

## ВЛИЯНИЕ ЦИФРОВИЗАЦИИ НА РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА РОССИИ: ПРАВОВЫЕ АСПЕКТЫ

**Аннотация.** Статья посвящена актуальному вопросу внедрения цифровых финансовых инструментов и применения технологии блокчейн (blockchain) на рынке ценных бумаг, которая, как предполагается, позволит сделать фондовый рынок более прозрачным и снизить риски участников. Рассмотрены основные законодательные тенденции развития цифровизации на финансовом рынке. Обращено внимание на характеристику отдельных сравнительно недавно введенных в оборот новых инструментов финансового рынка, на особенности правового регулирования их обращения и проблемы, возникающие при их использовании на практике (на примере США как первопроходца в этих вопросах). В связи с целым пакетом нормативно-правовых актов, нацеленных на регулирование отношений на финансовом рынке в условиях цифровизации, рассматривается вопрос дальнейших перспектив развития института ценных бумаг, поднимается проблема оправданности разделения ценных бумаг на документарные и бездокументарные как финансовых инструментов с разным правовым режимом.

**Ключевые слова:** ценные бумаги, блокчейн, цифровые технологии, цифровые ценные бумаги, токены, финансовые инструменты, цифровизация, риски.



**Дина Владимировна  
ЛУБЯГИНА,**

доцент кафедры  
предпринимательского и  
корпоративного права  
Университета  
имени О.Е. Кутафина  
(МГЮА),  
кандидат юридических  
наук, доцент  
[lubyagina.di@yandex.ru](mailto:lubyagina.di@yandex.ru)  
125993, Россия, г. Москва,  
ул. Садовая-Кудринская, д. 9

DOI: 10.17803/2311-5998.2020.71.7.083-089

**D. V. LUBYAGINA,**

Associate Professor of the Department of Business and Corporate Law  
of the Kutafin Moscow State Law University (MSAL),  
Cand. Sci. (Law), Associate Professor  
[lubyagina.di@yandex.ru](mailto:lubyagina.di@yandex.ru)  
125993, Russia, Moscow, ul. Sadovaya-Kudrinskaya, 9

### THE IMPACT OF DIGITALIZATION ON THE DEVELOPMENT OF FINANCIAL INSTRUMENTS IN THE RUSSIAN STOCK MARKET: LEGAL ASPECTS

**Abstract.** The article is devoted to the topical issue of the introduction of digital financial instruments and the use of blockchain technology in the securities market, which is supposed to make the stock market more transparent and reduce the risks of participants. The main legislative trends in the development of digitalization in the financial market are considered. Attention

© Д. В. Лубягина, 2020

*is drawn to the characteristics of certain relatively recently introduced new financial market instruments, the features of legal regulation of their circulation and the problems that arise when using them in practice (for example, the United States as a pioneer in these issues). In connection with a whole package of legal acts aimed at regulating relations in the financial market in the conditions of digitalization, the issue of further prospects for the development of the securities Institute is considered, and the problem of justifying the division of securities into documentary and non-documentary as financial instruments with different legal regimes is raised.*

**Keywords:** securities, blockchain, digital technologies, digital securities, tokens, financial instruments, digitalization, risks.

Неотъемлемой чертой мирового финансового рынка в настоящее время является его цифровизация. Глобализация и технологический прорыв в виде внедрения новых передовых технологий в цифровой сфере привели к тому, что на российском фондовом рынке возникли финансовые инструменты, которые не подпадают под действие существующего нормативно-правового регулирования. Возникновение новой технологии блокчейн произвело революцию на глобальном финансовом рынке и повлекло за собой необходимость полного изменения подходов к правовому регулированию. Данная технология блокчейн<sup>1</sup> (blockchain), которая в последнее время стала активно применяться не только на валютном рынке, но и в сфере оборота ценных бумаг, позволила обеспечить участникам фондового рынка большую прозрачность при совершении сделок и предоставила дополнительную защищенность, освободила инвесторов на фондовом рынке от обязательного участия финансовых посредников при совершении сделок, а значит, и дополнительных затрат.

Блокчейн, представляющий собой достаточно устойчивую и способную функционировать при минимальном вмешательстве государства технологию, со временем неизбежно вызовет вопрос и о том, а нужно ли участникам гражданского оборота столь пристальное внимание и вмешательство государства с целью регламентации их правоотношений на финансовом рынке. Как отмечает Р. М. Янковский, по мере развития технологии сокращают необходимость вмешательства государства в отношения участников гражданского оборота с целью установления правового регулирования<sup>2</sup>.

Вместе с тем внедрение данной технологии внесло и сложности в вопросы правового регулирования. Сам процесс ее сложного внедрения (особенно на российском финансовом рынке), связанного с трансформированием базовых основ регулирования, свидетельствует о том, что перспективы дальнейшего применения создаваемых на основе данной технологии совершенно новых финансовых инструментов приведут к полному преобразованию как инфраструктуры фон-

<sup>1</sup> Satoshi Nakamoto. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System // URL: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

<sup>2</sup> Янковский Р. М. Государство и криптовалюты: проблемы регулирования. М., 2017. С. 10. URL: <http://msu.edu.ru/papers/yankovskiy/blockchain.pdf> (дата обращения: 10.05.2020).

дового рынка, так и механизмов взаимодействия его участников. Полностью со временем изменятся подходы к правовой концепции регулирования фондового рынка. Это особенно коснется, на наш взгляд, классических подходов к регулированию самого института ценных бумаг.

Первые шаги в этом направлении были сделаны в США в 2015 г. В конце 2015 г. американская Комиссия по ценным бумагам и биржам одобрила заявление компании Overstock Inc. на выпуск цифровых ценных бумаг (digital securities), что и стало, по сути, свидетельством надвигающейся на финансовый рынок революции и новом витке развития фондового рынка. В том же году Overstock Inc. провела тестовое размещение своих облигаций в форме цифровых ценных бумаг. Однако пока не планировалось немедленного выпуска цифровых ценных бумаг.

Как предполагалось, это должно было обеспечить доступность IPO для небольших компаний, исключить из цепочки совершения сделок с ценными бумагами третьи стороны (провести дезинтермедиации). Основной целью было — сделать обращение ценных бумаг более безопасным и надежным, обеспечить полную прозрачность и позволить автоматически отслеживать, кто именно владеет конкретными акциями в определенный момент времени, используя публичную доступность регистра. По задумке создателей системы, данная технология позволит сделать для финансового рынка то же, что Интернет для покупателей, и со временем заменит торговые площадки, подобные Нью-Йоркской фондовой бирже и Nasdaq.

Кроме перечисленных преимуществ, по задумке создателей технологии blockchain при ее внедрении на рынок ценных бумаг она должна практически полностью исключить применение обманных схем при осуществлении сделок с ценными бумагами (ведь у покупателя появляется возможность узнать всю историю владения конкретными ценными бумагами, что, в свою очередь, значительно снижает его риски).

Эта перспектива неизбежно коснулась и российского рынка ценных бумаг, управление которым без использования мощных компьютерных систем и современных средств телекоммуникации стало практически невозможным. Неслучайно Указом Президента РФ от 09.05.2017 № 203 был утвержден программный документ «О Стратегии развития информационного общества в Российской Федерации на 2017—2030 годы»<sup>3</sup> (далее — Стратегия развития информационного общества), основной целью которого являлось «создание экосистемы цифровой экономики Российской Федерации, в которой данные в цифровой форме будут являться ключевым фактором производства во всех сферах социально-экономической деятельности».

Несмотря на то, что в настоящее время в России отсутствует специальное правовое регулирование правоотношений, связанных с использованием технологии блокчейн, отдельные нормативные правовые акты, формирующие первые подходы к ее широкому внедрению, уже приняты и продолжают разрабатываться, хотя изначально данная технология в России вызвала большое недоверие и осторожность. В 2014 г. Банк России информировал участников финансового рынка о недопущении использования на территории России криптовалюты, соз-

<sup>3</sup> СПС «КонсультантПлюс».



данной на основе технологии блокчейн — Bitcoin, несмотря на широкое внедрение и ажиотажный спрос на нее в мире. Аргументом являлось то, что в соответствии со ст. 27 Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» выпуск на территории Российской Федерации денежных суррогатов запрещается<sup>4</sup>, а данную криптовалюту следует расценивать именно в таком качестве.

Эту позицию Банка России поддержала и Генеральная прокуратура, а Министерство финансов РФ планировало ввести административную и уголовную ответственность за выпуск криптовалют и совершение с ними сделок. В 2017 г. Министерством финансов РФ это мнение еще раз было подтверждено и дополнено угрозой привлечения к административной и уголовной ответственности не только за расчеты криптовалютой, но и за ее майнинг. Однако постепенно пришло понимание, что глобального внедрения данной технологии и применения соответствующих финансовых инструментов России избежать не удастся, и в этом же 2017 г. Банк России смягчил свою позицию относительно оборота криптовалют, отметив вместе с тем, что пока следует считать преждевременным их допуск к обращению и использованию участниками рынка.

В том же 2017 г. утверждается Стратегия развития информационного общества, в которой были поставлены задачи определения правового статуса цифровых технологий на финансовом рынке и основных понятий, таких как «технология распределенных реестров», «цифровой аккредитив», «цифровая закладная», «криптовалюта», «токен», «смарт-контракт», и др.

Помимо этого, Федеральным законом от 18.03.2019 № 34-ФЗ «О внесении изменений в части первую, вторую и статью 1124 части третьей Гражданского кодекса Российской Федерации» было закреплено понятие цифровых прав<sup>5</sup>, под которыми согласно ст. 14.1 ГК РФ признаются названные в таком качестве в законе обязательственные и иные права, содержание и условия осуществления которых определяются в соответствии с правилами информационной системы, отвечающей установленным законом признакам. Обладателем цифрового права при этом признается лицо, которое без посредничества третьего лица имеет возможность им распоряжаться (так называемые токены).

С 01.01.2020 вступил в силу Федеральный закон от 02.08.2019 № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», который помимо традиционных способов привлечения инвестиций предусмотрел такой новый способ, как *утилитарные цифровые права*. Смысл данного новшества, инициированного во многом Банком России, заключался в предоставлении возможности привлечения дополнительных источников финансирования спосо-

<sup>4</sup> Информационное письмо Центрального банка РФ от 27.01.2014 «Об использовании при совершении сделок "виртуальных валют", в частности, Биткойн» // URL: <http://www.cbr.ru/analytics/> (дата обращения: 10.05.2020).

<sup>5</sup> Цифровые права аналогичны понятию «токены». Первоначальное значение слова «токен» — объект материального мира, являющийся видимым и осязаемым доказательством существующего факта. В блокчейн-системах токен и играет роль такого «доказательства» существования определенного права.

бом, альтернативным и более доступным для стартапов, чем банковские кредиты. Новый финансовый инструмент представляет собой создаваемое и имеющее обращение в информационной системе право требования передачи вещи или интеллектуальных прав, права требования выполнения работ или оказания услуг.

Кроме того, было введено понятие «цифровое свидетельство». Это неэмиссионная бездокументарная ценная бумага, удостоверяющая принадлежность ее владельцу утилитарного цифрового права. При помощи данной ценной бумаги будет осуществляться распоряжение утилитарным цифровым правом. В данном инструменте финансового рынка воплощена идея, которая была у разработчиков технологии блокчейн. Под создаваемыми цифровыми ценными бумагами предлагалось понимать «бездокументарные, зарегистрированные ценные бумаги, права собственности на которые и передача которых будут удостоверены путем внесения записи в защищенный регистр<sup>6</sup>, который, в свою очередь, должен быть публично доступен. Достоверность публичных копий защищенного регистра может быть математически подтверждена посредством технологии криптографической защиты распределенных публичных сетей».

Внедряемые на финансовый рынок новые технологии и новые финансовые инструменты вызывают множество теоретических вопросов и проблем практического применения. В частности, в силу недостаточной определенности в понимании механизма работы блокчейн-системы в свое время возникали проблемы идентификации токенов в качестве объектов гражданских прав. Например, из определения Арбитражного суда г. Москвы от 05.03.2018 по делу № А40-124668/17-71-160Ф следует, что криптовалюта вообще не может рассматриваться в качестве объекта гражданского права. Однако позже постановлением Девятого арбитражного апелляционного суда от 15.05.2018 № 09АП-16416/2018 по делу № А40-124668/2017 судом данное решение было отменено на том основании, что ст. 128 Гражданского кодекса Российской Федерации не содержит закрытого перечня объектов гражданского права и должна трактоваться расширительно.

Несмотря на то, что токены получили закрепление в российском законодательстве в виде цифровых прав, их правовая природа вызывает массу дискуссий, в том числе в зарубежных правовых системах. К примеру, в отдельных зарубежных странах токены квалифицируются как ценная бумага.

Однако признание токена ценной бумагой приводит к тому, что, помимо некоторых преимуществ в виде налоговых послаблений, это влечет и ряд ограничений: усложнение процедуры сделок, процесса проведения ICO, риск дополнительных судебных разбирательств со стороны как владельцев, так и иных субъектов рынка ценных бумаг (регуляторов, финансовых посредников), дополнительные ограничения со стороны регулятора и т.д.

Недавно в США было инициировано несколько крупных судебных процессов по искам против криптовалютных проектов за нарушение в последних законодательства о ценных бумагах. Это было связано с признанием отдельных видов токенов<sup>7</sup> ценными бумагами и ужесточающейся политикой SEC (Комиссии по ценным бумагам и биржам США) в отношении нелегальной продажи ценных бу-

<sup>6</sup> Защищенный регистр — англ. *proprietary ledger*.

<sup>7</sup> Геркалюк И. И. Какие бывают виды токенов? // URL: <https://cryptos.tv/chto-takoe-token/>.



маг. Дело в том, что в США именно регулятором в каждом конкретном случае по определенным критериям определяется, подпадают ли те или иные активы, в том числе и токены, под критерии ценной бумаги. США всегда подходили очень строго к регулированию фондового рынка. Однако при этом Закон «О ценных бумагах» 1933 г. и Закон «О биржах ценных бумаг» 1934 г. не дают четкого определения понятия «ценная бумага», а предоставляют решение этого вопроса в каждом конкретном случае на основе теста, исходя из содержания, а не формы ценной бумаги. При этом принимается во внимание то, является ли выдача документа, расцениваемого как ценная бумага, актом совершения инвестирования с целью совместного с другими инвесторами извлечения прибыли. Ввиду установленного приоритета содержания над формой в приоритете — цель инвестиции, а не ее форма. Даже если инвестиция не называется «ценной бумагой», она может рассматриваться законом как ценная бумага, а значит, к ней будут предъявляться соответствующие регистрационные требования и требования раскрытия информации.

В этой связи и при запуске ICO для предпринимателей возникает риск подпадания такого проекта под действие законодательства о ценных бумагах. Насколько оправданно отнесение токенов к разряду ценных бумаг по законодательству России — вопрос для отдельной статьи. Но на сегодняшний день преобладающей в теории является точка зрения о том, что токены не могут быть квалифицированы в качестве ценных бумаг ввиду их функционального содержания, не отвечающего содержанию последних. В частности, выполняя функции расчетной единицы или средства платежа, токен не предоставляет прав, обычно характерных для ценных бумаг: право на участие в управлении и получение части прибыли, право требования определенной денежной суммы и т.д.

Тем не менее не все так однозначно. Как отмечалось ранее, в законодательстве ряда иностранных государств токен рассматривается именно в качестве ценной бумаги (securities). Соответственно, проекты, связанные с технологией блокчейн и его финансированием за счет криптовалюты на территории Российской Федерации, целенаправленно выносятся в сферу регулирования иностранного законодательства<sup>8</sup>.

Все эти новшества ставят еще один важный вопрос — о целесообразности и оправданности установления разного правового режима для документарных ценных бумаг и бездокументарных ценных бумаг, при этом подразумевается, что это два совершенно независимых и разных по правовой природе финансовых инструмента, как иногда утверждается в доктрине.

Введенный в свое время новый правовой режим для бездокументарной ценной бумаги был продиктован тем, что классические характеристики документарной ценной бумаги противоречили самой сути дематериализованной ценной бумаги. Однако, на наш взгляд, никакого существенного содержательного различия между документарной и бездокументарной ценной бумагой не существует, если исходить из того, что определяющим в ней является содержание, а не форма закрепления. Разница лишь в техническом осуществлении закрепленных в ценной

<sup>8</sup> Сайт Российской ассоциации криптовалют и блокчейна (РАКИБ). URL: <http://racib.com/> (дата обращения: 10.05. 2020).



бумаге прав, а документарность и бездокументарность формы ценной бумаги, скорее, следует рассматривать как разные стадии развития ценной бумаги, как качественный переход закрепления прав от бумажной формы к безбумажной.

На наш взгляд, единственным аргументом против данного тезиса является наличие у документарной ценной бумаги двойственной природы, заключающейся в необходимости предъявления (презентации) документа — ценной бумаги (вещи) для осуществления выраженного в документе — ценной бумаге права. Трудно с этим спорить. Однако в настоящее время в связи с достижениями научно-технического прогресса и дальнейшими вышеизложенными перспективами необходимость в таком предъявлении снижается. В современных условиях развития фондового рынка все более нецелесообразным становится использование бумажных документов.

И это, на наш взгляд, вполне закономерно и оправданно: ведь ценность представляет не сам документ в силу присущих ему естественных свойств материального носителя, а содержащееся в этом документе право на определенную ценность. Изначально цель создания ценной бумаги заключалась в том, чтобы как можно более мобильно и, по возможности, надежно передавать закрепляемые ею права, служить средством передачи удостоверенных прав. И ценность представляет не документ в силу естественных свойств, а содержащееся в ценной бумаге право на определенную ценность.

## **БИБЛИОГРАФИЯ**

1. *Геркалюк И. И.* Какие бывают виды токенов? // URL: <https://cryptos.tv/chto-takoe-token/>.
2. *Янковский Р. М.* Государство и криптовалюты: проблемы регулирования. — М., 2017. — 207 с.
3. *Satoshi Nakamoto.* Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System // URL: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.