

Правовое регулирование банковского и страхового дела, денежного обращения, рынка ценных бумаг и валютных отношений

Правовое регулирование хеджирования рисков на финансовых рынках с использованием цифровых активов

Аннотация. Настоящая статья посвящена рассмотрению вопросов, связанных с возможностью хеджировать риски с использованием цифровых валют и цифровых финансовых активов. Авторами анализируется сущность хеджирования как одного из ключевых факторов осуществления коммерческой деятельности, его действующее правовое регулирование, определяются финансовые риски, которые могут быть захеджированы, а также перспективы использования цифровых активов как инструмента управления рисками. Авторами также приводятся конкретные примеры совершения сделок хеджирования с использованием цифровых активов.

Авторы полагают, что выстраивание системы правового регулирования в отношении хеджирования с цифровыми активами должно быть нацелено в первую очередь на разграничение хеджирующих сделок и спекулятивных высокорискованных операций с финансовыми инструментами, возникающими на рынке.

Ключевые слова: цифровые финансовые активы, цифровая валюта, цифровые активы, хеджирование, финансовый рынок, валютные риски, финансы.

DOI: 10.17803/2311-5998.2024.119.7.163-171



Дарья Михайловна МОШКОВА,

заведующий кафедрой
налогового права,
профессор кафедры
финансового права
Университета имени
О.Е. Кутафина (МГЮА),
доктор юридических наук,
доцент

d.m.moshkova@mail.ru
125993, Россия, г. Москва,
ул. Садовая-Кудринская, д. 9



Максим Вадимович. ВОЖАГОВ,

аспирант кафедры
финансового права
Университета имени
О.Е. Кутафина (МГЮА)
mvozhagov@bk.ru

125993, Россия, г. Москва,
ул. Садовая-Кудринская, д. 9

© Мошкова Д. М.,
Вожагов М. В., 2024

Daria M. MOSHKOVA,

*Head of the Department of Tax Law, Professor of the Department of Financial Law
of the Kutafin Moscow State Law University (MSAL),
Dr. Sci. (Law), Associate Professor
d.m.moshkova@mail.ru
9, ul. Sadovaya-Kudrinskaya, Moscow, Russia, 125993*

Maxim V. VOZHAGOV,

*Postgraduate student of the Department of Financial Law
of the Kutafin Moscow State Law University (MSAL)
mvozhagov@bk.ru
9, ul. Sadovaya-Kudrinskaya, Moscow, Russia, 125993*

Legal regulation of risk hedging in financial markets using digital assets

Abstract. *This article is devoted to the consideration of issues related to the possibility of hedging risks using digital currencies and digital financial assets. The authors analyze the essence of hedging as one of the key factors of commercial activity, analyze its current legal regulation, identify financial risks that can be hedged, as well as the prospects for using digital assets as a risk management tool. The authors also determine some real cases of hedging transactions using digital assets.*

The authors believe that building a system of legal regulation in relation to hedging with digital assets should be aimed, first of all, at distinguishing hedging transactions and speculative high-risk transactions with financial instruments arising on the market.

Keywords: *digital financial assets, digital currency, digital assets, hedging, financial market, currency risks, finance.*

Финансовые риски как фактор влияния на развитие экономики

При современном состоянии мировой экономики глобальные финансовые рынки подвергаются все более значимой волатильности, а международный рынок капитала острее реагирует на постоянно возникающие кризисные явления, находящие прямое отражение в хозяйственной деятельности коммерческих организаций, которые сталкиваются с новыми рисками и вызовами. Эти процессы негативно влияют на уровень прибыли бизнеса, объем налоговых поступлений в бюджеты всех уровней, доходы граждан и их социальную защищенность. В указанных условиях компании вынуждены постоянно находиться в поиске новых инструментов для управления рисками, а ключевой задачей законодателя становится создание грамотной нормативно-правовой базы для осуществления эффективной и сбалансированной коммерческой деятельности.

Риск-менеджмент стал ключевым аспектом управления компаниями в современном бизнесе. Развитие методологии устранения рисков началось во второй половине XX в. и продолжается до сегодняшнего дня. Выявление уязвимостей — слабых мест в бизнес-процессах компаний позволяет предотвращать негативные последствия и финансовые потери.

В теории экономической науки выделяются различные классификации рисков: (i) по объекту воздействия; (ii) по источнику воздействия; (iii) по механизму возникновения¹.

Вместе с тем посредством финансовых операций могут быть нивелированы в первую очередь экономические риски, среди которых следует выделить:

- а) валютный риск — риск потерь организации ввиду волатильности обменного курса валют;
- б) регуляторно-экономический риск — коммерческий риск, связанный с серьезным изменением условий ведения деятельности в заграничной юрисдикции, в том числе ввиду изменения государственной и (или) налоговой политики в целевой сфере;
- в) ценовой риск — риск резкого изменения стоимости на приобретаемые компанией комплектующие изделия, оборудования, услуги.

Указанные риск-факторы не существуют обособлено друг от друга, а проявляются кумулятивно и требуют от организаций своевременного и оперативного реагирования на соответствующие вызовы. В теории экономической науки выделяются следующие виды подходов к риск-менеджменту:

- 1) принятие риска (готовность коммерческой компании к негативным последствиям определенных бизнес-процессов);
- 2) избегание риска (полный отказ коммерческой компании от риск-факторов);
- 3) диверсификация риска (совершение коммерческой компанией определенной цепочки действий, нацеленных на распределение риска между различными финансовыми инструментами).

Однако одним из наиболее эффективных способов риск-менеджмента выступает хеджирование.

Хеджирование (от англ. *hedge* — ограда, изгородь) представляет собой прикладной алгоритм активного метода управления финансовым риском, сущность которого заключается в страховании от риска резкого изменения рыночных цен и его передаче посредством возмездного привлечения третьей стороны как нового носителя риск-фактора².

Говоря об истории хеджирования, хотелось бы отметить, что еще в 1848 г. обращавшиеся на СВТ (Chicago Board of Trade) фьючерсные контракты на зерно в большой степени использовались участниками торговли с целью нивелирования рыночных рисков³. Более того, в некоторых источниках отмечается,

¹ Вишняков Я. Д., Радаев Н. Н. Общая теория рисков : учебное пособие. М. : Академия, 2007. С. 42—44.

² Морозко Н. И. Хеджирование финансовых рисков : учебное пособие. М. : ВГНА МНС России, 2003. С. 23.

³ URL: <https://www.idealsvdr.com/blog/hedge-fund-history/#:~:text=The%20history%20of%20hedge%20funds,decide%20whose%20claim%20is%20stronger> (дата обращения: 10.05.2024).



что первые хеджирующие сделки совершались еще в древней Японии в целях снижения негативных последствий непрогнозируемого роста цен на продовольствие на фоне засух или иных погодных явлений⁴. Японские фермеры независимо от урожая осуществляли сделку по ранее оговоренной цене, такие контракты, по нашему мнению, следует рассматривать как прообраз фьючерсов и первого хеджирования.

В XX в., после возникновения «плавающего» курса, в мировой экономике произошел коренной перелом⁵, что, с одной стороны, привело к стремительному развитию финансовых рынков, а с другой — обусловило возникновение дополнительных рисков для множества предприятий. Сложившиеся обстоятельства и привели к возникновению хеджирования как инструмента риск-менеджмента в том виде, в котором мы знаем его сегодня.

Говоря о хеджировании, следует отметить, что оно обладает следующими ключевыми особенностями:

- а) хеджирование представляет собой активный способ управления риском, требующий постоянной вовлеченности хеджера в процесс риск-менеджмента;
- б) хеджирование постоянно совершенствуется как гибкий способ риск-менеджмента, что влечет периодическое возникновение новых инструментов нивелирования финансовых рисков.

Правовые рамки для совершения операций хеджирования очерчены в большинстве стран мира. Интересно отметить, что во многих государствах использование хеджирующих финансовых инструментов в спекулятивных целях ограничено. Так, в 2009 г. Национальная фьючерсная ассоциация США (NFA) выпустила новую политику под названием «Правило соответствия 2-43b»⁶, которая исключила хеджирование в торговле на Форексе. При этом сама по себе хеджирующая деятельность строго регламентируется законодательством. Так, в Европейском союзе разработан специализированный нормативный акт: Alternative Investment Fund Managers Directive 2011 (2011/61/EU), а особенности бухгалтерского учета сделок хеджирования утверждаются Международными стандартами финансовой отчетности IFRS (МСФО)⁷.

Комплексный анализ поименованных выше правовых актов позволяет сформулировать нормативное определение хеджирования как предусмотренной законодательством возможности участника коммерческой деятельности инвестировать в производные или непроизводные финансовые инструменты в целях возмещения потенциальных убытков (или прибыли), которые могут быть понесены в результате определенного риска.

В России наиболее комплексное определение хеджирования представлено в налоговом законодательстве, определяющем, что под ним следует понимать операции с производными финансовыми инструментами, совершаемые в целях

⁴ URL: <https://utmagazine.ru/posts/4237-hedzhirovanie-riskov.html> (дата обращения: 10.05.2024).

⁵ URL: <https://www.investopedia.com/terms/f/floatingexchangerate.asp> (дата обращения: 10.05.2024).

⁶ NFA Compliance Rule 2-43b Definition.

⁷ URL: <https://www.ifrs.org/home/> (дата обращения: 10.05.2024).

уменьшения или компенсации неблагоприятных для налогоплательщика последствий, обусловленных возникновением убытка, недополучением прибыли, уменьшением выручки, уменьшением рыночной стоимости имущества или иными неблагоприятными последствиями (ч. 5 ст. 301 НК РФ).

Интересно отметить, что и в зарубежных нормативных актах, и в российском законодательстве при отнесении операций к хеджирующим основной акцент делается на целеполагании хеджера, т.е. операции должны быть нацелены не на спекулятивный заработок, а на минимизацию рисков. Таким образом, можно сделать вывод о существовании обширного спектра финансовых инструментов, которые могут быть использованы участниками рынка при наличии соответствующего целеполагания.

Хеджирование с использованием цифровых финансовых активов

В последние годы, на фоне усиленной цифровой трансформации, мы можем наблюдать формирование качественно новых субъектов и объектов предпринимательских отношений, развитие инновационных способов инвестирования, появление новых активов и рынков, внедрение и усвоение цифровых технологий, а также появление новых механизмов поведения на финансовых рынках. Иными словами, в обществе наблюдается комплексная цифровизация, которая и становится основным драйвером современного экономического роста. В эпоху цифровой трансформации экономика приобретает новые инструменты, которые требуют реализации комплексного подхода к разработке соответствующих правовых конструкций.

Уже более 10 лет в экономическом обороте участвуют новые виды финансовых активов — цифровые активы. На текущий момент в российском правовом поле представляется возможным квалифицировать в качестве цифровых активов:

- 1) цифровые финансовые активы (ЦФА);
- 2) цифровые валюты.

Также в качестве цифровых активов могут быть рассмотрены токены и криптовалюты, правовой статус которых не определен действующим российским законодательством.

Цифровые активы — новые сущности, они не являются законным средством платежа, однако операции с ними, за исключением принятия в качестве встречного представления, не находятся под императивным запретом. В основе правового регулирования цифровых финансовых активов и цифровой валюты лежит Федеральный закон «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31.07.2020 № 259-ФЗ (далее — Закон о ЦФА)⁸.

Квалифицирующим признаком цифровых финансовых активов является то, что выпуск, учет и обращение цифровых прав возможны только путем внесения о них записи в цифровую систему, функционирующую на основании распределенного реестра или иную информационную систему. В качестве ЦФА не могут

⁸ СЗ РФ. 2020. № 31 (ч. I). Ст. 5018.



рассматриваться бездокументарные ценные бумаги, электронные средства платежа и иные активы, существующие в информационно-телекоммуникационной сети Интернет, так как в их основе не лежат технологии распределенного реестра.

ЦФА подлежит строгому разграничению с другой категорией, закрепленной в Законе о ЦФА — цифровой валютой. Цифровая валюта не является обязательственными и иными правами, не является новой формой денежных средств⁹, не является валютой и деньгами, однако из-за признания средством платежа при определенных обстоятельствах может выполнять экономические функции платежного средства¹⁰. В этой связи Е. А. Суханов верно отмечает, что приведенное в законе понятие с точки зрения гражданского права является «условным».¹¹

С точки зрения инвестиционной деятельности наибольшую привлекательность представляют собой именно цифровые финансовые активы, позволяющие эмитенту не только привлечь необходимое дополнительное финансирование, но и реализовывать более сложные сделки, в которых цифровые финансовые активы выступают инструментом краткосрочного торгового финансирования.

Цифровые активы стремительно набирают популярность. По данным Банка России, по итогам 2023 г. в стране было зарегистрировано 78 операторов инвестиционных платформ, с помощью которых компании в прошлом году привлекли более 27 млрд руб. посредством эмиссии цифровых активов¹².

Повышение удельного веса цифровых активов в структуре российского финансового рынка неизбежно привело к возникновению дискуссии о возможности их использования в совершении операций хеджирования. Полагаем, что возможность квалификации операций с цифровыми активами в качестве хеджирующих обладает существенным практическим значением и во многом определит дальнейшую конъюктуру цифрового сегмента финансового рынка, влияя на налоговые последствия совершения таких операций, а также особенности их бухгалтерского учета.

Традиционно считается, что хеджирование непосредственно связано с операциями с производными финансовыми инструментами. В определении термина «хеджирование», представленном в НК РФ, уточняется, что в качестве операции хеджирования следует рассматривать операции (совокупность операций) с производными финансовыми инструментами. Текущее правовое регулирование не позволяет отождествлять цифровые и цифровые финансовые активы с производными финансовыми инструментами. Вместе с тем следует отметить, что, как было отмечено ранее, отнесение операций к хеджирующим связано в первую очередь с целеполаганием таких операций. Так, если налогоплательщик выпускает или приобретает цифровые активы в целях уменьшения (компенсации) неблагоприятных для налогоплательщика последствий, обусловленных возникновением

⁹ Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 07.07.2015 № 32. П. 1 ; письмо Банка России от 21.11.2019 № 59-3-4-ОЭ/31358 // СПС «КонсультантПлюс».

¹⁰ *Ситник А. А.* Цифровые валюты: проблемы правового регулирования // Актуальные проблемы российского права. 2020. Т. 15. № 11. С. 103—113.

¹¹ *Суханов Е. А.* О гражданско-правовой природе «цифрового имущества» // Вестник гражданского права. 2021. № 6. С. 7—29.

¹² URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=18522> (дата обращения: 10.05.2024).

убытка, недополучением прибыли, уменьшением выручки, уменьшением рыночной стоимости имущества, увеличением обязательств налогоплательщика вследствие изменения цены, процентной ставки, валютного курса, такие операции, при условии подтверждения обоснованности отнесения их к операциям хеджирования в порядке, предусмотренном ст. 301 и 326 НК РФ (ч. 4 ст. 282.2 НК РФ), могут быть признаны хеджирующими.

На текущий момент в цифровом сегменте финансового рынка появляются первые хеджирующие цифровые активы. В качестве примера может быть рассмотрен индексный ЦФА, выпущенный на платформе «Атомайз» на основании решения о выпуске цифровых финансовых активов № Росбанк_МOEX_001-2023 от 20.12.2023 (далее — Решение)¹³, обладающий следующими базовыми характеристиками:

- 1) базовый актив: индекс Мосбиржи;
- 2) хеджируемые риски: ценовые;
- 3) параметры выпуска:
 - объем выпуска — более 100 млн рублей;
 - число ЦФА — 5 000 ЦФА;
 - стоимость 1 ЦФА — 100 000 руб.;
 - срок обращения — 1 год, досрочное погашение не предусмотрено;
 - доходность — формируется за счет возможного роста индекса Мосбиржи за 2024 г, в диапазоне от 0,000001 до 25 %.

На хеджирующий характер эмиссии ЦФА особый акцент делается в Решении. Так, эмитент ЦФА (ПАО «Росбанк») выступает «контрагентом по сделке хеджирования», в Решении описываются механизмы хеджирования, а также ограничения ответственности для эмитента. Примечательно, что одним из значимых риск-факторов, упоминаемых в Решении, является невозможность исполнения обязанностей эмитента ввиду принятия нового или изменения существующего законодательства, а также издания правовой позиции, способной воспрепятствовать исполнению обязательств эмитента по ЦФА.

Вместе с тем, рассуждая о хеджировании на рынке цифровых активов, невозможно не отметить опасный тренд — спекуляции с использованием финансовых инструментов, создаваемых на базе цифровых активов, особенно цифровых активов, правовой статус которых в России полноценно не определен (криптовалюты и иных видов токенов). Такие финансовые инструменты, например, криптовалютные деривативы или опционы, представляют собой сложный и высокорискованный инструмент инвестирования, который может привести к ощутимым убыткам для инвесторов и существенному ущербу для рынка. Указанные инструменты предоставляют инвесторам (трейдерам) возможность покупать или продавать цифровые активы по заранее определенной цене в течение определенного периода, позволяя инвестору спекулировать на цене базового актива.

Подобная «спекулятивная» торговля финансовыми инструментами на базе цифровых активов имеет ряд правовых рисков. Действующее законодательство в России и зарубежных странах не определяет правовой статус криптовалютных

¹³ URL: https://api.rosbank.ru/doc/reshenie-o-vypuske-cfa-rosbank_moex_001-2023-ot-20-12-2023.pdf (дата обращения: 10.05.2024).



опционов или деривативов, таким образом, участники рынка не защищены от следующих финансовых рисков:

- 1) рынок цифровых активов в целом отличается особой волатильностью и непредсказуемостью, дополнительная финансовая надстройка в виде опциона или дериватива усиливает указанные характеристики;
- 2) рынок цифровых активов, в отличие от рынка ценных бумаг, является молодым и имеет недостаток ликвидности, таким образом, для инвестора всегда риск неисполнения контрагентом опционного контракта выше, чем на традиционном рынке ценных бумаг.

Следует отметить, что указанные риски затрагивают не только стороны сделки по соответствующему опционному контракту, но и рынок в целом, так как массовое неисполнение опционов влечет риск возникновения кризисных ситуаций во всем цифровом сегменте финансового рынка.

Существующие недостатки в правовом регулировании могут привести к неэффективности использования соответствующих финансовых инструментов со стороны участников рынка и повлечь неблагоприятные последствия для инвесторов. Недавний пример с второй крупнейшей в мире криптовалютной биржей FTX¹⁴ показал, что неправильные управленческие решения на фоне кризиса ликвидности, возникающего из-за отсутствия строго регламентированных правил торговли цифровыми активами, могут привести к катастрофическим последствиям. Безусловной задачей регуляторов должно стать выстраивание целостной системы правового регулирования, позволяющей участникам рынка строго разграничивать (i) цифровые активы, хеджирующие финансовые риски; (ii) спекулятивные финансовые инструменты, базовым активом которых выступают цифровые активы.

В заключение хотелось бы отметить, что цифровые активы — перспективный инструмент хеджирования рисков, позволяющий коммерческим организациям эффективно управлять валютными, регуляторно-экономическими и ценовыми рисками. Безусловно, использование инвестиционных платформ в будущем станет важной частью выстраивания системы риск-менеджмента.

Действующая система правового регулирования не исключает возможность участников финансовых рынков хеджировать риски посредством совершения сделок с цифровыми активами. Вместе с тем представляется важным отметить значимость выстраивания эффективных правил совершения сделок на торговых площадках, определяющих, что в качестве инструмента хеджирования следует рассматривать лишь цифровые активы, в основу которых заложен стабильный базовый актив.

Совершение же инвесторами сделок с финансовыми инструментами, направленных на спекулятивный заработок, не является хеджированием по смыслу законодательства, что создает дополнительные риски для рынка и, безусловно, подлежит дополнительному ограничению со стороны регуляторов.

¹⁴ URL: <https://www.rbc.ru/crypto/news/6433a7fa9a794714bc3cfd11> (дата обращения: 10.05.2024).

БИБЛИОГРАФИЯ

1. Вишняков Я. Д., Радаев Н. Н. Общая теория рисков : учебное пособие. — М. : Академия, 2007.
2. Суханов Е. А. О гражданско-правовой природе «цифрового имущества» // Вестник гражданского права. — 2021. — № 6. — С. 7—29.
3. Морозко Н. И. Хеджирование финансовых рисков : учебное пособие. — М. : ВГНА МНС России, 2003.
4. Ситник А. А. Цифровые валюты: проблемы правового регулирования // Актуальные проблемы российского права. — 2020. — Т. 15. — № 11. — С. 103—113.

