

СТИПЕНДИАНТСКА ПРОГРАМА НА БЪЛГАРСКАТА НАРОДНА БАНКА ЗА 2020 ГОДИНА

Научна разработка на стипендиант-магистър

Правни аспекти на stable coins¹

Стипендиант:

Мария-Магдалена Маркова*

магистър, специалност „Право“

Софийски университет „Св. Климент Охридски“

Ръководител:

Венцислав Аспарухов

Водещ юрисконсулт

Дирекция „Международни отношения“

Българска народна банка

София

Септември, 2020

* Забележка: статията е личен труд на автора и не отразява официално становище на БНБ

¹Понятието “stable coins” представлява съчетание на думата “stable” (от лат. “устойчив, стабилен или постоянен”) и думата “coin” (със значение „пари”). Терминът е употребен за първи път през 2014 г. в публикацията на един от основателите на фондация Ethereum, озаглавена „За максимализма на биткойн и въздействието на мрежата от валути и платформи.” “Stable coins” представляват вид частни стабилни крипто активи, които представляват претенция към конкретен частен емитент и са обезпечени от реално съществуващ резервен актив. От терминологична страна все още не е установено единно понятие за означаване на този инструмент. За целите на настоящата научна разработка ще бъде използван терминът “стабилен крипто актив” (СК).

Съдържание

I. Същност на крипто активите.....	3
II. Същност на стабилните крипто активи.....	12
III. Рискове, свързани с употребата на стабилни крипто активи.....	17
IV Глобални стабилни крипто активи	21
V Регулаторна рамка.....	24
VI. Заключение.....	27
Използвана литература.....	28

I. Същност на крипто активите

Революцията на дигиталните технологии през XXI век доведе до множеството иновации, намиращи отражение във всяка една област на обществения живот, включително и до появата на т.нар. технология за споделена счетоводна книга или „*distributed ledger technology*“, (DLT). DLT дава възможност за съхранение, актуализиране и валидиране на информация по децентрализиран начин. Известен пример за DLT е и т.нар. „*блокчей*“² - синхронизирана база данни, която се записва и съхранява на множество компютри („*нодове*“) на различни места по света.³

Една от най-характерните черти на DLT е децентрализацията⁴ - информацията лесно се мултиплицира, съхранява се паралелно на множество „*нодове*“, като всеки „*нод*“ има възможността, независимо от останалите, да „*въндейтва*“ базата данни, т.е. да добавя допълнителна информация. На практика, информацията се съхранява в специфични регистри - „*леджъри*“, които съществуват между много и различни участници.⁵

Има различни видове „*леджъри*“, като основното разграничение е на публични и частни. Публичните са мрежи, които са достъпни за потребителите, без предварително дадено разрешение (т.нар. „*permission-less networks*“). Частните, от друга страна, оперират в частни мрежи и са достъпни само за определени потребители, получили разрешение за достъп (т.нар. „*permissioned network*“). Практическата разлика се крие в това, че при публичните „*леджъри*“ всички потребители участват в съответната транзакция (т.е. информацията се репликира на всички „*нодове*“ в мрежата), а при частните - информацията се споделя само с конкретни „*нодове*“.⁶

² Технологията блокчейн е описана за първи път от Сатоши Накамото в Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, 2009 г. Сатоши Накамото е псевдонимът на създателя на криптовалутата биткойн.

³ Какво е Блокчейн и как да се възползвате от възхода на технологията?, 2020 г., <https://admiralmarkets.bg/education/articles/shares/blockchain-1>

⁴ Atzori, M., "Blockchain technology and decentralized governance: is the state still necessary?," Journal of Governance and Regulation, том 6, изд. 1, 2017 г.

⁵ Запрянов, Й., Годоров, Т., Бизнесът, блокчейн и бъдещето, Капитал, 2019 г., налично на: https://www.capital.bg/specialni_izdaniia/blockchain/2019/06/30/3930656_biznesut_blokchein_i_budesheteto/

⁶ Sharma, R., Public Vs. Private Permissioned Ledgers And Blockchain Standards, Forbes Technology Council, 2019.

Напоследък сред информационните среди се налага мнението, че DLT е сигурна и рентабилна технология, която позволява внедряването на глобално мащабируеми услуги и поддържането на множество иновации, които могат да подобрят съществуващите решения и да стимулират разработването на нови продукти и услуги.⁷

Скорострелното развитие на информационните технологии и в частност на DLT в последните години е довело до две забележителни прояви: (i) голямо увеличение на броя т.нар. частни маркери или „токени“ (tokens), издавани в съществуващи платформи за целите на събиране на средства и (ii) появата на т.нар. „стабилни крипто активи“ („stable coins“) („СК“). Тези прояви са провокирали различни регулаторни органи и правната доктрина да преместят фокуса си от термина „криптовалути“ към по-широкото понятие „крипто активи“.⁸

Какво представляват т.нар. „крипто активи“? Понастоящем терминът се използва за обозначаване на голямо разнообразие от активи. Въпреки честата му употреба обаче няма общоприето определение какво представлява крипто активът. Редица регулаторни органи са приели различни определения за целите на тяхната работа по наблюдение и надзор. Така според Европейската централна банка (ЕЦБ) крипто актив е „*всеки актив, записан в цифрова форма, който не е финансово вземане или финансово задължение на физическо или юридическо лице, и което не представлява собственост върху юридическо лице*“.⁹ ЕЦБ изрично заявява, че този подход не е в противоречие с определението на ниво ЕС за „виртуални валути“,¹⁰ тъй като последните представляват по-широк набор от активи в сравнение с крипто активите, както са дефинирани по-горе.¹¹

⁷ Technical ReportFG DLT D2.1, Distributed Ledger Technology Use Cases, International Telecommunication Union (2019), p. 12, достъпно на: <https://www.itu.int/en/ITU-T/focusgroups/dlt/Documents/d21.pdf>

⁸ [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU\(2020\)648779_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU(2020)648779_EN.pdf), стр. 18.

⁹ ЕЦБ, “Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures“, ECB Occasional Paper No. 223, 2019 г., стр. 7, налично на: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op223%7E3ce14e986c.en.pdf>

¹⁰ По смисъла на чл. 3, т. 18 от Директива (ЕС) 2015/849 на ЕП и на Съвета от 20 май 2015 година за предотвратяване използването на финансовата система за целите на изпирането на пари и финансирането на тероризма, за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета и за отмяна на Директива 2005/60/ЕО на Европейския парламент и на Съвета и на Директива 2006/70/ЕО на Комисията.

¹¹ ЕЦБ, “Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures“, ECB Occasional Paper No. 223, 2019 г., стр. 7, налично на: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op223%7E3ce14e986c.en.pdf>

В тази връзка, следва да се отбележи, че настоящата дефиниция за „виртуална валута“, а именно „цифрово представяне на стойност, която не се емитира или гарантира от централна банка или публичен орган, не е непременно свързана със законово установена валута и няма правния статут на валута или на пари, но се приема от физически или юридически лица като средство за обмяна и може да се прехвърля, съхранява и търгува по електронен път“ е повлияна от становище на ЕЦБ от 2016г., съгласно което акцент следва да се постави върху това, че виртуалните валути всъщност не са валути и че би било по-точно те да се разглеждат като средство за размяна, а не като платежно средство.¹²

Собствени определения приемат и Съветът за финансова стабилност - „вид частен актив, който зависи предимно от криптографията и DLT или подобна технология като част от тяхната възприемана или присъща стойност“,¹³ както и Европейският банков орган - „актив, който: а) зависи преди всичко от криптографията и DLT или подобна технология, като част от възприеманата или присъщата му стойност; б) не е издаден, нито гарантиран от централна банка или публичен орган; в) служи за размяна и/или за инвестиционни цели и/или за достъп до стока или услуга“.¹⁴

С изключение на дефиницията, предоставена от ЕЦБ (което изглежда покрива единствено необезпечени крипто активи (като например криптовалутите „Bitcoin“ и „Litecoin“), останалите определения по-горе имат много широк обхват, с два повтарящи се компонента, а именно: (i) частният характер на актива и (ii) използването на криптография и DLT или подобна технология. В светлината на гореизложеното, може да бъде направен извод, че едно сравнително пълно определение на крипто актив може да бъде представено по следния начин: вид дигитален частен актив, който (i) зависи преди всичко от криптографията и DLT или подобна технология, (ii) не е издаден или гарантиран от централна банка или държавен орган и (iii) който служи за размяна и/или за инвестиционни цели и/или за достъп до стока или услуга. Разбира се, за целите на

¹² Становище на ЕЦБ от 12 октомври 2016 година относно предложение за Директива на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Директива (ЕС) 2015/849 за предотвратяване използването на финансовата система за целите на изпирането на пари и финансирането на тероризма и за изменение на Директива 2009/101/ЕО, пар. 1.1.3.

¹³ ЕЦБ, “Crypto-assets: work underway, regulatory approaches and potential gaps”, 2019 г., стр. 10, <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P310519.pdf>

¹⁴ ЕВА, “Report with advice for the European Commission on crypto-assets”, 2019 г., стр. 10-11, <https://eba.europa.eu/eba-reports-on-crypto-assets>

пълнота при дефиниране на понятието за крипто актив, могат да бъдат взети предвид и други негови характеристики, например: приема се като средство за обмяна на стойност, не притежава правен статут на валута, не е обвързан със законоустановена валута и пр.

Крипто активите са едно от основните приложения на блокчейн технологията в областта на финансите, като са в състояние да донесат значителни ползи както на участниците на пазара, така и на потребителите. Например, първоначалното публично предлагане на монети (ICOs) и токени за сигурност (STO) позволява по-евтин, по-малко обременителен и по-приобщаващ начин на финансиране за малки и средни предприятия чрез оптимизиране на процесите на привличане на капитали и увеличаване на конкуренцията.¹⁵ Същевременно съществува очакване, че „токенизацията“ на традиционните финансови инструменти би могло да отвори възможности за подобряване на ефективността в цялата търговска дейност, допринасяйки за по-ефективно управление на риска и ценообразуване.¹⁶

Следва да се отбележи, че през септември 2020 г. Европейската комисия (ЕК) представи законодателно предложение за приемането на Регламент за пазарите за крипто активи. Това предложение е част от пакета за цифрови финанси, който цели активиране и подпомагане на потенциала на цифровите финанси по отношение на иновациите и конкуренцията, като същевременно се намаляват рисковете. Позовавайки се на докладите на G7 и G20, ЕК заявява, че СК са успели да привлекат вниманието както на обществеността, така и на регулаторните органи по света. Въпреки че пазарът на крипто активи остава скромнен по размер и в момента не представлява заплаха за финансовата стабилност, това може да се промени с появата на глобални СК, които търсят по-широко възприемане чрез включване на функции, насочени към стабилизиране на тяхната стойност.¹⁷ Предложението има за цел да осигури правна сигурност за крипто активите, които не са обхванати от съществуващото законодателство на ЕС в областта на финансовите услуги, и да установи единни правила за доставчиците и емитентите на услуги за крипто активи на ниво ЕС. Предложеният Регламент ще замени съществуващите национални рамки, приложими за крипто активи, които не са обхванати

¹⁵ European Commission, Consultation document on an EU framework for markets in crypto-assets, стр. 3.

¹⁶ Association for Financial Markets in Europe, 'Recommendations for delivering supervisory convergence on the regulation of crypto-assets in Europe', 2019.

¹⁷ Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on Markets of Crypto-assets, стр. 2.

от съществуващото законодателство на ЕС за финансовите услуги, а също така ще установи специфични правила за СК. Регламентът създава дефиниция за „токен, обезпечени с актив“ („asset-referenced token“), т.е. СК, като „вид крипто актив, който има за цел да поддържа стабилна стойност, като е обвързан със стойността на няколко фиатни валути, които са законно платежно средство, една или няколко стоки или един или няколко крипто активи, или комбинация от такива активи.“¹⁸ Същевременно се дефинира и понятието за „токен за електронни пари“ („e-money token“) - „вид крипто актив, чиято основна цел е да се използва като средство за размяна и който има за цел да поддържа стабилна стойност, като е обвързан със стойността на фиатната валута, която е законно платежно средство“. Установяват се и единни правила на ниво ЕС по отношение на емитентите и на доставчиците на услуги, свързани с крипто активи.

Към настоящия момент крипто активите не се признават в нито една ДЧ или от ЕЦБ като фиатни пари (т.е. стойност, определена като законно платежно средство, обикновено под формата на банкноти или монети), като „депозити“ по смисъла на чл. 2, пар. 3 от Директива 2014/49/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 16 април 2014 година относно схемите за гарантиране на депозити, или като „други възстановими средства“ по смисъла на чл. 4, пар. 1 от Регламент (ЕС) № 575/2013 на ЕП и Съвета от 26 юни 2013 година относно пруденциалните изисквания за кредитните институции и инвестиционните посредници и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012 („Регламент (ЕС) № 575/2013“).¹⁹ Въпреки това, с оглед на неотдавнашното разпространение на различни видове криптовалута за различни цели, Европейският банков орган (ЕБО) е извършил оценка дали крипто активите могат да бъдат квалифицирани като „електронни пари“ по смисъла на чл. 2, пар. 2 по смисъла на Директива 2009/110/ЕО на ЕП и Съвета от 16 септември 2009 година относно предприемането, упражняването и пруденциалния надзор на дейността на институциите за електронни пари и за изменение на директиви 2005/60/ЕО и 2006/48/ЕО, и за отмяна на Директива 2000/46/ЕО („Директива 2009/110/ЕО“/„EMD2“) или като „средства“ по смисъла на чл. 4, т. 25 от Директива (ЕС) 2015/2366 на ЕП и Съвета от 25 ноември 2015 година за платежните услуги във вътрешния пазар, за изменение на директиви

¹⁸ Пак там, стр. 34.

¹⁹ ЕВА “Report with advice for the European Commission on crypto-assets”, 2019 г., стр. 12.

2002/65/ЕО, 2009/110/ЕО и 2013/36/ЕС и Регламент (ЕС) № 1093/2010 и за отмяна на Директива 2007/64/ЕО („Директива (ЕС) 2015/2366“/„PSD2“).²⁰

Според ЕБО преценката дали EMD2 и PSD2 се прилагат за дейност, включваща крипто актив, следва да се извършва за всеки отделен случай, като се има предвид, че различните крипто активи имат различни характеристики, които в някои случаи могат да се променят по време на жизнения цикъл на актива, и че трябва да се приеме подход „предимство на съдържанието пред формата.“

По отношение на EMD2 крипто актив би могъл да бъде дефиниран като „електронни пари“ само ако отговаря на дефиницията, предвидена в чл. 2, пар. 2 EMD2, а именно: *„парична стойност, съхранявана в електронна, включително магнитна форма, представляваща вземане към издателя, която се издава при получаване на средства с цел извършване на платежни транзакции по смисъла на член 4, точка 5 от [PSD2 - б.а.] и се приема от физическо или юридическо лице, различно от издателя на електронни пари“*. Съгласно доклада на ЕБО пет компетентни органа от ДЧ са докладвали на ЕБО за случаи, при които предложения за бизнес модели, включващи крипто активи отговарят на определението за „електронни пари“, издаването на които може да се извърши само от „издатели на електронни пари“ съгласно член 2, пар. 3 от EMD2. В заключение ЕБО приема, че може да има случаи, при които въз основа на специфичните характеристики на въпросния крипто актив, последният да се квалифицира като „електронни пари“ и следователно да попада в обхвата на EMD2.²¹ На следващо място, според ЕБО крипто активите не са нито банкноти, нито монети, нито безналични пари и поради тази причина не попадат в дефиницията на „средства“, предвидена в чл. 4, т. 25 от PSD2, освен ако не бъдат квалифицирани като „електронни пари“ по смисъла на EMD2. В заключение, ЕБО приема, че значителна част от дейностите, свързани с крипто активи, не попадат в обхвата на действащото законодателство на ЕС за финансовите услуги (но могат да попаднат в обхвата на националното законодателство на държавите членки).

Следва да се отбележи, че предложеният през септември 2020г. Регламент за пазарите на крипто активи цели да се справи с посочените по-горе терминологични

²⁰ Пак там.

²¹ ЕВА Report, стр. 14; виж примера на стр. 13-14.

проблеми. Съгласно предложението на ЕК, за да се избегне заобикаляне на правилата, заложи в Директива 2009/110/ЕО, всяко определение на „токени за електронни пари“ трябва да бъде възможно най-широко, за да обхване всички видове крипто активи, отнасящи се до една единствена фиатна валута, която е законно платежно средство.²²

Крипто активите могат да приемат различни форми и да имат различни характеристики.²³ Прието е, че основната таксономия на крипто активите включва: криптовалути, т.нар. токени/маркери и една трета категория, представляваща хибрид между криптовалути и токени/маркери.

На първо място, може да бъде прокарана разлика между криптовалутите, от една страна, и токени/маркерите от друга страна. Криптовалутите са крипто активи, които са проектирани или предназначени да изпълняват ролята на валута, т.е. да функционират като средство за обмен, съхраняване на стойност и разчетна единица.²⁴ Те са предназначени да представляват равностойна алтернатива на законното платежно средство, издадено от съответния национален орган. „Токените“, от друга страна, са крипто активи, които предлагат на притежателите им определени икономически и/или управленски и/или полезни права.²⁵ Обикновено „токените“ се издават на съществуваща платформа или блокчейн за набиране на капитал за нови предприемачески проекти, за финансиране на стартиращи компании, или разработване на нови иновативни услуги.²⁶ Съществуват различни видове „токени“. Още от тяхното създаване са разработени различни подходи за тяхното класифициране и дефиниране. Повечето регулаторни органи и правната доктрина са склонни да разграничават така наречените

²² Proposal for a Regulation on Markets in Crypto-asset, стр. 18.

²³ A. Snyers, K. Pauwels, “ICOs in Belgium: down the rabbit hole into legal no man’s land? Part 1”, ICCLR 2018 г., том 29, изд. 8, стр. 483.

²⁴ C. Brown, T. Dolan, K. Butler, “Crypto-Assets and Initial Coin Offerings”, Fintech – Law and Regulation, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2019 г., стр. 74.

²⁵ T. Maas, “ Initial coin offerings: when are tokens securities in the EU and US?”, 2019г., стр. 21-23, налично на: <https://ssrn.com/abstract=3337514>

²⁶ F. Annunziata, “Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings”, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2636561, 2019 г., налично на: <https://ssrn.com/abstract=3332485>

токени за сигурност („security tokens“), полезни маркери („utility tokens“) и платежни токени.²⁷

Токените за сигурност обикновено предоставят на притежателите им права под формата на право на собственост и/или права, подобни на дивиденди.²⁸ Добре известен пример е „Bankera“ (BNK), който предоставя на притежателя му право на седмична комисионна, която да се изплаща в криптовалутата „Етер“.²⁹ Токените за сигурност обикновено се издават с цел набиране на капитал и показват сходства с традиционните дългови инструменти. Терминът „токен за сигурност“ също се използва и за означаване на традиционните ценни книжа или други активи, които са преминали процеса на „токенизация“ (т.е. които са регистрирани на блокчейн под формата на токен).³⁰

Полезните маркери са онези, които предоставят на техните притежатели достъп до конкретно приложение, продукт или услуга, често предоставяни чрез новоразработена (блокчейн) инфраструктура.³¹ Те предоставят достъп само до продукт или услуга, разработени от издателя на маркера и не се приемат като платежно средство за други продукти или услуги.³² Някои примери за полезни маркери са „Golem“ и „Filecoin“. Подобно на токените за сигурност, полезните маркери също се издават за събиране на финансови ресурси, обикновено за финансиране на по-нататъшното развитие на приложението, продукта или услугата на емитента. Въпреки това, за разлика от токените за сигурност, тяхното предназначение не е да генерират бъдещи парични

²⁷ ЕБА, “Report with advice for the European Commission on crypto-assets”, 2019, стр. 7, <https://eba.europa.eu/eba-reports-on-crypto-assets>

²⁸ Пак там.

²⁹ https://bankera.com/?utm_source=google_ads&utm_medium=keywords_bankera&utm_campaign=all&gclid=Cj0KCQjws536BRDTARIsANeUZ59ZHcKOo5SOS1TqlJyyavU1XAWWhAfEWoKFP4zwSipODL46rOpaWoaAsr_EALw_wcB

³⁰ M. Nannings, “Kwalificatie van crypto-assets als effect”, 2019 г., стр. 623.

³¹ S. Blemus and D. Guegan, “Initial Crypto-Asset Offerings (ICOs), Tokenization and Corporate Governance”, 2019 г., стр. 9, <https://ssrn.com/abstract=335077>

³² ЕБА, “Report with advice for the European Commission on crypto-assets”, 2019 г., стр. 7, <https://eba.europa.eu/eba-reports-on-crypto-assets>

потоци за инвеститорите, а да предоставят достъп до приложението, продукта или услугата на емитента.³³

Макар че теоретично е възможно да се очертае ясна разделителна линия между криптовалутите и токени, на практика не винаги е лесно определен крипто актив да бъде поставен в една от двете категории.³⁴ Това е така, защото крипто активите могат да проявяват съществени характеристики, както на токен за сигурност/маркер за полезност, така и на криптовалута. Крипто активите, които възплъщават такава комбинация, обикновено се наричат „хибриди“ или „хибридни токени“³⁵ и повдигат конкретни регулаторни предизвикателства. Пример за такъв хибриден токен е „Crypterium“, който се използва за плащане на такси за трансакции при използване на услугите, предоставяни от емитента, дава право на отстъпки за бъдещи услуги и дава право на приходи.³⁶

Първата вълна крипто активи (в т.ч. биткойн), се счита от потребителите за „нещо ценно“, но по своята същност не представлява какъвто и да е актив, вземане или задължение³⁷, което я прави предразположена към висока волатилност на цените. Иначе казано, това е традиционна необезпечена криптовалута.³⁸ Силно променливият характер на тези традиционни необезпечени криптовалути не само обективно затруднява изпълнението на тяхната роля на валута (т.е. възможността им да функционират като средство за размяна, средство за съхраняване на стойност или разчетна единица), но и възпрепятства тяхното субективно възприятие като валута.

³³ A. Snyers and K. Pauwels, “ICOs in Belgium: down the rabbit hole into legal no man’s land? Part 1”, ICCLR 2018, том 29, изд. 8, стр. 483.

³⁴ T. Maas, “Initial coin offerings: when are tokens securities in the EU and US?”, 2019, стр. 27 и 29, <https://ssrn.com/abstract=3337514>

³⁵ F. Annunziata, “Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings”, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2636561, 2019, налично на: <https://ssrn.com/abstract=3332485>

³⁶ T. Maas, “Initial coin offerings: when are tokens securities in the EU and US?”, 2019, стр. 21-23, налично на: <https://ssrn.com/abstract=3337514>

³⁷ ЕЦБ, “Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures”, 2019, стр. 8, налично на: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op223~3ce14e986c.en.pdf>

³⁸ [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU\(2020\)648779_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU(2020)648779_EN.pdf), стр. 21.

Опит за разрешаването на проблема на силната колебливост на цените на първата вълна крипто активи е направен чрез създаването на СК. Въпреки че не съществува единна дефиниция за СК, в своите документи ЕЦБ приема следното работно понятие: „цифрови единици на стойност, които не са проявна форма на някаква конкретна валута (или кошница от нея), а разчитат на набор от инструменти за стабилизация, които трябва да сведат до минимум колебанията на цената им в такава/такива валута/и“.³⁹ Според ЕК докато някои от тези СК могат да бъдат класифицирани като „финансови инструменти“ по смисъла на Директива 2014/65/ЕС на ЕП и Съвета от 15 май 2014 година относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Директива 2002/92/ЕО и на Директива 2011/61/ЕС („Директива 2014/65/ЕС“/„MiFID II“) или като „електронни пари“ по смисъла на EMD2, други могат да попаднат извън обхвата на регламентацията на ниво ЕС.⁴⁰

Най-просто казано, СК са вариант или подкатегория крипто активи, обикновено привързани или свързани с цената на друг актив или пул от активи.⁴¹ СК обикновено са обезпечени с други активи (като например краткосрочни държавни облигации, фиатни валути, стоки, недвижими имоти, ценни книжа, други криптовалути). Те се опират на набор от инструменти за стабилизация, които би следвало да сведат до минимум колебанията в цената им. СК могат да бъдат както общодостъпни (т.е. да могат да се използват от всеки, например при търговия на дребно), така и могат да бъдат достъпни само за ограничен набор от участници, т.е. финансови институции или избрани клиенти на финансови институции.⁴²

II. Същност на СК

За разлика от традиционните необезпечени криптовалути, които обикновено са децентрализирани⁴³ и нямат идентифициращ се емитент или поне не институция, която лесно може да бъде подведена под отговорност от потребителите, СК обикновено

³⁹ ЕЦБ, In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?, стр. 9.

⁴⁰ European Commission, Consultation document on an EU framework for markets in crypto-assets, стр. 11.

⁴¹ “Retail CBDCs. The next payments frontier”, 2019, стр.2, <https://www.omfif.org/wp-content/uploads/2019/11/Retail-CBDCs-The-next-payments-frontier.pdf>

⁴² G7 Working Group on Stablecoins, Investigating the impact of global stablecoins, 2019 г., стр. 1, налично на: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.pdf>

⁴³ European Banking Institute Working Paper Series 2019/44, 2019 г., стр. 6, <https://ssrn.com/abstract=3414401>

представяват претенция към конкретен емитент или по отношение на конкретни активи, средства или друго право.⁴⁴ С други думи, те са подкрепени от нещо, а не просто се възприемат като „нещо ценно“. Примери за стабилни крипто активи, които вече са в обращение, са „Tether“, „Dai“ и „Gemini Dollar“.⁴⁵

СК споделят редица свойства с „токените“ и понякога дори са идентифицирани като такива.⁴⁶ Подобно на „токените“, СК обикновено се издават в съществуващ блокчейн и въплъщават претенция (спрямо емитент или по отношение на активи, обезпечаващи СК). Въпреки това, съществува известна разлика между двете - обикновено „токените“ се издават с много специфична функция или цел (например, за да предоставят на притежателите си право на собственост и/или права, подобни на дивидент, или да позволят достъп до конкретен продукт или услуга)⁴⁷, а при СК като цяло липсва такава функционалност. Те са предназначени да бъдат използвани като средство за обмен: за да се даде възможност за покупка и продажба на стока или услуга, предоставена от друго лице, различно от емитента. Тази разлика води Европейският парламент (ЕП) до заключението, че СК трябва да бъдат разграничени от „токените“, а не да бъдат идентифицирани като такива⁴⁸ - заключение, което следва да бъде подкрепено.

Механизмът за стабилизация в основата СК е от решаващо значение за определяне дали издадените единици могат да поддържат стабилна стойност или не. Класифицирането на СК въз основа на това, което обезпечава тяхната стойност, ни позволява да подчертаем, че някои механизми за стабилизиране изискват намеса на отговорни лица (т.е. емитенти и/или трети страни), които могат да носят отговорност пред регулаторните органи и потребителите, докато други СК не могат да бъдат свързани

⁴⁴ G7 Working Group on Stablecoins, Investigating the impact of global stablecoins, 2019г., налично на: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.pdf>

⁴⁵ Друг пример, макар все още на идейно равнище, е инициативата на Фейсбук - „Либра“ <https://libra.org/en-US/>

⁴⁶ Например в сайта: <https://coinmarketcap.com>

⁴⁷ ЕВА, “Report with advice for the European Commission on crypto-assets”, 2019, <https://eba.europa.eu/eba-reports-on-crypto-assets>

⁴⁸ [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU\(2020\)648779_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU(2020)648779_EN.pdf), стр. 20

с която и да е отговорна страна.⁴⁹ Различните механизми за стабилизиране могат или да изискват намесата на отговорни лица (например в ролята на емитент) или да делегират тези задачи на потребителите на СК. Според механизма си на стабилизация, ЕЦБ разделя СК на няколко основни вида: (i) токенизирани средства („tokenised funds“) - вид СК, подкрепени от средства, които емитентът или попечителят трябва да съхранява, което предполага ангажимент за пълното им обратно изкупуване; (ii) СК, обезпечени извън веригата („off-chain collateralised stablecoins“) - обезпечени от други традиционни активи, които изискват попечител за тяхното съхраняване и са във владение на емитента само докато потребителят не откупи СК или останалото от тях в случай на неизпълнение; (iii) СК, обезпечени по веригата („on-chain collateralised stablecoins“) - подкрепени от активи, обикновено криптовалюти, които могат да бъдат записани по децентрализиран начин и не се нуждаят нито от емитент, нито от попечител, за да удовлетворят дадена претенция; (iv) алгоритмични СК - подкрепени от очакванията на потребителите относно бъдещата покупателна способност на СК (към настоящия момент представляват по-скоро теоретична възможност, отколкото реалност).⁵⁰

Според ЕЦБ стойността на токенизираните средства може да бъде наистина стабилна (по отношение на валутата, в която са деноминирани средствата), при условие че потребителите се доверяват на дружеството, обезпечаващо СК, независимо от липсата на ясна приложима регулация, която може да изложи потребителите на риск от злоупотреба. Обезпечените СК могат да имат стабилна цена само дотогава, доколкото променливостта на обезпечението, срещу което са емитирани, се обслужва от приложените маржове. Докато СК, обезпечени извън веригата, целят да токенизират активи чрез DLT, СК, обезпечени по веригата се стремят да превърнат силно променливото обезпечение под формата на крипто актив в стабилен актив, обикновено чрез предоставяне на икономически стимули на техните потенциални притежатели. Според ЕЦБ алгоритмичните СК все още не са доказали способността си да издържат на пазарни шокове, но могат да се разглеждат като еволюция на криптовалутите.⁵¹

⁴⁹ ЕЦБ, In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?, стр. 10.

⁵⁰ Пак там, стр. 3.

⁵¹ Пак там, стр. 4.

Следва да се отбележи, че съществуват и вторични стабилизационни механизми, в т.ч. такси (под формата на криптовалути или средства, които се налагат на потребителите при издаването, прехвърлянето и/или обратно изкупуване на СК; този приход може да бъде натрупван с течение на времето за целите на създаване на резерв); ограничения на обратното изкупуване; неустойки (в случай на обезпечени СК може да се начисли неустойка на потребителите, които искат издаване на СК и не поддържат минималното ниво на обезпечение) и др.⁵²

Съгласно доклада на Г7 по отношение на СК, последните обикновено функционират в по-широка екосистема, като основните, базови функции на СК могат да бъдат обособени както следва: (i) емисия, обратно изкупуване и стабилизиране на стойността на СК; (ii) прехвърляне на СК между потребители; (iii) взаимодействие с потребители (т.е. потребителския интерфейс).⁵³ Всяка функция обхваща различни дейности и обикновено включва някои оперативни образувания (като управляващ орган, борси, доставчици на портфейли и оператори на платежни системи) и основна технологична инфраструктура (като DLT и т.нар. „смайт договори“).

Емисията и стабилизирането на стойността на СК обикновено изискват наличие на централизиран орган, който да управлява механизмите за стабилизация, докато прехвърлянето на СК между потребители обикновено се урежда от DLT протоколи. За сравнение, потребителският интерфейс не включва непременно централизиран управляващ орган или DLT протокол. Същевременно е възможно някои субектите да изпълняват множество роли в различните функции. Например, някои СК се характеризират с централен орган, който управлява както емисията и стабилизирането, така и прехвърлянето на СК между потребителите.

Функцията по издаване и стабилизиране на СК включва управление, управляващи предприятия и основни технологии като DLT, смайт договори или конвенционална FMI технология. Управлението играе ключова роля за стабилизирането, тъй като трябва да бъдат проектирани и определяни правилата как ще се стабилизира стойността на СК (например правилата, които емитентите на СК трябва да следват, за да гарантират, че СК е стабилен). Управляващите предприятия също играят ключова роля в емитирането и

⁵² Пак там, стр. 31.

⁵³ G7 Working Group on Stablecoins, Investigating the impact of global stablecoins, 2019 г, стр. 2-3.

стабилизирането на СК. Те управляват издаването и обратно изкупуване на СК, стабилността на СК или запазването на референтните активи в съответствие със съответните правила. Също така могат да включват лица, които притежават референтни активи, като фиат валути, стоки и други финансови активи.

Функцията за прехвърляне включва протокол, оператор(и) и инфраструктура, необходими за осъществяване на транзакцията на СК чрез DLT. Във функцията за прехвърляне дизайнът на DLT играе ключова роля и съществуващите платежни системи не са задължително необходими. По-специално DLT протоколите определят как се валидират транзакциите, кой има достъп до СК, какви са условията за достъп, какви роли съществуват в системата и кой може да участва във всяка роля. Тези институционални и технически конфигурации могат да бъдат обобщени чрез посочването на четири характеристики: 1) не изискват предварително разрешение („permissionless“); 2) публични; 3) липсва йерархична зависимост; 4) отворен/затворен код.

На следващо място, екосистемата на СК изисква интерфейс, който осигурява точка за достъп за потребителите. Тази функция може да има високо ниво на взаимодействие със съществуващите платежни системи. На най-фундаменталното ниво потребителските интерфейси се състоят от клиентски софтуер, който свързва DLT мрежата към компютърен терминал или команден ред (основна платформа). Някои екосистеми обаче разполагат с по-удобни за потребителя платформи като портфейли и уебсайтове, които предоставят и допълнителни услуги като магазин за криптографски ключове, място за преглед на баланса и историята на транзакциите.

Според горепосочения доклад на Г7, налице са поне три модела на СК: (i) първи модел: СК се издават с номинална стойност, изразена в често използвана разчетна единица. Потребителите имат директно вземане към емитента или базовите активи, а доставчикът обещава да изкупи СК по номинала в същата валута, която е използвана за закупуване на монетите. Активите в този модел обикновено са ликвидни; (ii) втория модел: СК не се емитират с определена номинална стойност, а представляват дял от портфейл от базови активи; (iii) трети модел: СК са подкрепени от иск срещу емитента. Стойността на СК се корени в доверието на публиката към емитиращата институция (и, където е приложимо, към тези, които я регулират).⁵⁴

⁵⁴ Пак там.

СК могат да се използват за различни цели. Някои от тях имат амбицията да улеснят плащания (особено трансгранични плащания във връзка с търговия на дребно), които продължават да бъдат сравнително бавни и скъпоструващи. СК, особено ако е обвързан с фиатна валута или кошница от валути, може да се превърне в широко използван механизъм за съхраняване на стойност. В допълнение, използването на СК може да се развие с течение на времето, особено ако СК, първоначално използван като средство за разплащане, започне да бъде използван като средство за съхраняване на стойност.⁵⁵

III. Рискове, свързани с употребата на СК

Въпреки че СК са наглед стабилни, наличието на различни функции, дейности и редица участници води до множество рискове и предизвикателства, разглеждани в докладите на редица регулаторни органи. По-надолу ще бъде представен анализ на рисковете, така както са разглеждани в докладите на ЕК, ЕЦБ, G7 и G20 по отношение на СК.

На първо място, следва да се обсъдят **рисковете, свързани с публичната политика, надзор и регулиране**. Основно предизвикателство е, че СК не са еднакви и възможностите и рисковете, които са свързани с тях, зависят от тяхната структурата и дизайна.

Някои от рисковете - например по отношение на безопасността и ефективността на платежните системи, изпирането на пари и финансирането на тероризма, защитата на потребителите/инвеститорите и защитата на данните - са познати и могат да бъдат адресирани поне отчасти в рамките на съществуващите регулаторни и надзорни рамки. Въпреки това, тяхното прилагане може да включва допълнителна сложност предвид естеството на някои СК. Очаква се уредбата по отношение на СК да отговаря на същите критерии и да спазва същите изисквания като тази, приложима към традиционните платежни системи, платежни схеми или доставчици на платежни услуги, за да се гарантира, че те са проектирани и работят безопасно и ефективно в съответствие с целите на обществената политика. Освен това, някои от икономическите характеристики на СК наподобяват конвенционални дейности, извършвани от платежни системи, ETF, фондове

⁵⁵ FSB, Addressing the regulatory, supervisory and oversight challenges raised by “global stablecoin” arrangements, стр. 6.

на паричния пазар (MMF) и банки, като по този начин биха могли да бъдат полезни за разбиране на възможните рискове от функциите на СК.

СК могат да порождават и рискове, които са извън съществуващите законови или регулаторни рамки. СК могат да комбинират нова технология, нови участници във финансовите услуги и нови предложения за услуги. Продажбите на СК на дребно, като се има предвид тяхното публично естество и вероятната им употреба за плащания с голям обем, с малка стойност и потенциално висок процент на приемане, може да доведе до различни рискове, отколкото продажбата на СК на едро, само на ограничена група потребители.

СК, предлагани от големи съществуващи платформи биха могли да се развият бързо благодарение на изградените глобални клиентски бази и връзки към платформи, които предлагат лесно достъпен интерфейс. Такива СК, които имат потенциал да станат глобални и поради това представляват допълнителни предизвикателства пред публичната политика - включително за безопасността и ефективността на цялостната платежна система, политиката на конкуренция, финансовата стабилност, осъществяването на паричната политика и дългосрочните последици за международната парична система.

Предизвикателства са налице и пред **правната сигурност**. Съществува необходимост от добре обоснована, ясна и прозрачна правна основа във всички юрисдикции. Налице е необходимост от ясни правни термини, които определят и управляват, осигурявайки сигурност и предсказуемост, съществените аспекти на начина, по който основните технически договорености се използват от страните. Това е така, защото нееднозначните права и задължения могат да доведат до загуба на доверие в СК (с последици за финансовата стабилност). Потребителите трябва да бъдат уверени, че СК на практика ще бъдат толкова стабилни, колкото са представяни за такива. В допълнение, правните задължения трябва да бъдат определени по начин, че да осигуряват ликвидност по всяко време на всички клиенти. Следва да се отбележи, че определящият фактор е дали СК се считат за паричен еквивалент или не; категоризирани са като договорни иски или права на собственост; или включват право срещу емитент или срещу базови активи. В някои юрисдикции СК могат да представляват ценна книга или финансов инструмент, като дългов инструмент, или да представляват участие във фонд или

колективно инвестиционно средство и да бъдат подчинени на приложимите закони, свързани с ценните книжа и финансовите инструменти.

На следващо място развитието на СК се свързва с **необходимостта от добро управление**. Доброто и ефективно управление насърчава безопасността и ефективността на плащанията и свързаните с тях услуги. Структурата на управление трябва да бъде ясно дефинирана и предоставена на всички участници в екосистемата. Доброто управление може да подобри процеса на вземане на решения и да осигури участието на широк спектър от заинтересовани страни, допринасяйки за запазване на стабилността на финансова система.

Крипто активите, включително СК, в случай че не са ефективно регулирани и контролирани, могат да породят значителни рискове за финансовия интегритет на пазара, както и да създадат нови възможности за пране на пари, финансиране на тероризма и други незаконни финансови дейности. В тази връзка е налице необходимост от прилагане от страна на публичните власти на международни стандарти, свързани с виртуалните активи и техните доставчици по отношение на борбата с изпиране на пари и финансиране на тероризма. За да се ограничат тези рискове, доставчиците на стабилни крипто активи и други образувания, които са част от екосистемата на СК, трябва да спазват приетите на международно ниво стандарти за борбата с финансиране на тероризма и прането на пари и да противодействат на финансирането на разпространението на оръжия за масово унищожение.

Що се отнася до **сигурността, ефективността и интегритета на платежните системи**, ефективното регулиране и надзор на СК е от решаващо значение за тяхното постигане. Неадекватно проектираните и експлоатирани платежни системи могат да бъдат източник на системен риск и могат да повлияят неблагоприятно на икономиката. Ако не се управляват правилно, проблемите в платежната система могат да причинят отлив на ликвидност или кредитни загуби, които влияят по-широко на стабилността на финансовата система. Във връзка с осигуряване на ефективното функциониране на платежните системи Комитета по плащанията и пазарната инфраструктура (CPMI) и IOSCO са разработили Принципи за инфраструктури на финансовите пазари (PFMI), които предоставят насоки за справяне със свързаните с платежните системи рискове като например кредитен, ликвиден, оперативен риск, които са особено важни при обмислянето на дизайна на схемите за плащане на едро. Част от приложимите принципи

за платежните системи, биха могли да намерят приложение и при уреждане на регулаторните рамки за СК. Регулаторните рамки и политиките относно СК следва да останат неутрални по отношение на технологията и да не възпрепятстват иновациите, като същевременно гарантират, че те са безопасни и стабилни. Разрешенията следва да отговарят на същите критерии и да спазват същите изисквания като традиционните платежни системи, схеми за плащане или доставчици на платежни услуги.

Функционирането на различните компоненти на екосистемата на СК е свързано с реализирането на **кибер и други оперативни рискове**. Оперативната устойчивост и киберсигурността са основни аспекти на безопасността на платежните системи. За потребителите някои портфейли с криптовалути и търговски платформи са доказано податливи на измама, кражба или други кибер инциденти. Кибер инцидентите, включително тези, насочени към платформи за търговия с криптовалути, се увеличават, което води до значителни загуби за клиентите. Докато DLT се характеризира с голяма степен на децентрализация и неизменност, което я прави по-издръжлива на определени оперативни и кибер рискове, структурата на DLT може също да бъде компрометирана. Освен това новите технологии могат да бъдат изложени на оперативни рискове, които все още не са идентифицирани.

СК могат да бъдат подчинени на национални закони, разпоредби и насоки, но могат също да попадат в обхвата на международните стандарти за операционен риск. Например Международната организация за стандартизация (ISO) и Международната електротехническа комисия (IEC) предоставят стандарти за управление на информационната сигурност, които биха могли да бъдат приложими за стабилни биткойн и други екосистеми за криптовалути.

Що се отнася до **пазарния интегритет** - съществува необходимост от справедливо и прозрачно ценообразуване както на първичния, така и на вторичния пазар. Опасността се корени във факта, че все още не е ясно как биха се определили цените на някои СК. Стабилността на цената на СК на вторичните пазари зависи, *inter alia*, от нивото на доверие, което участниците на пазара имат във възможността и желанието на емитента да го обмени за фиатна валута при стойност, съобразена с разумните очаквания на потребителите. Могат да възникнат допълнителни рискове за СК, които са свързани с портфейл от активи, чийто състав може да бъде променен във времето от емитентите. Същевременно съществува и опасност от конфликт на интереси. Така например

възможно е разкриване на невярна информация от страна на емитента за дейността, като например броя на клиентите и обема на търговията за рекламни и други цели, което да повлияе на нормалното функциониране на пазара.

По отношение на **защитата на личните данни** - има необходимост от прилагане на подходящи правила за поверителност и защита на данните, включително как данните могат да бъдат използвани от участниците в екосистемата и споделяни между участниците и /или с трети страни. Необходимо е уреждане на надеждна защита на потребителите/инвеститорите, която следва да се осъществи чрез информирание на потребителите и инвеститорите за всички съществени рискове, както и за техните индивидуални задължения. Когато СК бъдат считани за ценна книга или финансов инструмент, участниците на пазара трябва да се придържат към съответната нормативна уредба.

Не на последно място, СК, подобно на други крипто активи, може да породи и **предизвикателства за органите на данъчната администрация в следните две насоки**. Първо, съществува несигурност относно правния статут на СК и следователно данъчното третиране на транзакциите с използване на СК. Разрешение на този проблем би могло да се търси в третирането на транзакциите със СК по сходен начин с плащанията в чуждестранна валута. Второ, СК (както и други крипто активи) биха могли да улеснят избягването на данъчни задължения поради липсата на централен посредник в DLT системата. Освен това, степента на анонимност може да затрудни властите да проследяват транзакциите, което затруднява идентифицирането на укриването на данъци.

IV. Глобални СК

Посоченият по-горе доклад на Г-7 подчертава, че СК, които имат потенциал да достигнат глобален мащаб, т. нар. глобални СК (ГСК), вероятно ще породят допълнителни предизвикателства по отношение на финансовата стабилност, осъществяването на паричната политика и паричния суверенитет, наред с други.⁵⁶ По-специално, докладът се концентрира върху следните рискове.

На първо място, **предизвикателства пред публичната политика**. Така например потенциалът на СК да се мащабират като платежно средство увеличава опасността от

⁵⁶ G7 Working Group on Stablecoins, Investigating the impact of global stablecoins, стр. 11.

изпирането на пари и други незаконни рискове за финансиране, а осигуряването на подходящи нива на защита на потребителите/инвеститорите става по-предизвикателно, тъй като трансграничният характер на ГСК означава, че той е обект на различни регулаторни рамки в различни юрисдикции.

По отношение на **конкуренцията на финансовите пазари**, докладът подчертава, че се очаква иновациите във финансовите услуги да доведат до засилено потребителско участие и по-широк достъп до финансови услуги. Същевременно обаче според Г7, ГСК биха могли да повлияят на конкуренцията на финансовите пазари.

Що се отнася до отражението върху **финансовата стабилност**, докладът изтъква, че съществува опасност от нестабилност в резултат на кредитен риск, несъответствие между падеж и ликвидност или оперативен риск. Това води до необходимост механизъм, използван за стабилизиране на стойността на ГСК, да включва стандарти за управление на финансовия риск, както и на пазарния, кредитния и ликвидния риск. Липсата на подходящи мерки за справяне с рисковете може да повлияе на доверието в съответната ГСК и да предизвика активно поведение от страна на потребителите, изразено в осребряване на техните ГСК. За целите на регулацията ГСК следва да се наблюдават и оценяват в тяхната цялост като екосистема, а не да се разглеждат поотделно техните компоненти.

ГСК биха могли да увеличат уязвимостите във финансова система чрез няколко канала. Първо, ако потребителите държат ГСК за постоянно в депозитни сметки, обемът на депозитите на дребно в банките може да спадне, увеличавайки банковата зависимост от по-скъпите и променливи източници на финансиране, включително финансиране на едро. Второ, лесната наличност на ГСК може да стимулира масовото изтегляне на депозити от банките, когато доверието в една или повече банки ерозира. Трето, ако новите финансови посредници в екосистемата на ГСК обхванат значителна част от дейността по финансово посредничество, това би могло допълнително да намали рентабилността на банките, което потенциално ще накара банките да поемат повече рискове при договарянето на кредитиране на реалната икономика. Въпреки че публичните власти не са в състояние да защитават банките от конкуренция или технологичен напредък, тези рискове трябва да бъдат оценени и управлявани. Четвърто, в зависимост от нивата на усвояване, закупуването на безопасни активи за резерв на СК може да причини недостиг на висококачествени ликвидни активи (HQLA) на някои

пазари, оказвайки влияние върху финансовата стабилност. Следва да се отбележи, че ако ГСК стане широко използвано платежно средство, всяко прекъсване на плащанията може в крайна сметка да навреди на реалната икономическа дейност.

Широко използване на ГСК, без наличието на подходящо регулиране, може да повлияе върху осъществяването на паричната политика чрез въздействие върху вътрешните лихвени проценти и условията на кредитиране, тъй като те могат да бъдат използвани като средство за съхраняване на стойност, както и при финансово посредничество.

Ако ГСК бъдат широко използвани като средство за съхраняване на стойност, активите, деноминирани в ГСК, ще останат в счетоводните баланси на корпорациите и домакинствата. В такъв случай ефективността на вътрешната парична политика може да отслабне, тъй като може да има по-ограничено въздействие върху възвръщаемостта на съответните активи. Този ефект ще зависи от дизайна на ГСК, обхвата на приложение на ГСК и пр. Ако е налице възвръщаемост при ГСК, ефектите върху паричната политика (и по-специално върху лихвените проценти) ще зависят от начина на определяне на нормата на възвръщаемост. Тази възвръщаемост може да отразява възвръщаемостта на активите, включени в кошницата, подкрепяща ГСК. В този случай, ако местна валута е единственият актив в кошницата, възвръщаемостта на ГСК би била равна на лихвените проценти по депозитите в национална валута (потенциално минус някои такси). По този начин вътрешната паричната политика във връзка с лихвените проценти може да не бъде засегната или да бъде засегната минимално. Обратно, ако в кошницата има множество валути, възвръщаемостта на ГСК би могла да бъде средноаритметичната стойност на лихвите върху съответните валути, намалявайки връзката между вътрешната парична политика и лихвените проценти по депозитите, деноминирани в ГСК. Това би било особено вярно, когато местната валута изобщо не е включена в кошницата на резервните активи, както вероятно би било в повечето икономики в света.⁵⁷ Освен това, тъй като лесно би могло да се превключи между депозити в национална валута и ГСК, възвръщаемостта на ГСК може да повлияе на размера на депозитите в национална валута и по този начин - на лихвените проценти по депозитите и заемите във финансовата

⁵⁷ G7 Working Group on Stablecoins, Investigating the impact of global stablecoins, 2019 г., стр. 21.

система в националната валута, допълнително намалявайки ефективността на паричната политика.

В допълнение, ГСК могат да окажат въздействие върху международните капиталови потоци и трансграничното осъществяване на паричната политика, тъй като е възможно да бъдат използвани като международна разплащателна единица. Използването на ГСК като средство за международно плащане само по себе си не е задължително да внесе промени в международната търговия спрямо обменните курсове, доколкото търговията продължава да бъде деноминирана в конвенционални валути. Ако обаче ГСК се превърне в разчетна единица за международна търговия и търговията бъде осчетоводявана в ГСК, условията на търговията ще зависят от стойността на ГСК спрямо вътрешната валута, а не от двустранните обменни курсове на вътрешните валути на търговските партньори. В резултат, значението на обменните курсове върху търговско-икономическата дейност може да бъде ограничено - резултат, подобен на този, който често се приписва на ценообразуването на международната търговия в щатски долари.⁵⁸

V. Регулаторна рамка

На следващо място следва да бъде анализирана проблема за правната рамка, приложима по отношение на СК и ГСК. Следва да се отбележи, че СК, издадени в една юрисдикция, могат да бъдат лесно достъпни онлайн за потребители в друга юрисдикция. Именно това стои в основата на презграничните предизвикателства пред СК и необходимостта от тяхното регулиране на наднационално ниво. Адресирането на тези предизвикателства изисква сътрудничество и координация между държавите, което може да зависи от различни фактори, *inter alia*, употреба и систематично значение на СК (за какво се използват и къде се намират потребителите), решения и политики във връзка с управлението, обратно изкупуване и управление на резерва, механизми за прехвърляне, елементи, насочени към потребителя (къде се намират доставчиците на портфейл и платформа, дали те оперират презгранично и пр.) и др.⁵⁹

⁵⁸ Пак там, стр. 22.

⁵⁹ Пак там, стр. 21.

Поставя се въпросът - могат ли да бъдат приложени съществуващите международни финансови стандарти към СК и ГСК и достатъчни ли са те, за да може СК и ГСК да оперират на световните пазари.

Съветът за финансова стабилност (СФС) анализира приложимостта на няколко международни финансови стандарта към ГСК.⁶⁰ Същевременно, редица други органи анализират дали и как могат да се прилагат съществуващите международни стандарти спрямо СК. На първо място, според Базелски комитет за банков надзор (БКБН) банките могат да бъдат обект на редица канали за преки и непреки експозиции в ГСК, включително като емитент, инвеститор, заемодател, попечител/доставчик на портфейл. Към момента БКБН обмисля целесъобразността на глобален стандарт за пруденциални изисквания, както и издаването на стандарт, които да очертават набор от общи принципи и насоки относно третирането на експозициите на банките към криптовалути.

През октомври 2019 г. Специалната група за финансови действия (FATF) пояснява, че както ГСК, така и техните доставчици на услуги следва да бъдат подчинени на стандартите на FATF като виртуални активи и доставчици на виртуални активи, или като традиционни финансови активи.⁶¹

От друга страна, Комисия по плащания и пазарна инфраструктура (CPMI) и Международна организация на комисиите по ценни книжа (IOSCO) стигат до извода, че принципите за инфраструктура на финансовите пазари (PFMI) се прилагат за СК.

Въпреки потенциалното приложение на горепосочените стандарти, потенциално широко използване на ГСК е свързано с редица рискове: липса на яснота относно приложимостта на съществуващите регулаторни режими и правомощия; попадане на компонентите на ГСК в сферата на компетентност на различни видове регулаторни и пруденциални органи и/или регулаторни рамки; потенциални пропуски в съществуващите регулаторни рамки.

СФС изтъква, че съществува широк консенсус, че е налице необходимост от изясняване на регулацията по отношение на дейностите и свързаните с тях рисковете на СК. Съгласно изводите на Съвета в доклада, налице са няколко възможни регулаторни

⁶⁰ FSB, Addressing the regulatory, supervisory and oversight challenges raised by “global stablecoin” arrangements, стр. 16.

⁶¹ Interpretive Note to Recommendation 15 on New Technologies (INR. 15).

подхода. От една страна, възможно е на национално ниво да б издавани насоки как да се прилага съществуващата регулация към крипто активи и/или СК. Тези насоки обикновено са предназначени да помогнат на компаниите да разберат кои регулаторни изисквания се прилагат и как да се гарантира тяхното спазване. Съответните националните компетентните органи биха могли да издават предупреждения и препоръки спрямо широката общественост, подчертаващи рисковете от тези инвестиции, както и/или че част от тези дейности не са лицензирани или регулирани. От друга страна, възможен подход е разработването на ново законодателство, съобразено с рискове, породени от крипто активите, включително ГСК. Възможен регулаторен подход е и въвеждането на забрана за извършване на дейности с крипто активи.⁶²

В рамките на Г-20, министрите и управителите на Централните банки, участващи в този формат, се обединиха около позицията, че рисковете, свързани с ГСК, трябва да бъдат допълнително оценени и спрямо тях да бъдат предприети подходящи мерки, преди ГСК да започнат да оперират.⁶³ Идентично съобщение може да се намери в съвместно изявление относно СК от Съвета на ЕС и Комисията, публикувано през декември 2019 г.⁶⁴ Европейският парламент (ЕП) през 2020 г. изтъква, че ГКС не изискват само координиран подход на равнище ЕС, но и координиран глобален отговор, с глобално съвместим набор от регулаторни стандарти, които да бъдат установени на базата на общи принципи.⁶⁵

В рамките на ЕС, ЕП заключава, че Съюзът и държавите-членки на ЕС следва да продължат да допринасят за работата на FATF, а международните препоръки, определени от FATF, следва да продължат да бъдат включени в правото на ЕС своевременно и изчерпателно, за да се гарантира пълно съответствие в рамките на вътрешния пазар и в международната финансова система.⁶⁶ В това отношение в ЕС следва да бъдат предприети допълнителни мерки за развитие на правилата за

⁶² FSB, Addressing the regulatory, supervisory and oversight challenges raised by “global stablecoin” arrangements, стр. 19.

⁶³ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2019/data/rel191021e1.pdf, стр. 1.

⁶⁴ Council of the EU “Joint Statement by the Council and the Commission on Stablecoins”, 2019г., стр. 3.

⁶⁵ [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU\(2020\)648779_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU(2020)648779_EN.pdf), стр. 43.

⁶⁶ Пак там, стр. 66.F

виртуалните валути от гледна точка на изпирането на пари и борбата с тероризма, посочени в AMLD 5, които правила се оценяват като недостатъчно ефективни, преди още да изтече срока за транспониране от страна на държавите-членки на ЕС (т.е. на 10 януари 2020 г.). Според ЕП ЕС очевидно изостава по отношение на прилагането на международните стандарти за AML/CFT. В резултат обаче, както бе посочено по-горе, ЕК е поела законодателната инициатива за създаване на Регламент за пазарите на крипто активи. Според оценката на въздействие на ЕК, Регламентът също трябва да допринесе за борбата с изпирането на пари и финансирането на тероризма.

VI. Заключение

Революцията на дигиталните технологии през XXI век доведе до редица промени във всички области на обществения живот, но едно от най-ярките проявления е именно появата на крипто активите. Опит за разрешаването на проблема със значителната променливост на стойността на първата вълна крипто активи е направен чрез създаването на СК - подкатегория крипто активи, обикновено привързани или свързани със стойността на друг актив или пул от активи. СК обикновено представляват претенция към конкретен емитент или по отношение на конкретни активи, средства или друго право. Едва от най-важните характеристики на СК е, че осигуряват възможност за съхранение на стойност. Обвързването им с фиатни валути (или кошница от валути) е в състояние да ги превърне в широко използвано средство за плащане и съхраняване на стойност.

Въпреки че СК са наглед стабилни, наличието на различни функции, дейности и редица участници води до множество рискове и предизвикателства, в т.ч. рискове, свързани с публичната политика, надзор и регулиране, с правната сигурност, с необходимостта от добро управление, със сигурността, ефективността и интегритета на платежните системи и др. Същевременно, ГСК ще поставят допълнителни предизвикателства по отношение на финансовата стабилност, осъществяването на паричната политика и паричния суверенитет. Основно предизвикателство пред приложението на ГСК е техният трансграничен характер, който неизменно води до необходимостта от тяхното регулиране на наднационално ниво. Например приложение биха могли да намерят някои от действащите международни стандарти, чието приложение следва да бъде актуализирано и изяснено от гледна точка на СК. Както бе уточнено, че СК следва да бъдат регулирани с оглед функциите, които те изпълняват и

рисковете, които пораждат. Установяването на регулаторна рамка изисква уреждане на ясни правила и прилагане на комплексен подход за сътрудничество и взаимодействие с компетентните национални органи и международни институции, както и предприемане на конкретни регулаторни мерки, например: предоставяне на насоки как да се прилага съществуващата регулация към крипто активи и/или СК, издаване на предупреждения и препоръки от компетентните национални органи, разработване на ново законодателство за справяне с рискове, породени от крипто активите, включително ГСК, и др.

Използвана литература

1. **Запрянов, Й.**, Тодоров, Т., Бизнесът, блокчейн и бъдещето, Капитал, 2019 г.
2. **Сатоши Накамото**, A Peer-to-Peer Electronic Cash System, 2009.
3. **Snyers, A., Pauwels, K.** ICOs in Belgium: down the rabbit hole into legal no man's land? Part 1, ICCLR 2018, том 29, изд. 8.
4. **Atzori, M.**, Blockchain technology and decentralized governance: is the state still necessary?, Journal of Governance and Regulation, том 6, изд. 1, 2017 г.
5. **Brown, C., Dolan, T., Butler, K.** Crypto-Assets and Initial Coin Offerings, Fintech – Law and Regulation, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2019.
6. **Annunziata, F.** Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2636561, 2019.
7. **Nannings, M.** Kwalificatie van crypto-assets als effect, 2019.
8. **Blemus, S. and Guegan, D.** Initial Crypto-Asset Offerings (ICOs), Tokenization and Corporate Governance, 2019.
9. **Sharma, R.**, Public Vs. Private Permissioned Ledgers And Blockchain Standards, Forbes Technology Council, 2019.
10. **Maas, T.** Initial coin offerings: when are tokens securities in the EU and US?, 2019.
11. Technical Report FG DLT D2.1, Distributed Ledger Technology Use Cases, International Telecommunication Union, 2019.

Други източници:

1. **ЕЦБ**, Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures, ЕЦБ, Occasional Paper No. 223, 2019.

2. **ЕЦБ**, In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?
3. **Становище на ЕЦБ** от 12 октомври 2016 година относно предложение за директива на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Директива (ЕС) 2015/849 за предотвратяване използването на финансовата система за целите на изпирането на пари и финансирането на тероризма и за изменение на Директива 2009/101/ЕО.
4. **Association for Financial Markets in Europe**, Recommendations for delivering supervisory convergence on the regulation of crypto-assets in Europe, 2019.
5. **Council of the EU** Joint Statement by the Council and the Commission on Stablecoins, 2019.
6. **EBA**, Report with advice for the European Commission on crypto-assets, 2019.
7. **European Banking Institute** Working Paper Series 2019/44, 2019.
8. **European Commission**, Consultation document on an EU framework for markets in crypto-assets.
9. **FSB**, Crypto-assets: work underway, regulatory approaches and potential gaps, 2019.
10. **FSB**, Addressing the regulatory, supervisory and oversight challenges raised by “global stablecoin” arrangements.
11. **G7** Working Group on Stablecoins, Investigating the impact of global stablecoins, 2019.
12. **Financial Action Task Force (FATF)** Interpretive Note to Recommendation 15 on New Technologies (INR. 15).
13. **European Commission**, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937.