

НАУФОР

**Позиция НАУФОР по вопросам
доклада Банка России
«Стейблкоины: опыт использования
и регулирования»**

7 августа 2024 года

1. Видите ли вы потенциал использования стейблкоинов как финансового инструмента? Способны ли стейблкоины, исходя из своих характеристик, конкурировать с иными существующими цифровыми активами и традиционными финансовыми инструментами?

НАУФОР видит потенциал использования стейблкоинов как финансового инструмента. Мы считаем, что стейблкоины как цифровые права являются видом цифровых финансовых активов (далее – ЦФА)¹, при этом обязательствами, аналогичными обязательствам, являющимися традиционными финансовыми инструментами, а среди них – аналогичные структурным облигациям².

Поскольку стейблкоины могут быть привязаны к стоимости одного актива или корзины активов, экономическая ценность таких стейблкоинов аналогична инвестициям в активы, к которым они привязаны, а значит они могут быть использованы для получения инвестиционного дохода от роста стоимости соответствующих активов. Стейблкоины, привязанные к стоимости одной или нескольких валют, могут быть использованы для хеджирования валютных рисков компаниями, ведущими внешнеэкономическую деятельность, для диверсификации рисков финансовыми институтами, для получения дохода от операций на денежном рынке.

2. Какие риски из перечисленных в докладе вы считаете наиболее актуальными для розничного инвестора? Может ли широкое распространение стейблкоинов, на ваш взгляд, стать источником системных рисков для финансового рынка?

Доклад правильно описывает риски розничных и иных инвесторов, связанные с инвестициями в стейблкоины. В настоящее время, эти риски связаны с отсутствием на рынке ЦФА механизмов защиты инвесторов, принятых на рынке традиционных финансовых инструментов. Это является приемлемым и не создает системных рисков пока рынок ЦФА, в том числе стейблкоинов, не имеет большого объема и число розничных инвесторов, совершающих на нем операции, невелико. Более того, это полезно для того, чтобы выяснить спрос на финансовые инструменты, не доступные на рынке традиционных финансовых инструментов, оценить работоспособность и преимущества технологий распределенного реестра при осуществлении учета прав и операций с ЦФА, актуальность и эффективность механизмов защиты интересов инвесторов, которые используются на рынке ЦФА и на рынке традиционных финансовых инструментов.

¹ Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – Закон о ЦФА) (ч. 2 статьи 1) дает широкое определение понятия ЦФА: «цифровыми финансовыми активами признаются цифровые права, включающие денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске цифровых финансовых активов в порядке, установленном настоящим Федеральным законом, выпуск, учет и обращение которых возможны только путем внесения (изменения) записей в информационную систему на основе распределенного реестра, а также в иные информационные системы».

² В соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон о рынке ценных бумаг) (статья 27.1-1) структурные облигации предусматривают право их владельцев на получение выплат по ним в зависимости от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств: изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции, значений, рассчитываемых на основании цен производных финансовых инструментов, значений показателей, составляющих официальную статистическую информацию, значений физических, биологических и (или) химических показателей состояния окружающей среды, от наступления обстоятельства, свидетельствующего о неисполнении или ненадлежащем исполнении одним или несколькими юридическими лицами, государствами или муниципальными образованияами своих обязанностей, а также от изменения значений, рассчитываемых на основании одного или совокупности нескольких указанных в настоящем пункте показателей. Выплаты по структурным облигациям могут осуществляться денежными средствами и (или) иным имуществом (п.8 статьи 27.1-1) Таким образом, стейблкоины соответствует признакам структурной облигации как денежное обязательство, размер которого определяется курсом валюты, нескольких валют, других активов и (или) может предусматривать обязательство такую валюту или актив передать.

К наиболее важным рискам инвестирования в ЦФА для инвестора следует отнести риск дефолта эмитента, который в настоящее время трудно прогнозируется из-за отсутствия требований по раскрытию информации, риск нарушений при продаже ЦФА – отсутствие должного понимания инвесторами, особенно неквалифицированными, существа и условий обязательств по ЦФА, рисков, с ними связанными, а также низкая ликвидность существующих ЦФА.

Дополнительно к упомянутым в Докладе стоит отметить риски, связанные с организациями, оказывающими сервисы на рынке ЦФА³.

3. Какие способы контроля указанных в докладе рисков представляются вам наиболее актуальными? Есть ли отличия для разных видов стейблкоинов или в целом эти способы контроля схожи? Какие подходы и элементы регулирования стейблкоинов, реализованные и проектируемые в зарубежных странах, представляются вам наиболее важными?

Способы контроля указанных в Докладе рисков зависят от регулятивных подходов в отношении стейблкоинов в частности и ЦФА в целом. По нашему мнению, при регулировании ЦФА следует руководствоваться общими подходами к регулированию рынка традиционных финансовых инструментов, исходя из упомянутого в Докладе подхода «схожая деятельность – схожие риски – схожее регулирование», соответственно и принятыми на рынке традиционных финансовых инструментов способами контроля рисков. Аналогичный подход, в частности, провозглашен Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets (MiCAR)⁴. Аналогичный подход используется и в иных странах, о чем правильно указывается в Докладе.

Выше уже говорилось, что по своей экономической сущности стейблкоины аналогичны структурным облигациям. Отдельные особенности стейблкоинов и иных ЦФА по сравнению с традиционными финансовыми инструментами, на которые указывается в Докладе (например, эмиссия облигаций сериями в заранее определенном количестве, период эмиссии, возможности выплаты процентов и др.), а также особенности учета ЦФА, не меняют существо таких обязательств, и не являются основанием для иного подхода к их регулированию.

Мы считаем, что законодательство о рынке ценных бумаг и Закон о ЦФА в значительной части регулируют одинаковые отношения, разделив предмет своего регулирования в зависимости от того,

³ В настоящее время Закон о ЦФА содержит статус оператора информационной системы и статус оператора обмена ЦФА, которые, по существу, аналогичны организациям, учитывающим права на ценные бумаги, – регистратором и депозитариям, при этом осуществляют функции некоторых других финансовых институтов, однако регулируются по сравнению с этими организациями, фрагментарно.

⁴ В соответствии с MiCAR (статья 2 п. 4) оно не распространяется на цифровые активы, соответствующие признакам финансовых инструментов и иных финансовых продуктов, в том числе пенсионных и страховых, которые таким образом подчинены регулированию таких финансовых инструментов и продуктов (подп. 9 преамбулы). При этом, ESMA поручено до конца 2024 года опубликовать руководство, содержащее конкретные критерии и условия отнесения цифровых активов к финансовым инструментам. MiCAR, таким образом, регулирует цифровые активы, не урегулированные иным законодательством. Регулируя рынок цифровых активов MiCAR вводит статус crypto-asset services provider (CASP), который по видам услуг, включаемых в этот статус, схож с видами деятельности участников рынка традиционных финансовых инструментов и организаторов торговли. CASP должны лицензироваться, при этом финансовые институты (в том числе кредитные институты, инвестиционные фирмы, управляющие компании UCITS, операторы рынка и др.) могут ограничиться уведомлением регулирующих органов для осуществления деятельности с цифровыми активами, аналогичной их деятельности на финансовом рынке (статья 3 п. 1(15), статья 59 п. 1, статья 60). CASP подчиняются требованиям к взаимодействию с клиентами, в том числе требованиям действовать честно, справедливо и профессионально, предупреждать клиентов о рисках (статья 66), требованиям по хранению и исключению использования активов клиентов в собственных интересах (статья 70), пруденциальным требованиям (статья 67), требованиям по управлению конфликтом интересов (статья 72), а также специальным требованиям к каждой из услуг CASP (Раздел 3) и т.д. Для выпуска цифровых активов предусматривается аналог проспекта, направляемый в регулирующие органы и раскрываемый лицом, предлагающим цифровые активы (crypto-asset white paper – статья 4 и 5, приложения к MiCAR).

как осуществляется учет прав по соответствующим обязательствам⁵, создавая регуляторный арбитраж на основании признака, не имеющего отношения к экономическому характеру отношений и рискам, с ними связанными, нарушая принцип технологической нейтральности. Вследствие этого ЦФА, являясь финансовыми инструментами, пользующимися регуляторным арбитражем, могут конкурировать с иными финансовыми инструментами, особенно в том случае, когда возможность определения их условий шире, а правила их выпуска и предложения инвесторам проще, чем для традиционных финансовых инструментов.

С учетом этого, предлагаем следующие соображения, важные для последующего регулирования ЦФА и, в частности, стейблкоинов:

1) При регулировании цифровых активов следует различать цифровые активы, аналогичные эмиссионным ценным бумагам⁶, а также другим финансовым инструментам, и иные цифровые активы, не имеющие предусмотренных законодательством о рынке ценных бумаг признаков финансовых инструментов, которые часто представляют собой цифровую форму иных услуг, сопровождаемых учетом обязательств и контрагентов в распределенном реестре. Первые должны быть признаны финансовыми инструментами или регулироваться по аналогии с ними, остальные должны регулироваться общими правилами гражданского законодательства, правилами оказания соответствующих услуг и правилами Закона о ЦФА.

Предложенный подход означает распространение на ЦФА регулирования и контроля за предложением ЦФА инвесторам (в том числе, правил раскрытия информации, уведомления инвесторов о рисках, паспортов сложных финансовых инструментов, тестирования и др.), за операционной и финансовой стабильностью организаций, оказывающих услуги на рынке ЦФА, за манипулированием и использованием инсайдерской информации и других регулятивных приемов, действующих на рынке традиционных финансовых инструментов;

2) Одновременно с распространением на ЦФА регулирования, действующего на рынке ценных бумаг, следует пересмотреть регулирование самих традиционных финансовых инструментов⁷. В том числе, по мнению НАУФОР, должны быть упрощены процедуры выпуска облигаций (например, должна быть отменена или делегирована регистраторам регистрация облигаций, выпуск которых не сопровождается регистрацией проспекта, делегирована бирже регистрация структурных облигаций, увеличены объемы выпуска облигаций, не требующих регистрации проспекта, допущены более широкие возможности по структурированию традиционных финансовых инструментов и т.п.);

3) Специальным риском стейблкоинов, требующим регулирования и контроля, являются механизмы стабилизации цены стейблкоинов, предполагающие требования к достаточности

⁵ В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг (пп. 1 п. 1 статьи 2) эмиссионные ценные бумаги - любые ценные бумаги, которые (помимо иных признаков) «закрепляют совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка». В соответствии с Законом о ЦФА (ч. 2 статьи 1) выпуск, учет и обращение ЦФА «возможны только путем внесения (изменения) записей в информационную систему на основе распределенного реестра, а также в иные информационные системы». Формулировка и в том и другом законе включает требование в определение понятия, и потому выглядит как его признак.

⁶ В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг (пп. 2 п.1 статьи 2) выпуск эмиссионных ценных бумаг - совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих равные объем и сроки осуществления прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость в случаях, если наличие номинальной стоимости предусмотрено законодательством Российской Федерации. Этот закон различает таким образом массовые стандартные (эмиссионные) ценные бумаги и иные ценные бумаги. Подобно тому, как правила Закона о рынке ценных бумаг не должны распространяться на ценные бумаги, не являющиеся эмиссионными, его регулирование не должно распространяться на ЦФА, не являющиеся массовыми и стандартными.

⁷ Данная задача, задача по дерегулированию, является специфической для российской правовой системы, поскольку во многих юрисдикциях отсутствуют те требования к традиционным финансовым инструментам, которые действуют в России. Так, например на развитых рынках отсутствует требование о регистрации ценных бумаг, а предусматривается регистрация только проспектов, возможности структурирования традиционных финансовых инструментов за рубежом также шире. Таким образом, такое дерегулирование хотя и не связано напрямую с рынком ЦФА, однако хорошо аргументируется его развитием. Иными словами, некоторые правила рынка традиционных финансовых инструментов не должны переноситься на рынок ЦФА, а на рынке традиционных финансовых инструментов должны быть отменены, либо заменены на правила для рынка ЦФА.

собственного капитала эмитента, к размеру активов в обеспечении, к проведению аудита активов, влияющих на способность эмитента выполнить свои обязательства, а также к раскрытию соответствующей информации;

4) НАУФОР обращает внимание, что несмотря на то, что ЦФА обладают большей простотой выпуска и (особенно для квалифицированных инвесторов) большей свободой определения условий по ним, в остальном они испытывают регуляторные проблемы, в том числе регуляторный арбитраж, не в их пользу по сравнению с традиционными финансовыми инструментами. Это связано со следующим:

во-первых, ЦФА подчиняются «ручному управлению», направленному на ограничение связанных с отсутствием регулирования рисков, в целом менее прозрачному, менее предсказуемому, и, по существу, разрешительному;

во-вторых, ЦФА подчиняются специальным ограничениям для предложения их неквалифицированным инвесторам (в результате чего круг доступных этим инвесторам ЦФА даже уже, чем круг доступных неквалифицированным инвесторам производных финансовых инструментов и облигаций со структурным доходом⁸);

в-третьих, неясность вопросов учета и характеристик ЦФА делает неясной возможность операций с ними профессиональных участников рынка ценных бумаг, кредитных организаций и институциональных инвесторов;

в-четвертых, неясность характеристик ЦФА затрудняет применение к ним правил налогообложения, действующих для операций на рынке традиционных финансовых инструментов.

На наш взгляд, выстраивание непротиворечивой, основанной на существе отношений, регулятивной схемы, устраняющей регуляторный арбитраж как для ЦФА, так и традиционных финансовых инструментов, будет содействовать развитию рынка ЦФА, обеспечивая свободный переток капиталов между рынком и ЦФА и рынком традиционных финансовых инструментов, объединяя два этих рынка.

4. Каким, с вашей точки зрения, должен быть механизм, который позволит определить правила обращения стейблкоинов, используемых российскими резидентами или выпускаемых ими (правила, установленные для ЦФА, иных цифровых прав, цифровых валют, либо иные правила)?

Правила обращения ЦФА, в том числе стейблкоинов, должны быть аналогичными обращению финансовых инструментов. При этом, как уже говорилось выше, из - под такого регулирования должны быть исключены ЦФА, не имеющие признаков финансовых инструментов, предусмотренных законодательством о рынке ценных бумаг.

Одновременно, может быть рассмотрен вариант выпуска ЦФА в форме ценной бумаги (цифровое свидетельство), которая будет выражать ЦФА, аналогично тому, как это предусмотрено для утилитарных цифровых прав⁹, и таким образом подчинять обращение ЦФА правилам обращения ценных бумаг.

⁸ Так базовым активом ЦФА, доступных неквалифицированным инвестором, могут быть только драгоценные металлы и ограниченный круг ценных бумаг (Указание Банка России от 25.11.2020 № 5635-У). Перечень базовых активов облигаций со структурным доходом, доступных неквалифицированным инвесторам, более широк (ч. 13 статьи 11 Федерального закона от 11.06.2021 № 192-ФЗ

«О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»), и помимо драгоценных металлов и некоторых видов ценных бумаг, включает в себя изменение курса валют, индикаторов денежного рынка, изменение фондовых индексов и др.

⁹ Статья 9 Федерального закона от 02.08.2019 N 259-ФЗ (ред. от 11.03.2024) "О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации"