмиссия денежных инструментов в третьих странах не может открыть сферу действия режима электронных денег, поскольку эти страны не знакомы с электронными деньгами. Оценка должна производиться в соответствии с юрисдикцией, в которой были выпущены эти денежные активы, независимо от того, идет ли речь о депозитной операции или о финансовом инструменте, если токен не является платежным инструментом. Такие жетоны, которые представляли бы собой электронные деньги, если бы они были выпущены в ЕС или ЕЭЗ, не подлежат разрешению, если третья сторона, независимая от эмитента, впоследствии распространяет такие жетоны в Лихтенштейне, поскольку материальная сфера применения охватывает только эмиссию электронных денег (например, жетоны представляли бы собой электронные деньги, если бы они были выпущены в ЕС или ЕЭЗ). Если же торговая точка будет действовать от имени эмитента в ЕС или ЕЭЗ, то это будет рассматриваться эмитентом как прямой эмиссионный выпуск в ЕЭЗ или ЕЭЗ, который, следовательно, будет подлежать утверждению.

494 Электронные деньги не должны препятствовать техническим инновациям, в соответствии с изложенным в Директиве об электронных деньгах. Децентрализованная блочная цепь также не является препятствием для режима электронных денег. С одной стороны, электронные деньги могут управляться на сервере эмитента (специальный счет для электронных денег), с другой стороны, электронные деньги также могут храниться в карточных системах. В соответствии с гражданским законодательством электронные деньги переводятся путем уступки предъявленного к

эмитенту требования. Если кошелек с символическими электронными деньгами предоставляется эмитентом или сторонним поставщиком услуг, то он представляет собой платежный счет, так как электронные деньги юридически определены как денежная сумма, несмотря на фактическое предъявление претензии. Однако для целей гражданско-правового перевода электронные деньги могут также храниться на частных кошельках без разрешения надзорного органа.

В этом контексте собственная торговля, а впоследствии и 495 соответствующая основная торговля электронными деньгами в Лихтенштейне, является безопасной с точки зрения надзора, поскольку уступаются только требования. В лучшем случае может существовать подлинная факторинговая сделка, но, как объяснялось выше, с точки зрения регулирования в Лихтенштейне это безвредно. Сопоставление интересов в связи с покупкой или продажей (символических) электронных денег также является проблематичным, но если расчеты (выполнение договора) осуществляются с нарушением соответствия, то будет присутствовать платежная услуга, требующая авторизации. Следует отметить, что в соответствии с СРП II исключение в отношении платежных услуг было ограничено и что в соответствии с ADHGB коммерческий агент или коммерческий агент, или коммерческий брокер, или продавец-агент больше не могут представлять обе договаривающиеся стороны (покупателя и продавца) в переговорах или заключении договора и в то же время претендовать на исключение из ZDG.

Следует также отметить, что обменная касса в Лихтенштейне SPG в редакции LGBI 2009.047 или поставщик обменных услуг VT в редакции TVTG в редакции BuA 2019/93, вопреки намерениям правительства, не в полной мере выполняют в этом отношении 5-ю Директиву по борьбе с отмыванием денег. Это связано с тем, что директива ЕС направлена на обмен денег на другие деньги или на виртуальную валюту. Электронные деньги, которые, с догматической точки зрения, догматически основаны на требовании, предъявленном в виде денег, включаются в состав декретных денег. Однако в Лихтенштейне это положение по-прежнему касается законного платежного средства, поэтому, строго говоря, в настоящее время в Лихтенштейне электронные деньги, получаемые в результате обменных операций, не охватываются. Поставщик услуг VT по обмену векселей *de lege ferenda* также регистрирует только обмен жетонов на законное платежное средство или другие жетоны.

## **4.2 Центральный и децентрализованные торговые центры**

497 Существенными для существования торговой площадки, такой как ФТМ или ОТФ, являются следующие элементы, которые должны быть кумулятивными:

- Система для торговли финансовыми инструментами, при которой "система" должна интерпретироваться технологически нейтрально и охватывать любой набор правил (например, также голосовая торговля);
- Крайне важно, чтобы система была многосторонней (т.е. на ФТМ не может осуществляться ни одна Согласованная

Основная Торговля, только Агентство Трейдинга). Это также относится и к OTF);

- Система должна служить интересам участников торгов;
- В результате объединения интересов невозможно совершать отдельные сделки с индивидуально отобранными контрагентами;
- Договор заключается в рамках системы или платформы, а не вне ее. Если договор заключен вне системы, то потенциально существует чистая информационная система или доска объявлений (с точки зрения жетонов, так называемый DEX);
- В конечном счете, система должна быть рассчитана на объединение интересов большого числа участников торговли и должна осуществлять индивидуальный торговый брокер (требуется минимум три участника).

Для лучшей прослеживаемости ниже описан типичный торговый процесс через MTF с целью последующего разграничения деятельности на децентрализованной бирже (DEX) 498

1. Между двумя торговыми членами, уполномоченными в качестве финансовых посредников, торговая сделка заключается через торговую платформу ФТМ, управляемую инвестиционной компанией; в случае необходимости, с целью выполнения основного поручения конечного клиента (экономического покупателя или продавца);
2. Завершенная "сделка" или, точнее, совокупные проценты, связанные с покупкой или продажей финансовых

инструментов, передаются ФТМ в клиринговую палату (Центральный контрагент; ЦКП);

3. Клиринг происходит между клиринговой палатой и членами клиринговой организации;
4. Происходит примирение между клиринговыми и торговыми членами (определение взаимных требований);
5. Для осуществления расчетов расчетный агент (Центральный депозитарий; Центральный депозитарий) передает расчетному агенту (Центральный депозитарий; Центральный депозитарий) инструкции;
6. Платформа расчетов (ПСР) затем осуществляет фактический перевод соответствующих финансовых инструментов, а также обеспечивает фактический перевод соответствующих средств; расчеты осуществляются по бухгалтерским книгам (финансовые инструменты, хранящиеся в жиросчетах ценных бумаг);
7. В конечном счете, происходит примирение между членами КУР и клиринговыми членами.

499 Помимо финансовых инструментов или токенов, которые представляют собой финансовые инструменты, модель может также использоваться совместно с центральным контрагентом (ССР) для токенов, которые не представляют ни электронные деньги, ни финансовые инструменты (виртуальные валюты). Далее будет конкретно показано, как может быть осуществлена такая согласованная основная торговля:

1. Пользователи А и В регистрируются в торговой платформе на маркерах, которые не представляют собой ни финансовые инструменты, ни электронные деньги;

2. Пользователь А хотел бы приобрести BTC со своей ETH;
3. Пользователь В хочет продать BTC (против ETH);
4. Следующие два этапа выполняются:
  - Пользователь А передает ETH оператору торговой платформы за токены, при этом законным основанием для передачи является приобретение BTC у оператора торговой платформы в качестве центрального контрагента в соответствии с договорным соглашением (например, с отсрочкой платежа на одну законную секунду);
  - Пользователь В передает BTC оператору торговой платформы за жетоны. В этом случае законным основанием для передачи является продажа БТД оператору торговой платформы в качестве центрального контрагента в соответствии с договорным соглашением.
5. Оператор торговой платформы для токенов впоследствии приобрел ETH у пользователя А как минимум за одну легальную секунду и должен за это пользователю А BTC. В то же время, оператор торговой платформы приобрел BTC у Пользователя В, по крайней мере, за одну легальную секунду, и должен ETH Пользователю А в обмен;
6. Оператор торговой платформы для токенов выполняет свои обязательства перед Пользователем А по БТД, приобретенным Пользователем В. В то же время, оператор торговой платформы для токенов выполняет свою ответственность перед Пользователем В с ETH, купленным Пользователем А.

500

Элегантность этого примера обусловлена технологией блочных цепей. Такая сделка выполняется автоматически и, как правило, в режиме реального времени посредством "умного" контракта. Риск дефолта контрагента фактически сводится к нулю техническим инстанциям. С появлением технологии блочных цепочек на финансовом рынке даже такие высоко регулируемые рынки, как многосторонние торговые центры, могут быть структурированы более эффективно. Таким образом, технология блок-цепочки позволяет снизить плотность регулирования при сохранении, по крайней мере, того же уровня эффективности в борьбе со сбоями на рынке и, таким образом, обеспечивает конвергенцию с эффективностью Pareto.

501

Используя технологию блочных цепочек, можно также реализовать так называемые децентрализованные биржи (DEX). На DEX ордера, относящиеся к токенам, иногда также представляющие финансовые инструменты, могут быть урегулированы по принципу "равный-равному". Обычно портфель заказов, их сопоставление и расчеты хранятся на цепочке (исполнение через "умные" контракты). Тем не менее, DEX не должна классифицироваться как организованная торговая площадка, как ФТМ или ОФЗ, так как нет юридического лица, способного регулировать деятельность в связи с децентрализованным характером такой торговой площадки. Кроме того, как правило, на DEX ведутся только двусторонние, а не многосторонние торги. Роль безрискового посредника, объединяющего интересы купли-продажи, представляет технологическая организация. Игроки финансового рынка, такие

как инвестиционные компании - создатели внебиржевых рынков или систематические интерналы - также могут появляться на DEX.

Такой DEX технически представляет собой бэкэнд и программные интерфейсы (фронтэнд), которые имеют доступ к DEX, чтобы отразить информацию о токенах и ордерах, хранящихся там. Такой фронтенд сравним с браузером, осуществляющим доступ к гипертекстовой передаче или протоколу HTTPS (центральный сервер или база данных), за исключением того, что доступ к децентрализованным узлам осуществляется по протоколу блочной цепочки. Такие интерфейсы часто называют досками объявлений и могут быть спроектированы как чистая информационная система при условии, что только общедоступная информация отображается в графическом виде, что представляло бы собой нерегулируемую техническую услугу. Важно, чтобы заключение и исполнение контракта происходило непосредственно на DEX, а не на интерфейсе. Также отсутствует договорное посредничество, если такой интерфейс или его оператор не является неременным условием наличия конкретных деталей бизнеса и, следовательно, заключения договора. Обычно это не так, если только общедоступная информация представлена блочной цепью.

В БуА 2019/54 на ТВТГ правительство заявило, что операторы таких информационных систем предоставляют агрегированную информацию о ценах на предложения купить и продать жетоны. Несмотря на то, что это может быть так, это не является обязательным, и поэтому *de lege ferenda* информационная

система не всегда может быть квалифицирована как поставщик услуг VT цены.

- 504 Что касается закона о проспекте ценных бумаг, то в связи с DEX следует отметить, что проспект должен быть подготовлен и утвержден для публичного предложения жетонов, представляющих собой финансовые инструменты, если не применяется исключение. Проблемы могут также возникать из-за того, что DEX может привести к глобальному предложению финансовых инструментов, но нет единого глобального регулирования требований к проспекту эмиссии; эта проблема фактически существует со времен существования Интернета.
- 505 На DEX, на которой торгуются маркеры безопасности, (внебиржевые) маркет-мейкеры и систематические интернационализаторы могут в принципе выступать в роли игроков финансового рынка. Важно отметить, что информация и ценовые входы в торговые и ордерные системы, данные в информационных системах или деятельность маркет-мейкера не рассматриваются как сообщения, которые потребовались бы для публичного размещения. Деятельность таких участников финансового рынка (на DEX) не является публичным предложением и, следовательно, не влечет за собой обязательств по проспекту эмиссии. Оба субъекта несут основную ответственность за повышение ликвидности на рынке капитала путем постоянного или систематического и в значительной степени собственного участия в торговле финансовыми инструментами. В связи с этим следует отметить, что на инвестиционные компании распространяются определенные торговые обязательства в отношении долевых ценных бумаг и

некоторых производных инструментов в соответствии со ст. 23 и ст. 28 MiFIR.

SPG в редакции 2019/93 SPG BuA 2019/93 также охватывает так 506  
называемых операторов торговых платформ для виртуальных  
валют или жетонов в качестве лиц, подлежащих должной  
проверке. Даже если это задумывалось как уловка, остается  
неясным, что должно регулироваться этим. Как утверждает само  
правительство, на символические векселя против законного  
платежного средства распространяется действие вексельной  
услуги VT. Если субъект действует от имени правительства, он  
владеет токеном или закрытым ключом стороны-заказчика в  
течение, по крайней мере, одной секунды и впоследствии  
записывается в качестве хранителя ключей VT или хранителя  
токенов VT. Поэтому сначала необходимо будет установить  
практическое значение этого положения в ДДА.



## **Библиография**

*Амстутц Марк / Брейчмид Петер / Фюрер Андреас / Гирзбергер Даниэль / Гугенин Клер / Мюллер-Чен Маркус / Роберто Вито / Румо-Юнго Александра / Шнайдер Антон К. (Hrsg), СНК - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, 3-я редакция, Цюрих, 2016.*

*Андреас Вонкильх (ред.), Комментарий к закону об электронных деньгах 2010 года, Вена 2015 года.*

*Ассманн Хайнц-Дитер / Портной Уве Х. / Мюльберт Петер О. Закон о торговле ценными бумагами, 7-е издание, Кельн, 2019 год.*

*Атанассиу Фибус / Mas-Guix Наталья, Серия правовых рабочих документов ЕЦБ, Учреждения электронных денег - текущие тенденции, вопросы регулирования и перспективы на будущее, № 7 / июль 2008.*

*Ауффенберг Лутц, электронные деньги на основе блок-цепочки, ВКР 7/2019, стр. 341.*

*Барнс Том, Обзор банковского регулирования, десятое издание, Лондон, 2019 год.*

*Бек Хайнц / Самм Карл-Теодор / Кокемор Аксель, KWG с CRR, Хайдельберг, 2017.*

*Bergt, J., Esneault, A., Feldkircher, T., & Nägele, T. (2019). National legal & regulatory frameworks in select European countries. Country Analysis Liechtenstein in The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework, 117-128.*

Bergt, J. (2019). Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft (Doctoral dissertation, dissertation, Private Universität im Fürstentum Liechtenstein (UFL), Triesen).

\*also released as

Bergt, J., (2020). Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft: unter Berücksichtigung des schweizerischen und österreichischen Rechts. Schulthess Juristische Medien.

*Binder Andreas/Vetter Meinrad, Der Partizipationsschein - eine Auslegung in Lorandi Franco/Stahelin Daniel (Hrsg), Инновационное право, FS для Ivo Schwander, S 275, Цюрих/Сент-Галлен, 2011.*

*Брандл Эрнст / Сария Герхард, WAG 2018, 2-е издание, Вена, 2018.*

БуА 2012/69 от 29.05.2012.

БуА 2012/150 от 27.11.2012.

БуА 2013/33 от 11.06.2013.

БуА 2014/69 от 08.07.2014.

БуА 2015/37 от 14.04.2015.

БуА 2015/89 от 01.09.2015.

БуА 2016/159 от 28.10.2016.

БуА 2017/14 от 04.04.2017.

БуА 2017/72 от 26.09.2017.

БуА 2018/98 от 30.10.2018.

БуА 2019/13 от 29.01.2019.

БуА 2019/54 от 07.05.2019.

БуА 2019/93 от 03.09.2019.

*Книга Марка, Die Blockchain und das Recht, LJZ 06.2018 (выпуск 2), стр. 55.*

*Каспер Матиас / Терлау Матиас (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, Мюнхен, 2014.*

*Дорнсайфер Франк / Йеш Томас / Клебек Ульф / Тольманн Клаус, Директива AIFM, Мюнхен, 2013.*

ESMA/2015/1874, вопросы и ответы, Проспекты 23 Обновленная версия - 15 декабря 2015 года.

*Форстмосер Петер / Майер-Хайоз Артур / Нобель Петер, швейцарский закон о компаниях, Берн, 1996.*

*Frick Marie-Theres в Festschrift для Делле Карл Герт, 90 лет Княжеского Верховного суда, Недавнее развитие законодательства Лихтенштейна о компаниях в свете членства в ЕЭП, S 193, 2013.*

*Фрик Марио, Признание и приведение в исполнение иностранных судебных решений в Лихтенштейне - Обзор, LJ выпуск 4/2010, стр. 106.*

*Фрик Рони, Типы акций по законам Лихтенштейна о компаниях, диссертация Бернского университета, 1977 год.*

*Груббер Михаэль, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, выпуск 2, 15.02.2005, стр. 53.*

*Handschin Lukas*, Zürcher Kommentar, 2-е издание, Общие положения, ст. 620-659b OR Die Aktiengesellschaft, 2-е издание, Цюрих, 2016.

*Хельбок Хайн*, Специальные аспекты сегментированного классификатора (PCC) в Лихтенштейне, LJZ 1/18, стр. 22.

*Хёлейн Томас / Вайс Хаген*, Крипто-Асетс, ICO и Блокчейн: перспективы права проспекта и надзорная практика, RDF 2019, стр. 116.

*Хонселл Генрих*, Традиции и уступки - причинно-следственные или абстрактные?, в FS *Wiegand Wolfgang*, S 349, Берн, 2005.

*Дженсен Майкл Си. Меклинг Х. Уильям*, Теория фирмы: Менеджерское поведение, Структура расходов и собственности агентства, Журнал финансовой экономики, октябрь 1976 г., том 3, выпуск 4, стр. 305-360, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043).

*Калсс Сюзанна / Опциц Мартин / Зольнер Йоханнес*, Закон о рынке капитала, 2-е издание, Вена, 2015.

*Кейлер Штефан / Клаузер Александр*, Австрийское и европейское право потребителей, 4-й Lfg, Вена, 2018.

*Kletečka Andreas / Schauer Martin*, ABGB-ON, 1.02, 1.04 и 1.06, sine loco, 2016, 2017 и 2019.

*Кримпхове Дитер*, Финтех, Правовые основы современных финансовых технологий, с локомотива, 2019 год.

*Кюмпель Зигфрид / Виттиг Арне (Хрск)*, Закон о банковской деятельности и рынке капитала, 4-е издание, Кельн, 2011.

*Лаурер Рене / Борнс Райнер / Штробл Иоганн / Шютц Мелитта / Шютц Оливер, BWG, 3-е издание, Вена, 2010.*

*Лаурер Рене / Шютц Мелитта / Каммель Армин / Ратка Томас (ред.), BWG, 4-е издание, Вена, 2019.*

*Laur Angelika / Marxer Matthias, Правовой характер и передача "жетонов" с точки зрения Лихтенштейна, LJZ 1/19, стр. 11.*

ТПП от 26.10.2000 года, поправка к ГПП (№ 153/1988, доклад Комиссии и законопроект с поправками от 18 сентября 2000 года), 2-е чтение.

*Марксер Флориан, "Персональный анализ", "Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Rechts der Vinkulierung und der Aktionärbindungsverträge", SSHW Band-Nr 263, Цюрих, 2007.*

*Мишелер Ева, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Zu einer kapitalmarktrechtliche Theorie des Wertpapierrechts - Effekten nach österreichischem, deutschem, english und russischem Recht, Habilitationsschrift WU Wien, 2003.*

Nägele, T., Bergt, J., (2018). Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatorische Grauzone?, Liechtensteinische Juristen-Zeitung (LJZ), 18/2, 63-69.

\* also cited as

Nägele, T., Bergt, J., (2018). Cryptocurrencies and Blockchain Technology in Liechtenstein Supervisory Law. Regulatory Grey Zone, Liechtensteinische Juristen-Zeitung (LJZ), 18/2, 63-69.

*Ohri Uwe, Die Grundlagen der zivilrechtliche Verantwortung der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung,*

которому поручено управление и руководство AG, Anstalt oder Stiftung, LJZ 12.2007 (выпуск 4), стр. 100.

*Опилио Антониус*<sup>917</sup>, Рабочий комментарий по имущественному праву Лихтенштейна, том I, Дорнбирн, 2009.

*Патц Аника*, Торговые платформы для крипто-валют и крипто-активов, BKR 9/2019, S 435.

*Писка Кристиан / Вёлкль Оливер*, Блокхайн Правила, Вена, 2019.

*Руммель Петер / Лукас Майнхард*, ABGB, 4-е издание, Вена, 2018.

*Руммель Петер*, ABGB, 3-е издание, Вена, 2007.

*Шоппер Александр / Рашнер Патрик*, Нормативная классификация криптографических бирж в Австрии, ÖBA 4/2019, с. 249.

*Шоппер Александр / Вальх Матиас*, Die Reform der liechtensteinischen GmbH, LJZ 03.2017 (выпуск 1), стр. 1.

*Швиманн Михаэль / Кодек Георг Е.*, Практикоментар ABGB, 4 издание, Вена, 2011.

*Швиманн Михаэль / Ноймайр Матиас* (ред.), ABGB Taschenkommentar, 4 издание, Вена, 2017.

*Зигер Норберт*, Ответственность в соответствии со статьями 218-228 Закона Лихтенштейна "О лицах и компаниях", Берн, 1987 год.

*Stadler Arthur / Pfeil Andreas*, крипто-валюта как волатильный товар согласно § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, май 2018, S 101 (S 103).

---

<sup>917</sup> Это имя используется автором в качестве транслитерированного имени (псевдонима) для *пастуха Антона*.

Старк Эмиль В. / Линденман Барбара, в Берне Комментарий, Der Besitz Art 641-977 ZGB, 4-е издание, Берн, 2016.

Терлау Матиас в Шиманском Герберте / Банте Герман-Йозеф / Львовски Ханс-Юрген (Hrsg), Руководство по банковскому праву, 5-е издание, Мюнхен, 2017.

Триффтерер Отто / Росбо Кристиан / Хинтерхофер Хуберт (ред.), Зальцбургский комментарий к Санкт-ГБ, 40-й Lfg, Вена, 2019.

Отчет о правительственных консультациях по созданию закона о транзакционных системах, основанных на надежных технологиях (VT) (Blockchain law; VT law; VTG) и о поправках к другим законам от 28 августа 2018 года.

Вайлингер Артур (ред.), ZaDiG, Вена, 2017.

Вайтнауэр Вольфганг / Боксбергер Лутц / Андерс Дитмар, KAGB, 2-е издание, Мюнхен, 2017.

Wohlschlägl-Aschberger Doris (Hrsg), MiFID II, Право, практика, Перспективы, Frankfurt, 2018.

Зивный Томас, KMG (Kapitalmarktgesetz), краткий комментарий, 2-е издание, Вена 2016.

\*this work was also published under:

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Japanese): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts (Vol. 1)*. BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token as value rights & Token offerings and decentralized trading venues (English): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand, ISBN 9783751937962.

Bergt, J. (2020). *Token als Wertrechte und Token Offerings und dezentrale Handelsplätze: Eine wertpapierzivilrechtliche und wertpapieraufsichtsrechtliche Analyse aus der Perspektive Liechtensteins unter besonderer Berücksichtigung einschlägiger Unionsrechtsakte* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Chinese simplified): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token como Derechos de Valor & Ofertas de Token y Centros de Comercio Descentralizados: Un análisis del derecho civil de valores y la legislación de supervisión de valores desde la perspectiva de Liechtenstein, con especial referencia a los actos pertinentes de la Unión* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Tokenowe Prawa do Wartości & Oferty Tokenowe i Zdecentralizowane Centra Handlowe: Analiza prawa cywilnego w zakresie papierów wartościowych i prawa nadzoru nad papierami wartościowymi z perspektywy Liechtensteinu, ze szczególnym uwzględnieniem odpowiednich aktów Unii* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token als Waarderechten & Tokenaanbiedingen en Gedecentraliseerde Handelscentra: Een analyse van het burgerlijk effectenrecht en het*

*recht inzake effectentoezicht vanuit het oogpunt van Liechtenstein, met bijzondere aandacht voor de desbetreffende besluiten van de Unie (Vol. 1). BoD–Books on Demand.*

Bergt, J. (2020). *Token como Direitos de Valor & Token Offerings e Centros Comerciais Descentralizados: Uma análise do direito civil e do direito de supervisão dos valores mobiliários na perspectiva do Liechtenstein, com especial referência aos actos relevantes da União (Vol. 1). BoD–Books on Demand.*

Bergt, J. (2020). *Les Tokens comme Droits de Valeur & Offres de Tokens et Centres Commerciaux Décentralisés: Une analyse du droit civil des valeurs mobilières et du droit de la surveillance des valeurs mobilières du point de vue du Liechtenstein, avec une référence particulière aux actes pertinents de l’Union (Vol. 1). BoD–Books on Demand.*

Bergt, J. (2020). *Token come Diritti di Valore & Offerte a Token e Centri Commerciali Decentralizzati: Un’analisi del diritto civile dei titoli e del diritto di vigilanza sui titoli dal punto di vista del Liechtenstein, con particolare riferimento ai pertinenti atti dell’Unione europea (Vol. 1). BoD–Books on Demand.*

## Судебный реестр

BGH VIII ZR 249/14 от 17.06.2015 г.

BVGer B-4772/2017 от 19.12.2017.

EFTA E-9/17 от 30 мая 2018 года, Эдмунд Фалькенхан АГ /  
Управление финансового рынка Лихтенштейна, [https://efta-  
court.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805](https://efta-court.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805)

ЕСJ C-191/15 от 28.07.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612

OGH от 03.03.2005 г. 09 C 271/98-201, ЛЭШ 2006 г., 161.

öOGH до 2 Ob 155/16g от 14.12.2017, E-  
CLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214.000

RIS Justice RS0012049, ECLI:AT:OGH0002:1951:RS0012049.

StGH 1975/002 от 29.04.1975, ELG 1973, 381.

UVS Вена от 5 мая 2004 года 06/42/9144/2003.

## Цифровые источники

*Alexandra Petruş*, Как извлечь данные со счёта 2FA iCloud, 12 августа 2019 года, <https://www.iphonebackupextractor.com/blog/extract-data-two-factor-authentication/>, aufgerufen am 28.08.2019.

Техническая статья BaFin, токенирование, 15.04.2019, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa\\_bj\\_1904\\_Tokenisierung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html).

BaFin информация о фактах собственной торговли и торговли на собственном счёту от 22.03.2011, последние изменения внесены 15.05.2018, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_110322\\_eigenhandel\\_eigengeschaeft\\_neu.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html).

BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, последние изменения внесены 24.07.2013, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_090107\\_tatbestand\\_emissionsgeschaeft.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html).

BaFin Leaflet многосторонний торговый объект от 07.12.2009, последние изменения внесены 25.07.2013, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_091208\\_tatbestand\\_multilaterales\\_handelssystem.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html).

BaFin Leaflet Обзор проспектов ценных бумаг на предмет понятности, GZ: WA 51-Wp 7115-2019/0099, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl\\_wa\\_merkblatt\\_verstaendlichkeitspruefung\\_prospekte.pdf?blob=publicationFile=8](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_verstaendlichkeitspruefung_prospekte.pdf?blob=publicationFile=8).

BaFin Merkblatt, Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) от 22.12.2011, последние изменения внесены 29.11.2017,

[https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_111222\\_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33).

BaFin, Пояснительное письмо о сфере применения KAGB и о сроке "Инвестиционного фонда", 14.06.2013, последние изменения внесены 09.03.2015, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae\\_130614\\_Anwendungsber\\_KAGB\\_begriff\\_invvermoegeen.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegeen.html).

BaFin, Crowdlending, от 4 января 2018 года, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html).

BaFin, Примечания по финансовым инструментам в соответствии с разделом 1 (11) предложения 1 - 3 КРГ, 20.12.2011, последние изменения внесены 26.07.2018, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_111220\\_finanzinstrumente.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html).

BaFin, брошюра о брокерских услугах в области инвестиций от 17 мая 2011 года, последние изменения внесены 13 июля 2017 года, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_091204\\_tatbestand\\_anlagevermittlung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html).

BaFin, листовка по кастодальному бизнесу, 06.01.2009, последние изменения 17.02.2014, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_090106\\_tatbestand\\_depotgeschaeft.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaeft.html)

BaFin, информационный бюллетень по кредитному бизнесу, от 08.01.2009, последние изменения внесены 02.05.2016, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_090108\\_tatbestand\\_kreditgeschaeft.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaeft.html).

BaFin, бизнес по размещению информационных бюллетеней, 10.12.2009, последние изменения внесены 25.07.2013, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_091211\\_tatbestand\\_platzierungsgeschaeft.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html).

BaFin, Merkblatt Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnisspflichten in Zusammenhang der Ausgabe weiterer Krypto-Token, GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl\\_wa\\_merkblatt\\_ICOs.pdf?blob=publicationFile=1](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?blob=publicationFile=1).

BaFin, обязательство по публикации проспекта, 01.11.2013, последние изменения внесены 05.08.2019, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html).

BaFin, Циркуляр 08/2017 (VA) - Производные финансовые инструменты и структурированные продукты от 30.08.2017, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs\\_1708\\_derivate\\_finanzinstrumente\\_va.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html).

*Бонт Патрик*, КRYPTOWÄHRGNEUEN - и что делают регуляторы?, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-liechtenstein.pdf>

*Бутерин Виталик*, 13.10.2018, 10:21, [https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref\\_src=twsrc%5Etfw](https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw), ЗВОНОК 30.09.2019.

Бутерин Виталик, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/><https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Проект доклада о предложении по регулированию Европейского парламента и Совета по европейским поставщикам услуг краудфандинга (ECSP) для бизнеса (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), 10.08.2018, [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf)[https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf).

DStoq (DSQ Token): Лицензированная децентрализованная биржа акций и криптографии, 04.08.2018, <https://bitcoinexchange-guide.com/dstoq-dsq-token/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Отчет ЕБА с рекомендациями для Европейской Комиссии по крипто-активам, 09.01.2019, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

Мнение ЕБА о "виртуальных валютах", EBA/Op/2014/08 vom 04.07.2014, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>.

ESMA Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 января 2019 г. | ESMA50-157-1391, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391\\_crypto\\_advice.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf).

ESMA Приложение 1 Правовая квалификация крипто-активов - исследование для NCAs, Январь 2019, ESMA50-157-1384, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384\\_annex.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf).

ESMA Discussion Paper 2012/117, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>.

ESMA Guidelines 2013/611 о ключевых понятиях Директивы об управляющих альтернативными инвестиционными фондами (AIFMD), Скорректированная версия от 30.01.2014 Директивы об основных понятиях Директивы об управляющих альтернативными инвестиционными фондами, опубликованная 13.08.2013 (ESMA/2013/611), [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2013\\_00600000\\_de\\_cor-\\_revised\\_for\\_publication.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor-_revised_for_publication.pdf)

Вопросы и ответы ESMA70-872942901-38 vom 12.07.2019, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38\\_gas\\_markets\\_structures\\_issues.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_gas_markets_structures_issues.pdf).

ESMA Report 50-164-2430 vom 12.07.2019, Лицензирование бизнес-моделей FinTech, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430\\_licensing\\_of\\_fintech.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf).

ЕЦБ, Отчет об электронных деньгах, август 1998 г., <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

EZB, Виртуальные валютные схемы, октябрь 2012 года, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

FCA (Управление Великобритании по финансовому поведению), Руководство по периметру (выпуск PERG 42 сентября 2019 г.),

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019.

Циркуляр FINMA 2008/3, Розничные вклады в небанковском секторе, 20.11.2008, последние изменения 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>.

FINMA Руководство по вопросам субординации в отношении первоначальных предложений по монетам (ICO) от 16.02.2018, <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>.

Первая биржа жетонов безопасности блочных цепей - Построена на Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-block-chain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Сообщение УФР 2019/1 - Дополнительные обязательства по выпуску и погашению жетонов долей фонда и ведению реестра долей фонда от 03.09.2019 г., <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>

FMA Guideline 2019/7 от 11.06.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmaßnahmen.pdf>.

FMA, Инновации как вызов - и как возможность, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, звонок 15.09.2019.

Гриффин Джон М. / Шэмс Амин, Биткойн действительно не связан?, 13.06.2018, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3195066](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066)[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3195066](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066).

*Hacker Philipp / Thomale Chris*, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017, последнее изменение 17 апреля 2019, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3075820](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820).

<https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, accessed 29 October 2019.

<http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919&ackurl=auto>.

<https://0x.org/>, звонок 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>; [https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled\\_supply](https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply)[https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled\\_supply](https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply), aufgerufen am 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, звонок 08.08.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, звонок 08.08.2019.

<https://dstoq.com/>, звонок 15.09.2019.

<https://dutchx-rinkeby.d.exchange/>, звонок 15.09.2019.

[https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis\\_block](https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block), звонок 15.09.2019.

<https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, звонок 15.09.2019.

<https://etherdelta.com/>, accessed 15 September 2019.

<https://etherscan.io/chart/blocktime>.

<https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp>,  
звонюк 15.09.2019.

<https://idex.market/>, звонюк 15.09.2019.

<https://international.bittrex.com/>, звонюк 15.09.2019.

<https://kyber.network/>, звонюк 15.09.2019.

<https://londondx.com/about/>, звонюк 15.09.2019.

<https://poloniex.com/>, звонюк 15.09.2019.

[https://register.fca.org.uk/ShPo\\_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ](https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ), звонюк 15.09.2019.

<https://stellarterm.com/>, звонюк 15.09.2019.

<https://tether.to/>, позвонил 7 октября 2019 года.

<https://tether.to/contact-us/>, звонюк 29.07.2019.

<https://tether.to/legal/>, в версии от 26.02.2019, доступна 29.07.2019.

<https://token.store/>, доступен 15.09.2019.

<https://uniswap.io/>, accessed 15 September 2019.

<https://www.airswap.io/>, звонюк 15.09.2019.

<https://www.bancor.network/>, звонюк 15.09.2019.

<https://www.binance.com/>, звонюк 15.09.2019.

<https://www.bitpanda.com/de>, звонюк 15.09.2019.

<https://www.coinbase.com/>, ЗВОНОК 15.09.2019.

<https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, accessed 4 August 2019.

<https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, ЗВОНОК 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html>, ЗВОНОК 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, ЗВОНОК 15.09.2019.

[https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus\\_2018-11-26\\_approved.pdf](https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf), ЗВОНОК 04.08.2019.

<https://www.kraken.com/>, ЗВОНОК 15.09.2019.

<https://www.openfinance.io/>, ЗВОНОК 15.09.2019.

<https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, ЗВОНОК 15.09.2019.

*Xampu Йозума*, Tether says its USDT Stablecoin May Not Be Backed By Fiat Alone, <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone><https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone>, aufgerufen am 07.10.2019.

Ассоциация банкиров Лихтенштейна, информационная брошюра о видах и рисках финансовых инструментов, 3-е издание, электронное издание № B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>.

*Мерш Ив*, выступление на правовой конференции ЕЦБ, Франкфурт-на-Майне, 2 сентября 2019 г., <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedded9219.en.html>, звонок 04.10.2019.

*Миллер Марк С. / Дрекслер К. Эрик*, "Агорические работы в экологии вычислений", *Хуберман* (Hrsg), "Рынки и вычисления": Открытые системы Agoric, Инжиниринг стимулов: для управления вычислительными ресурсами, Экология сравнения: A Computational Perspective, Nordholland, 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html> <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html>, aufgerufen am 01.10.2019.

*Накамото Сатоси*<sup>918</sup>, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, звонок 15.09.2019.

Доклад о предложении, касающемся регламента Европейского парламента и Совета по европейским поставщикам услуг краудфандинга (ECSP) для бизнеса (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), A8-0364/2018, 09.11.2018, [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364\\_EN.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html)

*Сет Розенблатт/Джейсон Сиприани*, двухфакторная аутентификация: Что вам нужно знать (FAQ), 15 Juni 2015, <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/>, aufgerufen am 28.08.2019.

*Sritanshu Sinha*, ИЕО, ICO, STO и Now IDOs - Как привлечь средства для Crypto в 2019 году?, 01.09.2019, <https://cointelegraph.com/news/ieos-icos-stos-and-now-idos-how-to-raise-funds-for-crypto-in->

---

<sup>918</sup> Псевдоним человека или лиц, разработавших протокол Bitcoin.

<https://cointelegraph.com/news/ieos-icos-stos-and-now-idos-how-to-raise-funds-for-crypto-in-2019>, aufgerufen am 02.09.2019.

Szabo Nick, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart-contracts.html> (теперь доступна только архивная ссылка).

Валера Валерия, Tether Burns Half A Billion USDT Coins In An Act of Redemption, 25.10.2018, <https://www.criptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/><https://www.criptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, aufgerufen am 29.07.2019.

Пристав Ханс-Уэли, Корпоративное право, <https://www.rwi.uzh.ch/elt-lst-vogt/gesellschaftsrecht/grundlagen/de/html/index.html#>

WKO, Закон об управлении альтернативными инвестиционными фондами (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>

Возке Мартин, "Умные контракты": При заключении договоров между компьютерами, 11.07.2017, <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/>, звонок 01.10.2019.

## **Аннотация**

В данной научной работе рассматриваются как аспекты гражданского (ценные бумаги), так и регуляторного (ценные бумаги) права. Таким образом, дается краткое изложение закона о собственности, в котором рассматривается классификация жетонов по законодательству Лихтенштейна.

Кроме того, будут обсуждаться дематериализованные ценные бумаги, которые известны правовой системе Лихтенштейна уже почти 100 лет. Правовая ситуация с ценными бумагами и бездокументарными ценными бумагами до вступления в силу "Закона о блокировке" (TVTG) изложена, а бездокументарные ценные бумаги в соответствии с TVTG (принцип абстракции) и бездокументарные ценные бумаги в соответствии с ГРЦБ в редакции Федерального законодательного вестника 2019/93 (принцип причинности) подробно рассматриваются ниже.

Основное внимание в рамках гражданского и корпоративного права уделяется Лихтенштейну, в то время как швейцарское корпоративное право также принимает во внимание основы приема и общий гражданско-правовой прием австрийского права.

Надзорная часть работы, безусловно, находится в центре внимания законодательства Союза, но в ней также учитываются национальные особенности Лихтенштейна, Австрии и Германии в дополнение к европейским правовым актам.

Таким образом, бизнес-модели на основе маркеров и токенов также рассматриваются в свете таких правовых актов Союза, как

MiFIR, MiFID II, CRR, CRD IV, CSDR, EMIR, AIFMD, UCITS, E-Money Directive II, PSD II, MAD/MAR, Prospectus Regulation, 5-я AML Directive и другие нормативные акты, директивы, а также нормативные акты по внедрению и делегированным предписаниям. Особое внимание уделяется биржам криптографии и децентрализованным торговым площадкам (DEX). Кроме того, особое внимание будет уделено потребительскому праву в отношении жетонов и договоров дистанционной продажи, с учетом VRRRL и Пунктуальной директивы. В этом контексте токены как данные или программное обеспечение и, следовательно, как цифровой контент и, следовательно, товар также рассматриваются более подробно, и параллели с токенами как токены с внутренней стоимости или виртуальной валюты в отличие от фиат-денег показаны.

Кроме того, автор стремится объяснить депозитный бизнес, электронные денежные операции и финансовые инструменты как сообщающие суда в отличие от виртуальных валют. Несмотря на то, что это прежде всего юридический спор, технические аспекты технологии распределенных книг, такие как блочная цепь, как децентрализованная база данных, маркеры и монеты, "умные" контракты, агорические вычисления, самоуверенная идентичность и т.д. - насколько это необходимо для юридической оценки - объясняются более подробно; кроме того, в тезисы включены экономические предпосылки и отговорки для лучшей понятности, а также показаны возможные применения технологии блочной цепи.

Таким образом, электронные деньги также должны быть понятно расшифрованы по отношению к криптографическим валютам на

основе соответствующего практического случая доллара США - троса, и следует обсудить возможное возрождение "клаузулы о рингтоне" в электронных деньгах.

Настоящее обсуждение следует понимать как научную работу, имеющую практическое значение для получения рекомендаций в связи с блочно-цепными стартапами, представлением интересов в контролирующих органах, а также в целом полезных советов о том, как избежать подводных камней при реализации предпринимательских проектов с юридической точки зрения. На этом фоне книга адресована юристам, штатным юристам, а также органам власти, судам, ученым и другим заинтересованным лицам в области права финансового рынка и технологии блок-сетей.

## краткая биография

### Доктор Юр. Джозеф Бергт...

Дата рождения: 19.11.1991

Место рождения: АТ-6179 Рангген, Тироль

Йозеф Бергт специализируется в области законодательства Лихтенштейна и европейских банковских и финансовых рынков, корпоративного права и законодательства о рынках капитала, а также законодательства об информационных технологиях и имеет обширный опыт в области нормативно-правовой базы финансовых рынков, в частности, в отношении технологии распределенной книги (DLT) и ее различных вариаций, таких как блок-цепочка, Directed Acyclic Graphs (DAG), хэшграф, голоцепочка и т.д., включая продажу токенов и такие предложения, как предложения начальных монет, события, генерирующие токены, и предложения токенов безопасности (ICO/TGE/STO). Кроме того, Йозеф Бергт имеет опыт создания регулируемых финансовых учреждений и финансовых посредников, лицензирования таких учреждений, а также подготовки проспектов ценных бумаг и их утверждения соответствующим надзорным органом. Кроме того, он имеет опыт судебной практики в области гражданского и коммерческого права. Кроме того, он обладает глубокими знаниями в области защиты данных.

Йозеф Бергт был членом команды, которая поддержала первый проспект проспекта ценных бумаг, утвержденный Управлением по финансовому рынку Лихтенштейна (FMA) в августе 2018 года. Йозеф Бергт также является сторонником "Закона Лихтенштейна

о блокировке" (Token and VT Service Provider Act; TVTG) и сцены блокировки в Лихтенштейне. Кроме того, он также входил в состав группы, которая предложила правовые рамки для документа по токеновому регулированию ЕС через thinkBLOCKtank asbl. Наконец, в рамках своей юридической деятельности Йозеф Бергт предоставил юридические консультации и помощь более чем 250 стартапам и финансовым посредникам, некоторые из которых являются блочно-цепными, и в этом контексте составил экспертные заключения и договорные условия по праву финансового рынка, а также дал необходимые правовые пояснения и представлял компанию перед органами власти.

Помимо научной авторской деятельности Йозеф Бергт выступает с докладами на международных мероприятиях и в университетах, где дает представление о взаимодействии новых технологий с существующим законодательством.

## **Обучение**

- |             |   |
|-------------|---|
| 2019 – 2020 | Интенсивный курс бухгалтерского учета, Центр профессионально-технического и дополнительного образования (bzb) Бухс, кантон Санкт-Галлен |
| 2018 – 2020 | Окончил магистратуру в области исполнительного права (корпоративное, учредительное и трастовое право), Университет Лихтенштейна.        |

- 2018 – 2020 Окончил магистратуру по специальности "исполнительное право" (банковское право и право финансовых рынков), Лихтенштейнский университет.
- 2017 – 2019 Докторантура в области права ниже минимальной продолжительности обучения, Частный университет НФЛ в Княжестве Лихтенштейн, Трисен.
- 05/2018 Интенсивный курс "Корпоративный сотрудник по защите данных", Университет Лихтенштейна.
- 2015 – 2016 Кембриджский международный юридический английский язык (ILEC, уровень C1), WIFI Инсбрук.
- 2015 Диплом юриста с минимальным сроком обучения, Инсбрукский университет Леопольда-Франценса.

## Публикации

Ответственность органов управления и контроля в акционерном обществе Лихтенштейна - с учетом швейцарского и австрийского законодательства, Schulthess Verlag Zürich, 2020, ISBN 978-3-7255-8112-2 (перепечатка диссертации, Частный университет в Княжестве Лихтенштейн, 2019).

Bergt / Esneault / Feldkircher / Nägele, Национальные нормативно-правовые базы в отдельных европейских странах, Страновой анализ Лихтенштейна в регулировании жетонов в

Европе Части А и В: Нормативно-правовая база ЕС, think-BLOCKtank asbl, S 117, Juni 2019.

Крипто-валюты и технология блок-цепочки в надзорном праве Лихтенштейна, Регулируемая серая зона?, Nägele / Bergt в Юридической фирме Лихтенштейна, выпуск 2, (LJZ 2/18), стр. 63, июнь 2018 года.

Ретроспекции и вытекающие из них претензии к швейцарским управляющим активами - Ответственность органов ассоциаций Лихтенштейна за непредъявление претензий, Schwärzler / Bergt / Vollrath in Liechtenstein Journal (LJ), 33-е издание 1/2017, стр. 2, март 2017.

Слияние для образования Gesellschaft bürgerlichen Rechts, AV Akademikerverlag (ISBN 10: 3639886607, ISBN 13: 978-3639886603), апрель 2016 года.

## **Практическая деятельность**

01/18 – 03/20	Стажер в компании NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Вадуц.
01/18 – 12/19	Сотрудник по защите данных компании NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Вадуц.
01/17 – 12/17	Стажер с адвокатом Шварцлера, Шан.
05/16 – 10/16	Судебная практика в княжеском окружном суде Вадуца.
01/16 – 03/16	Судебная практика в районном суде Телфса.

04/12 – 12/12

Помощник юриста, юридическая фирма  
"Доктор Питер Бергт".





Карточка тщеславия Джозефа №1:

"Джозеф, где ты?"

*"Где-то ждет нечто невероятное".<sup>919</sup>*

---

<sup>919</sup> Карл Саган.

