

Влияние новых технологий на развитие законодательства о рынке ценных бумаг

Аннотация. Можно выделить три этапа развития рынка ценных бумаг в XX — начале XXI в.: бумажный период, период электронизации и период цифровизации. Электронизация и цифровизация фондового рынка значительно повлияли на развитие законодательства в данной сфере. При попытке российского законодателя отреагировать на электронизацию фондового рынка появился внутренне противоречивый термин (правовая фикция) — бездокументарная ценная бумага. Его использование порождает ряд проблем, не разрешенных до настоящего времени. Следует разграничивать ценные бумаги в форме электронного документа и комплексы прав, учитываемые путем записей по счетам. Электронные закладные по российскому законодательству определяются как электронные документы, но при этом относятся к бездокументарным ценным бумагам, что логически неверно. Устраняя порожденные электронизацией несовершенства правового регулирования фондового рынка, российский законодатель, ограничившись изменениями в правовых актах общего характера, не внес соответствующих изменений в законодательство, касающееся отдельных ценных бумаг. В отличие от России, в западных странах сформировались эффективные правовые способы включения цифровых активов в правовую систему. Российскому же законодателю каждый раз требуется определять их правовую природу. Акции, выпускаемые в виде цифровых финансовых активов, представляют собой неоправданно громоздкую правовую конструкцию, поскольку одновременно относятся к двум различным видам объектов гражданских прав — цифровым правам и бездокументарным ценным бумагам. Целесообразно введение специального термина «инвестиционный финансовый инструмент» для обозначения группы эмиссионных и сходных с ними ценных бумаг, а также аналогичных им цифровых финансовых активов.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг; регулирование; цифровые технологии; организованные торги; электронный документ; цифровизация; развитие законодательства; блокчейн; токен; цифровые финансовые активы; финансовый инструмент; бездокументарная ценная бумага.

Для цитирования: Шевченко О. М. Влияние новых технологий на развитие законодательства о рынке ценных бумаг // Актуальные проблемы российского права. — 2022. — Т. 17. — № 11. — С. 76–86. — DOI: 10.17803/1994-1471.2022.144.11.076-086.

© Шевченко О. М., 2022

* Шевченко Ольга Михайловна, кандидат юридических наук, доцент кафедры предпринимательского и корпоративного права Московского государственного юридического университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА)

Садовая-Кудринская ул., д. 9, г. Москва, Россия, 125993
omishevchenko@msal.ru

The Impact of New Technologies on the Development of Securities Market Legislation

Olga M. Shevchenko, Cand. Sci. (Law), Associate Professor, Department of Business and Corporate Law, Kutafin Moscow State Law University (MSAL)
ul. Sadovaya-Kudrinskaya, d. 9, Moscow, Russia, 125993
omishevchenko@msal.ru

Abstract. There are three stages in the development of the securities market in the 20th — early 21st centuries: the paper period, the period of electronization and the period of digitalization. Electronization and digitalization of the stock market have significantly influenced the development of legislation in this area. When the Russian legislator tried to react to the electronic stock market, an internally contradictory term (legal fiction) appeared – an uncertified (book-entry) security. Its use generates a number of problems that have not been resolved to date. It is necessary to distinguish between securities in the form of an electronic document and sets of rights accounted for by account entries. Electronic charges under Russian law are defined as electronic documents, but at the same time they refer to uncertified (book-entry) securities, which is logically incorrect. Eliminating the imperfections of the legal regulation of the stock market caused by electronization, the Russian legislator, limiting itself to changes in general legal acts, did not make appropriate changes to the legislation concerning individual securities. Unlike Russia, effective legal ways of including digital assets in the legal system have been formed in Western countries. The Russian legislator is required to determine their legal nature every time. Shares issued in the form of digital financial assets constitute an unjustifiably cumbersome legal structure, since they simultaneously belong to two different types of objects of civil rights — digital rights and uncertified securities. It is advisable to introduce a special term «investment financial instrument» to designate a group of equity and similar securities, as well as similar digital financial assets.

Keywords: stock market; regulation; digital technologies; organized trading; electronic document; digitalization; development of legislation; blockchain; token; digital financial assets; financial instrument; uncertified security.

Cite as: Shevchenko O.M. Vliyanie novykh tekhnologiy na razvitie zakonodatelstva o rynke tsennykh bumag [The Impact of New Technologies on the Development of Securities Market Legislation]. *Aktual'nye problemy rossijskogo prava*. 2022;17(11):76-86. DOI: 10.17803/1994-1471.2022.144.11.076-086. (In Russ., abstract in Eng.).

Законодательство о рынке ценных бумаг в Российской Федерации всегда отличалось высокой степенью динамичности. В наибольшей степени подвержено изменениям регулирование оборота ценных бумаг, массово выпускаемых для привлечения инвестиций (инвестиционных ценных бумаг) — акций, облигаций, других эмиссионных ценных бумаг, а также инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов. В последнее время отмечается всё большее проникновение цифровых отношений в сферу обращения ценных бумаг. Наблюдается сращивание фондового и цифрового сегментов экономики.

Если проследить историю развития рынка ценных бумаг в XX — начале XXI в., то в зависимости от используемых его участниками технологий можно выделить следующие основные этапы:

- 1) бумажный период — самый продолжительный, в течение которого ценная бумага была таковой в прямом смысле слова, и у бумажного документа как формы ее выпуска не существовало каких-либо альтернатив;
- 2) период электронизации фондового рынка, начавшийся в конце 70-х гг. XX в. и продолжавшийся до начала 10-х гг. XXI в., характеризующийся появлением и развитием ЭВМ и компьютерных технологий, автоматизацией, в том числе применительно к фондовому рынку;
- 3) период цифровизации фондового рынка, который начался в 10-х гг. XXI в. и продолжается в настоящее время, наступивший с появлением криптовалют и цифровых финансовых активов.

В данной статье далее будут рассмотрены периоды электронизации и цифровизации фон-

дового рынка, влияние этих процессов на развитие законодательства о рынке ценных бумаг.

Период электронизации фондового рынка

Появление компьютерных технологий значительно облегчило биржевой оборот ценных бумаг. Традиционная бумажная форма существования фондовых ценностей на данном этапе претерпевает трансформацию: происходит перевод ценных бумаг массовых выпусков в бездокументарную форму.

В качестве главных тенденций на данном этапе выделяются иммобилизация (обездвижение) и дематериализация документарных ценных бумаг.

Иммобилизация представляет собой помещение документов, являющихся ценными бумагами, на хранение в депозитарии с одновременным открытием депозитариями счетов для учета прав обладателей обездвиженных ценных бумаг. Экономический процесс иммобилизации ценных бумаг получил отражение в российском законодательстве в 2013 г. путем внесения в ГК РФ ст. 148.1 «Обездвижение ценных бумаг».

Дематериализация ценных бумаг, в отличие от их обездвижения, предполагает полный отказ от документарной формы, когда фондовые ценности изначально возникают в качестве записи по счету, существующей в электронной форме.

Процессы иммобилизации и дематериализации на фондовом рынке дали толчок активному развитию учетных институтов — депозитариев (кастодианов), регистраторов, трансфер-агентов и т.п.

Одновременно появляются электронные торговые системы, альтернативные традиционно применявшимся на биржах голосовым торгам. Впервые альтернативная «голосовому» рынку электронная площадка NASDAQ появилась в 1971 г. в США, а в России электронная торговая система РТС начала функционировать в 1995 г. Результатом этого процесса явился тотальный переход к электронной биржевой торговле, а

вместе с ним — усложнение финансовых операций и инфраструктуры фондового рынка, автоматизация торговли ценными бумагами и учетных процедур.

Компьютерные технологии на данном этапе породили для ценных бумаг две новые формы существования:

- 1) форму электронного документа, при которой ценная бумага существует как единый документ, удостоверяющий права, но такой документ составлен не на бумаге, а в компьютерной программе и сохранен на электронном носителе (например, электронные закладные по российскому праву);
- 2) бездокументарную форму, характеризующуюся отсутствием единого документа, из которого вытекали бы удостоверяемые права, когда удостоверяющую роль выполняет совокупность документов — например, совокупность эмиссионных документов, включая решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг, определяющих вид ценной бумаги, общее количество ценных бумаг в выпуске, их эмитента и объем закрепляемых прав, а также записи по счетам владельцев и номинальных держателей, из которых следует принадлежность удостоверяемых ценными бумагами прав.

Для юриспруденции появление электронной формы существования фондовых ценностей породило некоторые проблемы, которые, по нашему мнению, ни теоретики, ни законодатель не разрешили полностью до сих пор.

В континентальной Европе правовой институт ценных бумаг традиционно связывался с понятием документа — бумаги, предъявление которого было необходимо для осуществления выраженного в нем права. Поскольку первоначально «ценный» документ, являвшийся «носителем права»¹, мог существовать только на бумаге и по закону ценная бумага относилась к вещам, с началом внедрения на фондовом рынке компьютерных технологий страны континентальной Европы столкнулись с необходимостью вписать электронную форму

¹ Агарков М. М. Основы банковского права : курс лекций ; Учение о ценных бумагах : науч. исследование. 3-е изд., стер. М. : Волтерс Клувер, 2005. С. 167.

закрепления массово выпускаемых инвестиционных прав (например, прав, предоставляемых акциями, облигациями) в существующий правовой институт ценных бумаг. Для этого был изобретен, например, такой хитроумный инструмент, как глобальный сертификат: эмитент оформляет единый бумажный документ на весь выпуск однородных инвестиционных прав (прав акционера, облигационных прав и т.п.), в котором указывается obligated лицо, вид удостоверяемых прав и их общее количество в выпуске, затем данный документ обездвиживается путем помещения на хранение в депозитарий (кастодиан), который открывает в электронной форме счета для учета принадлежности прав, удостоверенных глобальным сертификатом. Получается, что документальная форма соблюдена: ценная бумага — глобальный сертификат — наличествует, а в электронной форме учитываются только принадлежность и переход удостоверенных ею прав.

В ряде стран, включая Российскую Федерацию, для иммобилизации могли использоваться не только глобальные сертификаты, но и сертификаты на каждую ценную бумагу выпуска или на несколько таких ценных бумаг, но итог был один — права по ценным бумагам и их переход учитывались по счетам в учетных институтах, учет велся в электронной форме. Фактически сертификаты ценных бумаг превратились в фикцию: они нужны были лишь для того, чтобы к отношениям obligated лица и правообладателей можно было применить правовой институт ценных бумаг. Это породило в некоторых правопорядках идею полного отказа от бумажных сертификатов — дематериализации ценных бумаг, что потребовало внесения соответствующих изменений в законодательство.

В российском праве тенденции иммобилизации и дематериализации на фондовом рынке проявились одновременно и в полной мере. С одной стороны, дематериализация инвестиционных ценных бумаг² породила такую внутренне

противоречивую категорию, как бездокументарные ценные бумаги, которые, имея в названии слово «бумага», по форме своего существования являют полную ей противоположность. С другой стороны, российскому праву (Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»³, далее — Закон о РЦБ) были известны и сертификаты документальных эмиссионных ценных бумаг, и их иммобилизация путем помещения в депозитарий на «централизованное хранение» с переводом фиксации принадлежности прав в электронную форму.

До проведенной в 2013 г. реформы норм ГК РФ о ценных бумагах бездокументарные ценные бумаги, наряду с документальными ценными бумагами, относились к вещам, не имея при этом адекватной форме их существования правовой защиты. Одновременно эмиссионные ценные бумаги, независимо от их формы, в Законе о РЦБ назывались «совокупностью имущественных и неимущественных прав», что вступало в противоречие с нормами ГК РФ, вызывая теоретические споры, а также многочисленные практические проблемы.

Основной клубок противоречий удалось разрешить, внося изменения в ст. 128 ГК РФ (согласно ее действующей редакции вещами являются только документальные ценные бумаги, а бездокументарные относятся к правам), а также в главу 7 ГК РФ, посвященную ценным бумагам (появились нормы, отражающие специфику правовой защиты обладателей бездокументарных ценных бумаг).

Позитивные изменения были внесены и в Закон о РЦБ: в настоящее время понятие «централизованное хранение эмиссионных ценных бумаг» заменено на «централизованный учет прав», сертификаты эмиссионных ценных бумаг упразднены, а все эмиссионные ценные бумаги юридических лиц с 1 января 2020 г. могут выпускаться только в бездокументарной форме.

Несмотря на указанные новации, внутренне противоречивый термин «бездокументарная

² К инвестиционным ценным бумагам в доктрине относят эмиссионные ценные бумаги (акции, облигации и др.), инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов и некоторые др. Подробнее об этом см.: Инвестиционное право : учебник / отв. ред. И. В. Ершова, А. Ю. Петраков. М. : Проспект, 2021. С. 260–261.

³ СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.

ценная бумага» из законодательства не исчез, продолжая порождать новые теоретические проблемы. Так, в 2017 г. в российском законодательстве, наряду с классическими документарными закладными, появились электронные закладные. В пункте 3 ст. 13 Федерального закона от 16.07.1998 № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)»⁴ электронные закладные названы электронными документами, но отнесены к бездокументарным ценным бумагам. Противоречивость данной правовой конструкции проявляется еще ярче, чем в термине «бездокументарная ценная бумага»: здесь идет речь о бездокументарном документе, который является ценной бумагой, но при этом составлен не на бумаге. Подобное нагромождение юридических фикций представляется уже избыточным.

Весьма метко выразился С. А. Хабаров: «Законодатель отождествляет документарность с бумажностью»⁵. Такое отождествление вносит очередную несогласованность в российское законодательство, которому давно известно понятие «электронный документ», и электронная закладная обладает всеми признаками такового. Отождествление законодателем документарной формы ценной бумаги с бумажным документом не позволяет отграничить ценные бумаги, существующие в форме электронного документа, от бездокументарных ценных бумаг, представляющих собой права, учитываемые путем системы записей по счетам (акции, облигации и др.).

В англосаксонской правовой системе законодатель, регулируя фондовый рынок, изначально пошел по более удачному, на наш взгляд, пути: там выделяется группа финансовых активов, объединяющая акции, облигации, инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов и ряд других инструментов, основными признаками которых являются инвестиционная направленность соответствующих отношений и долевого характер инвестиционного участия. В амери-

канском праве финансовые инструменты, относимые к указанной группе, именуются security (секьюрити). От этого слова произошел, например, широко используемый термин «секьюритизация». Права, относимые к секьюрити, могут удостоверяться в любой признаваемой законом форме: это может быть особый бумажный документ, они могут следовать из договора, долговой расписки, из электронного документа или из совокупности записей, составленных в электронной форме. По данной причине в американском праве, в отличие от континентального, перед законодателем и практикой не стоит задача встраивать стремительно развивающиеся инструменты финансового рынка в устаревающие правовые формы.

В то же время для германской ветви континентального права удачным способом адаптации правовой системы к новым технологиям следует признать имплементацию Директивы Европейского парламента и Совета Европейского Союза № 2004/39/ЕС от 21.04.2004 о рынках финансовых инструментов, результатом которой стало появление института ценных прав (Wertrechte)⁶. Германское право признается правоведами в качестве наиболее близкого российскому, а институт ценных прав сейчас всё чаще называется ориентиром для российского законодателя.

Устраняя порожденные электронизацией фондового рынка несовершенства его правового регулирования, российский законодатель не был последователен до конца: ограничившись изменениями в правовых актах общего характера — ГК РФ и Законе о РЦБ, не внес соответствующих изменений в специальное законодательство, касающееся отдельных ценных бумаг. Так, приводя положения Закона о РЦБ в соответствие с новой редакцией гл. 7 ГК РФ, законодатель исключил из Закона о РЦБ указание на то, что бездокументарные эмиссионные ценные бумаги являются именованными, при этом в Феде-

⁴ СЗ РФ. 1998. № 29. Ст. 3400.

⁵ Хабаров С. А. К вопросу о ревизии основных понятий главы 7 («Ценные бумаги») Гражданского кодекса Российской Федерации // Гражданское право. 2017. № 4.

⁶ Подробнее об этом см.: Василевская Л. Ю., Подузова Е. Б., Тасалов Ф. А. Цифровизация гражданского оборота: проблемы и тенденции развития (цивилистическое исследование) : монография : в 5 т. Т. 1 / отв. ред. Л. Ю. Василевская. М. : Проспект, 2022. С. 98–99 (автор главы — Л. Ю. Василевская).

ральном законе от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»⁷ (п. 1 ст. 14), а также в Федеральном законе от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»⁸ (ст. 2) бездокументарные инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов и ипотечные сертификаты участия продолжают называться именными, что не соответствует ГК РФ, согласно обновленной редакции гл. 7 которого именными могут быть лишь документарные ценные бумаги.

Другой пример непоследовательности и неполноты реформирования законодательства о рынке ценных бумаг: заменив с 2020 г. в Законе о РЦБ для облигаций юридических лиц документарную форму с обязательным централизованным хранением на бездокументарную форму с централизованным учетом прав, законодатель оставил эту форму для государственных и муниципальных облигаций (п. 7 ст. 121.3 БК РФ), клиринговых сертификатов участия (ст. 24.3 Федерального закона от 07.02.2011 № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте»⁹), притом что в отношении этих ценных бумаг точно так же отсутствует необходимость в их документарной «обездвиженной» форме, которая без какого-либо ущерба может быть заменена бездокументарной.

Российское законодательство в сфере рынка ценных бумаг, сложившееся во многом в результате влияния на развитие данного рынка новых технологий, обширно, но плохо структурировано, в нем отсутствует четко выстроенная система. Некоторые виды ценных бумаг названы и регулируются непосредственно ГК РФ, а положения о других видах ценных бумаг содержатся в отдельных федеральных законах, в связи с чем лицу, не являющемуся специалистом, сложно сформировать полный перечень ценных бумаг, признаваемых таковыми российским законодательством.

Закон о РЦБ, исходя из его названия, должен регулировать в целом отношения на рынке цен-

ных бумаг, однако большинство его норм посвящено эмиссионным ценным бумагам. Инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов называются в отдельных статьях данного закона, однако основное их регулирование осуществляется названным выше Федеральным законом «Об инвестиционных фондах». При этом как большинство эмиссионных ценных бумаг, так и инвестиционные паи имеют бездокументарную форму, а следовательно, не являются ценными бумагами в прямом смысле этого слова. Отношения, связанные с оборотом настоящих, документарных ценных бумаг, напротив, в основном не охватываются нормами Закона о РЦБ. Данным законом урегулированы не имеющие отношения к ценным бумагам валютные и товарные производные финансовые инструменты, а также деятельность не работающих с ценными бумагами форекс-дилеров. Таким образом, с одной стороны, предмет регулирования Закона о РЦБ выходит за пределы рынка ценных бумаг, а с другой стороны, этот закон практически не регулирует настоящие, документарные ценные бумаги. Очевидным является несоответствие названия Закона о РЦБ и его содержания.

Отсутствие четкой внутренней логики в институте ценных бумаг в российском праве препятствует и будет в дальнейшем препятствовать органичному включению связанных с фондовым рынком инновационных финансовых инструментов в российское законодательство.

Период цифровизации фондового рынка

Правоведы обращают внимание на необходимость отличать процесс цифровизации от обычного перехода к электронному документообороту и автоматизации производственных и бизнес-процессов, а также различать электронную и цифровую формы существования активов¹⁰. В настоящее время понятие цифро-

⁷ СЗ РФ. 2001. № 49. Ст. 4562.

⁸ СЗ РФ. 2003. № 46 (ч. 2). Ст. 4448.

⁹ СЗ РФ. 2011. № 7. Ст. 904.

¹⁰ Санникова Л. В., Харитонов Ю. С. Правовая сущность новых цифровых активов // Закон. 2018. № 9. С. 86–95.

визации связывается с прорывными, сквозными технологиями (искусственный интеллект, Big Data, блокчейн и др.)¹¹: «Цифровизация предполагает использование передовых цифровых технологий»¹².

Возникновение и стремительное развитие на блокчейне цифровых активов обусловило наступление нового этапа развития финансового рынка — этапа его цифровизации, которая затронула и фондовый его сегмент. Развитие цифровой экономики началось с появления криптовалют и токенов, а также площадок для их обращения — криптобирж. В итоге сформировался полноценный цифровой рынок. В дальнейшем происходило расширение круга обращающихся на нем объектов и их усложнение. При этом в цифровой форме (токены на блокчейн-платформах) стали выпускаться инвестиционные права, аналогичные существовавшим на традиционном фондовом рынке (акциям, облигациям, инвестиционным паям и др.), или сходные с ними. Появились также криптовалютные деривативы¹³, сходные с теми видами финансовых сделок, которые в российском Законе о РЦБ определены как производные финансовые инструменты (форвардные, фьючерсные, опционные договоры и своп-договоры, их смешанные формы).

Таким образом, первоначально традиционный фондовый рынок и цифровой рынок развивались параллельно, причем первый характеризовался высокой степенью зарегулированности, а второй, напротив, не был урегулирован правом совсем.

Начало попыткам урегулировать цифровой рынок было положено с принятием американским регулятором The Securities and Exchange Commission (SEC) 25 июля 2017 г. судьбоносного решения о распространении правил выпуска

securities (The Securities Act of 1933 и ряд других нормативных актов) на виртуальные монеты или токены, если они используются для привлечения капитала, подпадая под признаки securities¹⁴. Последние несколько лет законодатели разных стран, а также международные организации усиленно решают проблему регулирования отношений по обороту цифровых активов нормами права. В рамках данной тенденции в Российской Федерации был принят пакет так называемых цифровых федеральных законов.

В частности, Федеральным законом от 02.08.2019 № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»¹⁵, вступившим в действие с 1 января 2020 г., было введено понятие «утилитарное цифровое право», посредством которого был легализован цифровой актив — utility token, а также введен новый вид российской ценной бумаги — цифровое свидетельство как инструмент для секьюритизации утилитарных цифровых прав. Кроме того, появилась легальная возможность размещения акций непубличных акционерных обществ с использованием цифровых инвестиционных платформ.

Федеральным законом от 20.07.2020 № 211-ФЗ «О совершении финансовых сделок с использованием финансовой платформы»¹⁶, действующим с даты его принятия, введена возможность получать финансовые услуги (в том числе на рынке ценных бумаг) дистанционно, посредством финансовых платформ.

Федеральным законом от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской

¹¹ См., например: Цифровая экономика: концептуальные основы правового регулирования бизнеса в России : монография / отв. ред. В. А. Лаптев, О. А. Тарасенко. М. : Проспект, 2020. С. 28–29 ; Цифровое право : учебник / под общ. ред. В. В. Блажеева, М. А. Егоровой. М. : Проспект, 2021. С. 72–76.

¹² Санникова Л. В., Харитонов Ю. С. Цифровые активы: правовой анализ : монография. М. : 4 Принт, 2020.

¹³ Белых В. С., Болотонова М. О. Криптовалютные деривативы: проблемы правового регулирования // Юрист. 2019. № 5. С. 35–44.

¹⁴ URL: https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings (дата обращения: 20.06.2022).

¹⁵ СЗ РФ. 2019. № 31. Ст. 4418.

¹⁶ СЗ РФ. 2020. № 30. Ст. 4737.

Федерации»¹⁷ (далее — Закон о ЦФА), действующим с 1 января 2021 г., введены понятия цифрового финансового актива и цифровой валюты, а также установлена возможность создавать непубличные акционерные общества, акции которых обращаются в информационной платформе в виде цифровых финансовых активов.

Согласно Закону о ЦФА, цифровые финансовые активы представляют собой разновидность цифровых прав, которые статьей 128 ГК РФ отнесены к категории имущественных прав. Исследуя введенные Законом о ЦФА виды цифровых финансовых активов (см. таблицу), мы обнаруживаем среди них:

— во-первых, ЦФА, одновременно являющиеся ценными бумагами (акции, выпускаемые в виде цифровых финансовых активов);

— во-вторых, ЦФА, производные от ценных бумаг (ЦФА, предоставляющие возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, и ЦФА, предоставляющие права требовать передачи эмиссионных ценных бумаг);

— в-третьих, ЦФА, представляющие собой денежные требования, отличающиеся от ценных бумаг формой закрепления прав (в информационной системе), но по существу весьма сходные с удостоверяющими денежные требования ценными бумагами (например, облигациями).

Очевидна тесная связь цифровых финансовых активов с ценными бумагами в каждом из выделенных видов ЦФА.

Виды цифровых финансовых активов по российскому законодательству

Наименование ЦФА	Характеристика	Производный характер права
1. Право участия в капитале НПАО (акция, выпущенная в виде цифровых финансовых активов)	Является акцией, размещаемой в особом порядке среди участников информационной платформы; может обращаться только в информационной платформе	Нет
2. Право, предоставляющее возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам	Цифровое право, предоставляемое участникам информационной платформы лицом, являющимся обладателем эмиссионных ценных бумаг	Да. Право производно от эмиссионных ценных бумаг, возникающих в общем порядке
3. Право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг		
4. Денежные требования	Формально не связаны с ценными бумагами, но, по сути, сходны с ними (например, с облигациями)	Нет
5. «Гибридные» ЦФА	Цифровые права, включающие одновременно ЦФА и иные цифровые права	Зависит от вида включенных в них ЦФА

Помимо цифровых прав, производных от обычных ценных бумаг, российским законодательством впервые введен вид ценных бумаг, производный от цифровых прав, — упомянутое выше цифровое свидетельство, которое удостоверяет принадлежность ее владельцу утилитарного цифрового права.

Рассмотренные явления можно охарактеризовать как частичное сращивание цифрового рынка и рынка ценных бумаг. В результате за-

конодательного оформления цифровых отношений на фондовом рынке появился новый легализованный его сегмент — цифровой. При этом большое количество вопросов, касающихся функционирования цифрового сегмента фондового рынка, осталось неурегулированным.

В частности, активно развивается базирующийся на криптобиржах квазиорганизованный рынок, на который не распространяется законодательство об организованных торгах,

¹⁷ СЗ РФ. 2020. № 31 (ч. 1). Ст. 5018.

а также о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулировании рынком. При этом практике известно множество примеров вбросов фейковых новостей, иных фактов манипулирования, провоцирующих резкие колебания такого рынка, ответственность за которые в российском законодательстве не установлена.

Другим вопросом, требующим, по нашему мнению, урегулирования, является вопрос о порядке удостоверения и подтверждения прав по акциям, выпускаемым в виде цифровых финансовых активов. Отсутствие регулирования как на законодательном, так и на подзаконном уровне создает для инвесторов в данном сегменте повышенные риски и препятствует практическому воплощению такой правовой конструкции, как акции, выпускаемые в виде ЦФА. По состоянию на 17 июня 2022 г. в реестр операторов информационных систем, в которых осуществляется выпуск ЦФА, Банком России включены три организации¹⁸, правилами информационных систем которых не предусматривается выпуск в этих информационных системах акций в виде ЦФА.

Из содержания пп. 6 п. 3 ст. 13 Закона о ЦФА можно логически заключить, что законодатель относит акции, выпускаемые в виде ЦФА, к эмиссионным ценным бумагам, коль скоро там содержится положение, запрещающее непубличному акционерному обществу, акции которого выпущены в виде ЦФА, осуществлять выпуск эмиссионных ценных бумаг, за исключением таких акций. В то же время согласно п. 2 ст. 1 Закона о ЦФА они относятся к цифровым правам. Признавая акции, выпущенные в виде ЦФА, одновременно эмиссионными ценными бумагами и цифровыми правами, законодатель искусственно создал громоздкую правовую конструкцию, которая несет опасность конкуренции двух различных правовых режимов — бездокументарных ценных бумаг и цифровых прав. Такая излишне сложная правовая конструкция родилась по причине того, что российский законодатель приступил к регулированию цифровых объектов фондового рынка, не разрешив

порожденных еще электронизацией рассмотренных выше проблем современной теории ценных бумаг, камнем преткновения которой, по нашему мнению, является понятие «бездокументарная ценная бумага».

Приходит время для пересмотра постулатов о сущности массово выпускаемых в оборот инвестиционных ценных бумаг, для которых форма, как показала практика, уже не имеет определяющего значения. Эмиссионные ценные бумаги, инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов, ипотечные сертификаты участия по своей сути представляют собой комплексы имущественных прав, предоставляемых в обмен на инвестиции. Такие комплексы прав могут быть закреплены в любой законодательно допустимой форме (бумажной, электронной, цифровой или традиционной бездокументарной). Эти комплексы прав обладают и особым, отличающимся от прочих видов ценных бумаг правовым режимом, для которого характерны: привлечение инвестиций на долевой основе, введение в оборот серий однородных активов, контроль финансового регулятора за введением в оборот и обращением данных финансовых инструментов, раскрытие обязанным лицом определенной информации для инвесторов, лицензирование деятельности по учету прав. В этой связи в перспективе представляется целесообразным уточнить нормативно закрепленные классификации финансовых инструментов, в частности исключив применение термина «бездокументарная ценная бумага» к эмиссионным ценным бумагам, инвестиционным паям паевых инвестиционных фондов и подобным им активам и обозначив эту группу объектов фондового рынка более точным, на наш взгляд, термином «инвестиционный финансовый инструмент».

Цифровизация всех сфер экономики бросает законодателю новые вызовы, порождая донинее неизвестные формы организации бизнеса. В частности, вышедшие из недр криптоиндустрии децентрализованные автономные организации (ДАО) сейчас находят более широкое применение и рассматриваются в качестве

¹⁸ URL: https://cbr.ru/vfs/registers/infr/list_OIS.xlsx (дата обращения: 17.06.2022).

альтернативы традиционным корпорациям¹⁹. Характерными чертами ДАО являются: взаимодействие участников на блокчейне, отсутствие единоличного и коллегиального органов управления, автоматизированное исполнение принятых участниками посредством голосования решений, экстерриториальный характер организации и некоторые другие²⁰. Права участия в ДАО, позволяющие голосовать, вносить предложения, получать доход или иные бонусы от деятельности ДАО, удостоверяются токенами, имеющими определенное сходство с акциями, но отличающимися от них более разнообразными комбинациями предоставляемых прав. Практике известны примеры признания токенов ДАО ценными бумагами со стороны финансового регулятора США²¹.

Громкие конфликты, периодически возникающие в ходе функционирования наиболее известных ДАО и приводившие в ряде случаев к судебным разбирательствам²², не оставили сомнений в необходимости правового регулирования подобного рода явлений. Отдельные

попытки регулирования ДАО уже известны мировой практике²³.

Экстерриториальный характер цифрового рынка в целом и отдельных его порождений — таких как ДАО, обуславливает проблему, связанную со сложностью привязки соответствующих отношений к одной конкретной юрисдикции, а в ряде случаев — с конфликтом юрисдикций. В таких условиях напрашивается очевидная на первый взгляд необходимость базового регулирования подобных явлений на международном уровне. Однако это осложняется в настоящее время не только отсутствием единого теоретико-правового понимания соответствующих явлений и общих регуляторных подходов, но и разобщенностью в связи с политическим и экономическим противостоянием отдельных государств.

Таким образом, в ближайшем будущем можно ожидать формирования различных регуляторных моделей одних и тех же явлений в цифровом сегменте фондового рынка в рамках отдельных стран и межгосударственных объединений.

¹⁹ Чеховская С. А. Корпоративное электронное управление и корпоративное управление для электронных корпораций: правовые аспекты // Предпринимательское право. 2018. № 4. С. 3–11 ; Sims A. Blockchain and Decentralised Autonomous Organisations (DAOs): The Evolution of Companies? // New Zealand Universities Law Review. 2019. № 6. URL: https://www.researchgate.net/publication/339518461_Blockchain_and_Decentralised_Autonomous_Organisations_DAOs_The_Evolution_of_Companies (дата обращения: 23.06.2022); Thilo A. Hüllmann. Are Decentralised Autonomous Organisations the Future of Corporate Governance? (May, 2018) // URL: <https://www.researchgate.net/publication/326274218> (дата обращения: 22.06.2022).

²⁰ Подробнее о ДАО см.: Oleynik E. V., Shevchenko O. M. Topical issues of digitalization in corporate law // RUDN LTMRP Conference 2021. URL: https://www.shs-conferences.org/articles/shsconf/abs/2021/29/shsconf_rudnltmrp2021_04012/shsconf_rudnltmrp2021_04012.html (дата обращения: 23.06.2022).

²¹ URL: https://zakon.ru/blog/2017/8/3/sec_vypustila_otchet_o_pravovoj_prirode_tokenov_kriptovalyut_ili_i_vse-taki_ona_akciya (дата обращения: 23.06.2022) ; URL: https://www.cnews.ru/news/top/2020-03-25_kriptotokeny_gram_pavla_durova (дата обращения: 23.06.2022) ; URL: https://www.cnews.ru/news/top/2020-06-26_pavel_durov_podpisal_kapitulyatsiyu (дата обращения: 23.06.2022).

²² См.: Kulms R. Blockchains: Private Law Matters // Singapore Journal of Legal Studies. 2020. № 3. P. 63–89. URL: <https://ssrn.com/abstract=3646920> (дата обращения: 23.06.2022) ; Huang T., Zhao Y. Revolution of securities law in the internet age: a review on equity crowd-funding // Computer Law & Security Review. 2017. № 33 (6). P. 802–810.

²³ Например, в нескольких штатах США созданы регуляторные «песочницы» для тестирования законодательства о юридических лицах, основанных на блокчейне, — это штаты Вермонт, Вайоминг и Тенесси. Причем термин «децентрализованная автономная организация» (DAO) используется только в законе штата Вайоминг, а в законе штата Тенесси использован термин «децентрализованная организация» (DO). См.: URL: https://translated.turbopages.org/proxy_u/en-ru.ru.a6fdda5a-62b4a0e1-f0bbbbb8-74722d776562/https://www.yahoo.com/now/starting-dao-usa-steer-clear-111735475.html (дата обращения: 23.06.2022).

БИБЛИОГРАФИЯ

1. *Агарков М. М.* Основы банковского права : курс лекций ; Учение о ценных бумагах : науч. исследование. — 3-е изд., стер. — М. : Волтерс Клувер, 2005. — 336 с.
2. *Белых В. С., Болобонова М. О.* Криптовалютные деривативы: проблемы правового регулирования // Юрист. — 2019. — № 5. — С. 35–44.
3. *Василевская Л. Ю., Подузова Е. Б., Тасалов Ф. А.* Цифровизация гражданского оборота: проблемы и тенденции развития (цивилистическое исследование) : монография : в 5 т. Т. 1 / отв. ред. Л. Ю. Василевская. — М. : Проспект, 2022. — 288 с.
4. *Инвестиционное право : учебник / отв. ред. И. В. Ершова, А. Ю. Петраков.* — М. : Проспект, 2021. — 304 с.
5. *Санникова Л. В., Харитонов Ю. С.* Цифровые активы: правовой анализ : монография. М. : 4 Print, 2020. — 304 с.
6. *Санникова Л. В., Харитонов Ю. С.* Правовая сущность новых цифровых активов // Закон. — 2018. — № 9. — С. 86–95.
7. *Хабаров С. А.* К вопросу о ревизии основных понятий главы 7 («Ценные бумаги») Гражданского кодекса Российской Федерации // Гражданское право. — 2017. — № 4. — С. 30–34.
8. *Цифровая экономика: концептуальные основы правового регулирования бизнеса в России : монография / отв. ред. В. А. Лаптев, О. А. Тарасенко.* — М. : Проспект, 2020. — 488 с.
9. *Цифровое право : учебник / под общ. ред. В. В. Блажеева, М. А. Егоровой.* — М. : Проспект, 2021. — 640 с.
10. *Чеховская С. А.* Корпоративное электронное управление и корпоративное управление для электронных корпораций: правовые аспекты // Предпринимательское право. — 2018. — № 4. — С. 3–11.

Материал поступил в редакцию 24 июня 2022 г.

REFERENCES (TRANSLITERATION)

1. *Agarkov M. M.* Osnovy bankovskogo prava: kurs lektsiy; Uchenie o tsennykh bumagakh: nauch. issledovanie. — 3-e izd., ster. — M.: Volters Kluver, 2005. — 336 s.
2. *Belykh V. S., Bolobonova M. O.* Kriptovalyutnye derivativy: problemy pravovogo regulirovaniya // Yurist. — 2019. — № 5. — S. 35–44.
3. *Vasilevskaya L. Yu., Poduzova E. B., Tasalov F. A.* Tsifrovizatsiya grazhdanskogo oborota: problemy i tendentsii razvitiya (tsivilisticheskoe issledovanie): monografiya: v 5 t. T. 1 / отв. red. L. Yu. Vasilevskaya. — M.: Prospekt, 2022. — 288 s.
4. *Investitsionnoe pravo: uchebnik / отв. red. I. V. Ershova, A. Yu. Petrakov.* — M.: Prospekt, 2021. — 304 s.
5. *Sannikova L. V., Kharitonova Yu. S.* Tsifrovye aktivy: pravovoy analiz: monografiya. M.: 4 Print, 2020. — 304 s.
6. *Sannikova L. V., Kharitonova Yu. S.* Pravovaya sushchnost novykh tsifrovyykh aktivov // Zakon. — 2018. — № 9. — S. 86–95.
7. *Khabarov S. A.* K voprosu o revizii osnovnykh ponyatiy glavy 7 («Tsennyye bumagi») Grazhdanskogo kodeksa Rossiyskoy Federatsii // Grazhdanskoe pravo. — 2017. — № 4. — S. 30–34.
8. *Tsifrovaya ekonomika: kontseptualnye osnovy pravovogo regulirovaniya biznesa v Rossii: monografiya / отв. red. V. A. Laptev, O. A. Tarasenko.* — M.: Prospekt, 2020. — 488 s.
9. *Tsifrovoe pravo: uchebnik / pod obshch. red. V. V. Blazheeva, M. A. Egorovoy.* — M.: Prospekt, 2021. — 640 s.
10. *Chekhovskaya S. A.* Korporativnoe elektronnoe upravlenie i korporativnoe upravlenie dlya elektronnykh korporatsiy: pravovyye aspekty // Predprinimatelskoe pravo. — 2018. — № 4. — S. 3–11.