# Этапы с седьмого по девятый: листинг, локапы и маркетмейкинг

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland and Germany),
Solicitor (England & Wales and Hong Kong)
Of Counsel, KGP Legal LLC
alexander.ressos@kgplegal.com.sg
www.ressos.com.sg

## Договоры о листинге

Централизованные биржи проводят листинг токенов по договорам, которые составляет сама биржа. Их основные условия почти никогда не обсуждаются, а обязательства, которые они возлагают на эмитента, юристам эмитента следует читать как регуляторные обязательства. Стандартные условия требуют от эмитента заверить, что токен не является ценной бумагой в указанных юрисдикциях, и представить соответствующее юридическое заключение. Эмитент должен раскрыть распределение токенов и график вестинга, уведомлять биржу о существенных событиях, воздерживаться от манипулирования рынком и предоставить бирже гарантию возмещения убытков. Сборы за листинг, депозиты для маркетмейкинга и «маркетинговые обязательства»

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

оплачиваются токенами или стейблкоинами. В учёте эмитента их нужно отражать как расходы или как встречное предоставление за услуги. Фонд, который платит иностранной бирже сбор за листинг токенами на несколько сотен тысяч долларов, совершает платёж, обоснованность которого с точки зрения цели фонда может проверить надзорный орган. Налоговая администрация Цуга признает его расходом только при наличии документов.

## Локапы и вестинг

Локапы служат двум целям. Они на длительный срок связывают интересы команды и ранних инвесторов с проектом и одновременно показывают рынку, что объём токенов в обращении контролируется. Кроме того, именно здесь возвращаются налоговые вопросы и вопросы права ценных бумаг из главы I: снятие локапа для швейцарского работника означает наступление вестинга, а для сингапурского — получение дохода. Поэтому условия локапа должны быть согласованно закреплены в плане распределения токенов, в SAFT и в варрантах. Налоговое планирование из главы I следует выстраивать вокруг графика разблокировки. Локап, обеспеченный смарт-контрактом, — лучшее доказательство, чем локап, установленный только договором, поскольку оба регулятора и обе налоговые администрации могут проверить его в блокчейне.

## Маркетмейкинг и злоупотребления на рынке

После листинга эмитенты привлекают маркетмейкеров для обеспечения ликвидности на биржах. Такие договоры бывают двух видов: заём токенов маркетмейкеру с опционом колл по

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

фиксированной цене либо договор о постоянном обслуживании, по которому маркетмейкер торгует токенами эмитента за счёт эмитента. Обе формы находятся вблизи границы запрета злоупотреблений на рынке. Швейцарский Закон об инфраструктуре финансового рынка (FinfraG) запрещает манипулирование рынком ценных бумаг, допущенных к торговле на швейцарской торговой площадке, уголовно-правовые нормы этого закона также относятся к ценным бумагам. Токен, который не является ценной бумагой и торгуется только на иностранных площадках, под установленный законом запрет не подпадает. Остаются норма Уголовного кодекса о мошенничестве и общее деликтное право.[1] Сингапурский Закон о ценных бумагах и фьючерсах (Securities and Futures Act, SFA) запрещает фиктивную торговлю и манипулирование рынком продуктов рынков капитала. Денежно-кредитное управление Сингапура (MAS) заявило, что будет рассматривать манипулирование рынками цифровых платёжных токенов со стороны лицензиатов как нарушение условий их лицензии и требования fit and proper (соответствие квалификационным требованиям).[2]

Решение на уровне структуры — договор о маркетмейкинге, который ограничивает маркетмейкера двусторонним котированием в установленных пределах спреда. Он запрещает фиктивную торговлю, спуфинг и скоординированную торговлю с эмитентом. Он требует отчитываться о запасах токенов и сделках перед комплаенс-подразделением эмитента и заранее фиксирует цену опциона по проверяемому ориентиру. Схема «заём плюс опцион» опаснее, поскольку побуждает маркетмейкера снижать цену перед исполнением опциона. Этому стимулу посвящены несколько дел о правоприменении в части N.

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

## Практическая рекомендация

Перед подписанием договора о маркетмейкинге совет эмитента должен быть в состоянии письменно ответить на четыре вопроса. Какие токены получает маркетмейкер, из какой доли распределения и учитываются ли они в объёме токенов в обращении, раскрытом биржам? Что маркетмейкеру разрешено делать с ними помимо котирования? Как и когда фиксируется цена опциона и кто проверяет ориентир? Какие отчёты получает эмитент и кто их читает? Совет, который не может ответить на эти вопросы, рискует столкнуться с обвинением в содействии манипулированию собственным токеном.

# Примечания

1. Федеральный закон об инфраструктуре финансового рынка от 19 июня 2015 года (FinfraG/FinMIA), SR 958.1, ст. 143 (манипулирование рынком: административный запрет для ценных бумаг, допущенных к торговле на швейцарской торговой площадке или торговой системе DLT) и ст. 155 (уголовно наказуемое манипулирование рынком); Уголовный кодекс Швейцарии (StGB/SCC), SR 311.0, ст. 146 (мошенничество). Часть E, глава X, и часть H, глава I. ↩

2. Securities and Futures Act 2001, s. 197–201 (фиктивная торговля, манипулирование рынком, манипулирование продуктами рынков капитала); MAS, «Response to Public Consultation on Proposed Measures on Market Integrity in Digital Payment Token Services», 2 июля 2023 г. (лицензиаты должны установить правила против недобросовестной торговой практики). Часть K, глава III, и часть N, глава I. ↩

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

## Disclaimer

This article is provided for general information only. It is based on publicly available sources as at its date of publication. These sources have not been independently verified against licences, regulatory registers or the records of the entities concerned. It is not legal, tax, financial or investment advice. Nor is it a recommendation to invest in, transact with or use the services of any entity mentioned. Law and regulation change frequently, so the content may be incomplete or outdated. To the fullest extent permitted by law, Dr Alexander Ressos and the publisher of SingaporeIQ exclude all liability for loss or damage arising from the use of or reliance on this article. Readers should obtain advice on their specific circumstances before acting or refraining from action.

Names and trademarks of the entities discussed belong to their owners and are used for identification only. Their mention implies no endorsement, affiliation or allegation of wrongdoing. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. Corrections and updates: contact@ressos.com.

© 2026 Dr Alexander Ressos. This article may be quoted with attribution to SingaporeIQ (SingaporeIQ.com). Reproduction in full and any commercial use require prior written consent. The Legal Terms at https://singaporeiq.com/legal-terms apply.

Author contact: Dr Alexander Ressos, TEP · contact@ressos.com