



НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ

Цифровые права: «дополненная реальность» финансового рынка

Введение

Внедрение децентрализованных финансовых инфраструктур (Decentralized Finance, DeFi), реализованных на технологии распределенных реестров (Distributed Ledger Technology, DLT), приводит к трансформации финансового рынка. Потребителям финансовых услуг предлагаются как новые способы совершения финансовых сделок, так и новые способы инвестирования. С другой стороны, такие инновации представляют собой новые риски для потребителей финансовых услуг, для целостности финансового рынка и стабильности финансовой системы в целом, поэтому встает вопрос их регулирования.

Регулирование должно обеспечить использование преимуществ, предоставляемых DeFi/DLT, и одновременно обеспечить снижение потенциальных рисков. Цифровые права (стейблкоины) потенциально могут стать широко распространенным платежным средством, стимулируя потребительский выбор и повышая эффективность бизнеса.

В 2019 году Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FCA) опубликовало консультационный документ¹, в котором криптоактивы разделяются на три типа:

- токены со свойствами ценных бумаг (Security tokens): могут давать право на часть прибыли или любые другие имущественные права;
- утилитарные токены (Utility tokens): предоставляют право на получение товаров (услуг); могут перейти в категорию электронных денег (E-money);
- обменные токены (Exchange tokens): предназначены для использования в качестве средства обмена.

Утилитарные токены не регулируются, за исключением случаев, когда они соответствуют определению электронных денег. Определению электронных денег могут соответствовать те утилитарные токены, которые имеют стабильную цену в одной из валют и используются для оплаты товаров (услуг) в сети Интернет.

Оборот обменных токенов (цифровой валюты) не регулируется, как не регулируется и деятельность специализированных бирж по их обмену между участниками.

¹ <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-22.pdf>

В настоящее время в законодательстве созданы все предпосылки для внедрения DeFI, в частности:

1. Законами о цифровых финансовых активах² и о привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ³ урегулированы, соответственно, выпуск и оборот цифровых финансовых активов (Security tokens) и выпуск утилитарных цифровых прав (Utility tokens), исключительно как способ привлечения инвестиций. Выпуск и оборот цифровых валют не урегулированы.

Создание нормативно-правовой базы для оборота цифровых прав вне информационных систем, где цифровые права были выпущены, позволит эмитентам и обладателям цифровых прав в рамках закона о цифровых финансовых активах осуществлять их глобальный децентрализованный оборот (Decentralized exchange, DEX).

2. Законом о национальной платежной системе⁴ урегулировано оказание платежных услуг и использование электронных денежных средств. Использование стейблкоинов в качестве вида электронного средства платежа не урегулировано.

Создание нормативно-правовой базы для стейблкоинов в рамках закона о национальной платежной системе позволит обеспечить основу для выхода на финансовый рынок инновационных платежных услуг (сервисов), применение

² Федеральный закон от 31 июля 2020 года N259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»

³ Федеральный закон от 2 августа 2019 года N259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»

⁴ Федеральный закон от 27 июня 2011 года N161-ФЗ «О национальной платежной системе»

соответствующих нормативных стандартов в интересах потребителей финансовых услуг, защиту их прав и целостность финансового рынка в условиях распространения стейблкоинов.

В 2022 году Банк России предложил⁵ ключевые направления развития финансового рынка в современных условиях. Одной из приоритетных задач на ближайшее время Банк России считает, что необходимо продолжить работы по созданию благоприятных условий для развития цифровых финансовых активов и утилитарных цифровых прав, что, по мнению Банка России, будет способствовать появлению инновационных инвестиционных инструментов, расширению возможностей по привлечению инвестиций. Кроме того, в документе указано, что токенизация активов позволит реализовать такие преимущества от применения технологии распределенного реестра, как снижение роли посредников и автоматизация исполнения сделок за счет применения смарт-контрактов. Банк России планирует продолжить совершенствование регулирования в этой области, в том числе в целях использования данных инструментов в трансграничных операциях.

⁵ https://cbr.ru/Content/Document/File/139354/financial_market_20220804.pdf

Форма, содержание цифровых прав

Цифровые права и бездокументарные ценные бумаги существуют в одинаковой форме – исключительно в форме цифровой записи, и могут быть полностью идентичны друг другу по содержанию. Бездокументарные ценные бумаги нуждаются в доверенном посреднике – регистраторе, депозитарии, который вносит и хранит цифровые записи о правах на бездокументарные ценные бумаги, в то время как цифровые права в таком посреднике не нуждаются.

Оборот цифровых прав без обращения к третьему лицу, с одной стороны, исключает необходимость обращения к посредникам, так как сама по себе DLT является кастодиальным сервисом, с другой стороны, такой оборот ограничен рамками информационной системы, что является существенным ограничением в применении цифровых прав. При этом, в том случае, когда передача имущественных прав требует дополнительной регистрации, включая государственную, то требуется обращение к третьему лицу, и такие имущественные права не могут быть признаны цифровыми правами.

Следовательно, к цифровым правам применяется и иной, чем к бездокументарным ценным бумагам, подход – регулируется деятельность оператора по предоставлению доступа к информационной системе, где осуществляется выпуск цифровых прав. Оператор такой информационной системы не вправе ограничить обладателя цифрового права в его распоряжении. Фактически, такая информационная система представляет собой инфраструктуру для совершения сделок с цифровыми правами.

Выпуск цифровых прав может быть рассмотрен как новый альтернативный способ привлечения инвестиций через регулирование порядка заключения соответствующих договоров инвестирования с использованием информационных систем, реализованных на DLT.

Цифровые права как электронное средство платежа

Выпуск и оборот цифровых прав в информационных системах, реализованных на DLT, предоставляет их обладателям широкие возможности по распоряжению цифровыми правами. Фактически, операции с цифровыми правами совершаются в реальном времени мгновенно.

При этом, в силу сложившегося оборота – однонаправленного и регулярного – те или иные цифровые права могут приобрести признаки электронных средств платежа, в частности, за счет алгоритмической стабильности цены в национальных валютах (Стейблкоин, StableCoin).

На основании мотивированного суждения Банк России в рамках Федерального закона «О национальной платежной системе» сможет признавать стейблкоины как вид электронного средства платежа. При этом лицо, выпустившее стейблкоины, должно соответствовать требованиям, предъявляемым к оператору электронных денежных средств, включая обеспечение исполнения своих обязательств, а оператор информационной системы, в которой осуществляется выпуск и оборот стейблкоинов, требованиям, предъявляемым к организации, привлеченной для оказания операционных услуг. Соответственно, выпуск и оборот стейблкоинов, признанных Банком России как вид электронного средства платежа, должны соответствовать правилам, установленным для электронных средств платежа.

В 2017 году Банк России предложил⁶ поэтапное расширение сферы применения Банком России мотивированного (профессионального) суждения при осуществлении надзора за всеми участниками финансового рынка. Под мотивированным (профессиональным) суждением Банком России понимается аргументированная профессиональная оценка регулятора, применяемая в дополнение к формализованным требованиям или при их отсутствии, которая основана на анализе совокупности качественных и количественных показателей и приоритете экономического или фактического содержания над юридической формой.

Такой подход не исключает возможности изначально осуществлять выпуск оператором электронных денежных средств электронных денежных средств в виде цифровых прав (стейблкоинов).

В свою очередь, это не означает, что цифровые права и цифровая валюта не могут быть использованы как имущество во внешнеторговой деятельности, предусматривающей обмен товарами, услугами, работами, интеллектуальной собственностью (внешнеторговая бартерная сделка).

⁶ https://cbr.ru/Content/Document/File/50704/Consultation_Paper_170705.pdf

В 2021 году Банк России предложил⁷ расширить возможности по совмещению различных видов деятельности на финансовом рынке. По мнению регулятора, нефинансовые и некредитные финансовые организации смогут оказывать отдельные платежные услуги. А для стимулирования запуска новых финтех-продуктов предлагается выработать особые подходы к осуществлению российскими финтех-компаниями отдельных видов финансовой деятельности на временной основе с соблюдением упрощенных требований.

Цифровые права как способ инвестирования

Закон о привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ предусматривает, что инвестирование может осуществляться путем предоставления займов, приобретения эмиссионных ценных бумаг, утилитарных цифровых прав⁸ и цифровых финансовых активов. При этом содержание цифровых финансовых активов⁹, выпуск которых используется как способ привлечения инвестиций, не ограничено.

В связи с этим необходимо ограничить содержание цифровых прав, выпуск которых используется как способ привлечения инвестиций, займами и правом

⁷ https://cbr.ru/Content/Document/File/124956/Consultation_Paper_24082021.pdf

⁸ Право требовать передачи вещи (вещей); право требовать передачи исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности и (или) прав использования результатов интеллектуальной деятельности; право требовать выполнения работ и (или) оказания услуг.

⁹ Денежные требования; возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам; права участия в капитале непубличного акционерного общества; право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг.

требования передачи эмиссионных ценных бумаг, а из содержания утилитарных цифровых прав исключить права требования наличных денег.

Выпуск цифровых прав, содержащих одновременно утилитарные цифровые права и цифровые финансовые активы, позволит на практике реализовать принципы «исламской экономики», как нового способа инвестирования: инвестор получает права требования части выручки лица, привлекающего инвестиции, от продажи товаров и услуг, произведенных таким лицом за счет средств инвесторов.

При этом необходимо установить единые подходы к регулированию выпуска цифровых прав как способа привлечения инвестиций. В силу кардинальных различий в подходах к регулированию выпуска утилитарных цифровых прав и цифровых финансовых активов оператору инвестиционной платформы фактически необходимо разработать и поддерживать две различных информационных системы – одну для выпуска утилитарных цифровых прав, другую – для выпуска цифровых финансовых активов.

Выпуск утилитарных цифровых прав как права требования товаров и услуг может рассматриваться в качестве способа привлечения инвестиций в создание, модернизацию и освоение производства на территории Российской Федерации. В связи с этим необходимо рассматривать такие договоры инвестирования как предоплату за товары и услуги с длительным производственным циклом изготовления. А на иностранных инвесторов в такие инвестиционные проекты не распространять лимиты приобретения цифровых прав, предусмотренные для неквалифицированных инвесторов.

Инвесторам в цифровые права необходимо предоставить возможность глобального децентрализованного их оборота, без которого потенциал способа инвестирования путем выпуска цифровых прав будет существенно снижен. Оператор инвестиционной платформы должен предоставить возможность размещать в своей информационной системе смарт-контракты по обороту цифровых прав, разработанные сторонними организациями, а также обеспечить интероперабельность своей информационной системы как возможность атомарного размещения цифровых прав в децентрализованной финансовой инфраструктуре (DeFi).

Иностранные цифровые права и иностранные ценные бумаги

Законом о рынке ценных бумаг¹⁰ предусмотрен ряд условий, при соблюдении которых иностранные финансовые инструменты¹¹ допускаются к обращению в Российской Федерации в качестве ценных бумаг. В частности, в случае присвоения им международного кода (номера) идентификации ценных бумаг и международного кода классификации финансовых инструментов. При этом в отличие от иностранных финансовых инструментов, для иностранных цифровых прав каких-либо условий допуска к обращению в Российской Федерации законодательством не предусмотрено.

Более того, иностранный финансовый инструмент, например, долговой инструмент денежного рынка, может быть назван цифровым финансовым активом, выпущенным в информационных системах, организованных в соответствии с иностранным правом, и после чего в таком качестве без каких-

¹⁰ Федеральный закон от 22 апреля 1996 года №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»

¹¹ В соответствии с законодательством финансовым инструментом признаются только ценные бумаги и договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами.

либо условий допущен к обращению в Российской Федерации через операторов обмена цифровыми финансовыми активами.

При этом возможна и обратная ситуация, когда иностранному цифровому праву будет присвоен международный код (номер) идентификации ценных бумаг и международный код классификации финансовых инструментов. В таком случае иностранное цифровое право будет допущено к обращению в Российской Федерации в качестве ценной бумаги по правилам депозитарного учета.

В целях исключения арбитража в части допуска иностранных финансовых инструментов и иностранных цифровых прав к обращению в Российской Федерации необходимо предусмотреть условия, при соблюдении которых и те, и другие допускаются к обращению в Российской Федерации либо в качестве ценных бумаг, либо в качестве цифровых прав.

Децентрализованный оборот цифровых прав

Ключевым отличием цифровых прав является их оборот без обращения к третьим лицам, но при этом только в рамках информационной системы, где цифровые права были выпущены. Последнее, в конечном счете, нивелирует преимущество по отношению к бездокументарным ценным бумагам, это, как если бы оборот акций ограничить только рамками регистратора, с которым у эмитента имеется договор об учете прав на эти акции. Проблема может быть решена за счет организации оборота цифровых прав с использованием децентрализованной финансовой инфраструктуры (DeFi).

Децентрализованная финансовая инфраструктура (DeFi) снижает потребность в финансовых посредниках и предлагает потребителям финансовых услуг

новую альтернативу традиционным финансовым инструментам, но при этом несет в себе и новые риски, как для потребителей финансовых услуг, так и для целостности финансового рынка и стабильности финансовой системы в целом, поскольку операторы таких информационных систем отсутствуют, и, как следствие, регулирование оборота цифровых прав через регулирование деятельности операторов невозможно.

Децентрализованная финансовая инфраструктура (DeFi) общедоступна и позволяет организовать глобальный децентрализованный оборот (DEX) цифровых прав вне информационных систем и юрисдикций, где цифровые права были выпущены, за счет интероперабельности DLT.

В перспективе использование DEX может стереть границы между финансовыми рынками, услугами и инструментами. В условиях текущей экономической и политической ситуации переход на DEX сформирует основу для создания альтернативной внебиржевой инфраструктуры, в частности, децентрализованных бирж, и «деполитизированных» платежных инфраструктур для трансграничных операций.

При переходе на DEX все необходимые регуляторные практики по обороту цифровых прав будут реализованы на уровне смарт-контрактов, включая требование по достоверному определению сторон сделки в DEX. Такой подход по регулированию смарт-контрактов в DEX позволит и организациям, обеспечивающим функционирование DEX (узлам DLT), соответствовать регулированию, принятому в их юрисдикциях, в части хранения, обработки и распространения информации.

С другой стороны, при переходе на регулирование смарт-контрактов может быть обеспечена и инфраструктурная автономность юрисдикций в DEX, когда функционирование оборота цифровых прав посредством смарт-контракта обеспечивают узлы DLT той же юрисдикции, что и юрисдикция смарт-контракта.

В 2021 году Банк России определил¹² направления использования надзорных (Supervisory Technology, SupTech) и регуляторных технологий (Regulatory Technology, RegTech). Одной из наиболее приоритетных проблем, требующих решения с помощью SupTech и RegTech, в документе названо «машиночитаемое» и «машиноисполняемое регулирование». При этом указано, что технологии распределенных реестров являются одними из наиболее часто используемых технологий в SupTech и RegTech проектах регуляторов.

Под технологией распределенных реестров Банк России понимает децентрализованный подход к обмену и хранению информации, при котором каждый участник может обладать полноценной копией реестра; синхронизация копий реестра происходит на основе протокола достижения распределенного консенсуса; каждый участник взаимодействия может иметь доступ к истории транзакций.

¹² https://cbr.ru/Content/Document/File/120709/SupTech_RegTech_2021-2023.pdf

Децентрализованные автономные организации

Децентрализованная финансовая инфраструктура (DeFi) создала основу для создания новой организационной формы совместного ведения дел (Decentralized Autonomous Organization, DAO), управляемой сообществом посредством голосования участников с использованием смарт-контракта в DLT.

По своей природе DAO можно отнести к простому товариществу, а соответствующий смарт-контракт – к договору простого товарищества, при условии, что установлены все его стороны – участники сообщества. При этом в законодательстве урегулированы вопросы использования смарт-контрактов¹³, соблюдения письменной формы сделки и выполнения требования о наличии подписи¹⁴ при совершении сделок в DLT.

Право на участие в голосовании с использованием смарт-контракта удостоверяются соответствующими цифровыми записями в DLT. Решения, касающиеся общих дел участников DAO, принимаются такими участниками в соответствии с правилом достижения консенсуса, определенного смарт-контрактом.

NFT

По своему содержанию NFT (Non-Fungible Token) можно рассматривать как уникальное аудиовизуальное произведение, созданное в DLT, изготовителем которого является лицо, организовавшее создание NFT в DLT.

¹³ Часть вторая статьи 309 ГК РФ

¹⁴ Часть вторая пункта 1 статьи 160 ГК РФ

Таким образом, авторские права на все виды NFT охраняются как авторские права на аудиовизуальные произведения. При этом каждый автор существовавшего ранее произведения, вошедшего составной частью в NFT, сохраняет исключительное право на свое произведение.

Приобретение NFT может быть рассмотрено как вложение средств с целью получения прибыли. Соответственно и выпуск утилитарных цифровых прав требования передачи исключительных прав на NFT или прав использования NFT может быть рассмотрен как один из способов инвестирования с использованием инвестиционных платформ.

По своему содержанию утилитарные цифровые права, как и NFT, могут быть невзаимозаменяемыми, например, собственно утилитарное цифровое право требования передачи исключительных прав на NFT и есть невзаимозаменяемое. Следовательно, невзаимозаменяемость не является исключительно признаком, идентифицирующим NFT, а NFT – это не более чем сложившаяся аббревиатура, которую с точки зрения позиционирования правильнее толковать как нефинансовый токен (Non-Financial Token), выпуск и оборот которого не регулируется.

Цифровая валюта

«Цифровая валюта» – это не более чем сложившееся наименование уникальной цифровой записи, созданной в результате произведенных вычислений в DLT и имеющей экономическую значимость для ее обладателей. Она не является ни денежной единицей (валютой) Российской Федерации, ни денежной единицей иностранного государства, ни международной денежной или расчетной единицей, или другой денежной единицей.

Цифровая валюта может быть рассмотрена как имущество, право собственности на которое возникает в момент его создания в DLT. В отношении цифровой валюты присутствуют все признаки права собственности – индивидуально-определенное имущество, действия обладателя не требуют обращения к третьему лицу, обладатель готов начать использование и распоряжаться в любой момент.

Право собственности на цифровую валюту может быть ограничено только в той мере, в какой это необходимо в целях защиты рубля как законного платежного средства на территории Российской Федерации: обращение цифровой валюты в Российской Федерации должно быть организовано через специализированных организаторов торгов, имеющих соответствующую лицензию.

Обращение цифровой валюты в Российской Федерации должно обеспечить возможность приобретения резидентами Российской Федерации цифровой валюты, созданной в результате майнинга на территории Российской Федерации, для исполнения ими обязательств в рамках внешнеторговых бартерных сделок, предусматривающих обмен импортируемых товаров и услуг на цифровую валюту. При этом ограничений на приобретение цифровой валюты на территории Российской Федерации для ее нерезидентов не должно быть.

Соответственно, должны быть урегулированы деятельность по созданию цифровой валюты в результате майнинга на территории Российской Федерации и отнесение такой деятельности к высокотехнологичному сектору экономики.

Выводы

При всех своих преимуществах цифровые права без глобального децентрализованного оборота не смогут получить широкого распространения и не станут «дополненной реальностью» финансового рынка. Они останутся на уровне гипотезы как альтернатива ценным бумагам.

При этом глобальный децентрализованный оборот цифровых прав ставит перед регулятором (Банком России) задачу перехода от регулирования деятельности операторов информационных систем, в которых осуществляется выпуск цифровых прав, к регулированию смарт-контрактов в DEX.

С другой стороны, DLT как технология, предоставляет собой новый цифровой носитель информации, объединяющий в себе одновременно и электронную форму, и бумажный носитель. Например, цифровая валюта центральных банков (Central bank digital currency, CBDC), реализованная в DLT, по своим свойствам является новой «электронной наличной» формой национальной валюты и используется в дополнение к безналичной и наличной форме, не заменяя их собой.