

Правовые проблемы посреднической деятельности на рынке цифровых финансовых активов

Аннотация. Децентрализованные финансы часто воспринимаются в качестве альтернативы рынку ценных бумаг, для которой нет необходимости в посредниках, тем не менее их участие способно значительно облегчить функционирование в том числе рынка криптоактивов. Это особенно актуально для российского рынка цифровых финансовых активов (ЦФА), который выстроен по модели, очень сходной с традиционным рынком ценных бумаг. Вместе с тем для функционирования посредников на рынке ЦФА в настоящее время существует значительное количество правовых препятствий. В статье исследованы пути построения инфраструктуры рынка ЦФА и предложены изменения нормативного регулирования, способствующие достижению этой цели. Определены законодательные барьеры для функционирования посредников на рынке ЦФА. Сделан вывод о возможности построения инфраструктуры посредников на рынке ЦФА путем сближения регулирования и правового режима ЦФА и бездокументарных ценных бумаг.

Ключевые слова: криптоактивы; цифровые финансовые активы; цифровые права; рынок ценных бумаг; посредники; оператор информационной системы; оператор обмена; Сингапур; Малайзия; блокчейн; токены; финансовый рынок; DeFi.

Для цитирования: Четвергов Д. С. Правовые проблемы посреднической деятельности на рынке цифровых финансовых активов // Актуальные проблемы российского права. — 2025. — Т. 20. — № 5. — С. 124–135. — DOI: 10.17803/1994-1471.2025.174.5.124-135.

Legal Issues of Intermediary Activities in the Digital Assets Market

Dmitry S. Chetvergov, Postgraduate Student, Department of Business Law, Law Faculty, Lomonosov Moscow State University, 1st Category Expert, Financial Market Infrastructure Department, Bank of Russia, Moscow, Russian Federation
mitridat1999@yandex.ru

Abstract. Decentralized finance is often perceived as an alternative to the securities market, which does not require the participation of intermediaries; however, their participation can significantly facilitate the functioning of the crypto-asset market, among other things. This is especially relevant for the Russian digital financial assets market, which is built following a model very similar to the traditional securities market. At the same time, there are currently a significant number of legal obstacles to the functioning of intermediaries in the digital financial assets market. The paper examines some ways to build the infrastructure of the digital financial assets market.

© Четвергов Д. С., 2025

* Четвергов Дмитрий Сергеевич, аспирант кафедры предпринимательского права Юридического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова, эксперт 1-й категории Департамента инфраструктуры финансового рынка Банка России
Ленинские горы, д. 1, г. Москва, Российская Федерация, 119991
mitridat1999@yandex.ru

and proposes changes to the regulatory framework that will help achieve this goal. Legislative barriers to the functioning of intermediaries in the digital financial assets market have been identified. A conclusion is made about the possibility of building an infrastructure of intermediaries in the digital financial assets market by bringing together the regulation and legal regime of digital financial assets and uncertificated securities.

Keywords: crypto assets; digital financial assets; digital rights; securities market; intermediaries; information system operator; exchange operator; Singapore; Malaysia; blockchain; tokens; financial market; DeFi.

Cite as: Chetvergov D. S. Legal Issues of Intermediary Activities in the Digital Assets Market. *Aktual'nye problemy rossijskogo prava*. 2025;20(5):124-135. (In Russ.). DOI: 10.17803/1994-1471.2025.174.5.124-135.

Использование технологии распределенных реестров ассоциируется прежде всего со сферой финансов. Начало эры блокчейна ознаменовало появление первой цифровой валюты — биткойна. На первом этапе — «Блокчейн 1.0» — технология применялась в основном для создания криптовалют, которые служили частным средством платежа.

Следующий этап развития технологии — «Блокчейн 2.0» — предполагал дальнейшее распространение распределенных реестров в финансовой сфере и создание полноценных «децентрализованных финансов», включающих токены — ценные бумаги (security tokens), закрепляющие обязательственные или иные права¹. Токены — ценные бумаги стали инструментом, который позволил «оцифровать» такие классические финансовые инструменты, как акции или облигации. Преимущества данной формы существования финансовых инструментов — безопасность и удобство обращения².

Традиционно одним из главных плюсов децентрализованных реестров как способа совершения финансовых сделок считалось отсутствие в такой системе каких-либо посредников и возможность непосредственной передачи активов от одного лица другому (peer-to-peer) минуя банковскую или депозитарную инфраструктуру. О такой возможности упоминали П. Винья

и М. Кейси, рассматривая ее как новую ступень в развитии финансового рынка³.

Об отсутствии посредников как преимуществе технологии распределенных реестров упоминали и российские ученые-правоведы. Так, А. В. Турбанов называет блокчейн распределенной системой доверия без участия банков или каких-либо других финансовых посредников или регуляторов⁴. Л. А. Новоселова отмечает, что основная особенность цифровых прав, требующая специального режима, выражается в их способности переходить от одного лица к другому без посредников (депозитариев, регистраторов, банков и т.д.)⁵, а также достаточно радикально утверждает, что появление в правовом поле фигуры посредника способно навредить обороту цифровых активов и снизить привлекательность юрисдикции, не предусматривающей опосредованного обращения криптоактивов.

Таким подходом руководствовался и законодатель, устанавливая режим цифровых прав. В частности, в п. 1 ст. 141.1 ГК РФ сказано, что осуществление, распоряжение, в том числе передача, залог, обременение цифрового права другими способами или ограничение распоряжения цифровым правом возможны только в информационной системе без обращения к третьему лицу.

¹ Санникова Л. В., Харитонова Ю. С. Цифровые активы : монография. М., 2020. С. 34.

² Захаркина А. В. Основы цивилистической теории цифровых финансовых активов // Вестник Пермского университета. Юридические науки. 2022. № 3. С. 511.

³ Винья П., Кейси М. Эпоха криптовалют. Как биткойн и блокчейн меняют мировой экономический порядок. М. : Манн, Иванов и Фербер, 2018. С. 11.

⁴ Турбанов А. В. Сущность денежного суррогата // Актуальные проблемы российского права. 2024. № 3. С. 59.

⁵ Оборот цифровых активов в России / К. Бормашева, Л. Новоселова, Р. Янковский [и др.] // Закон. 2020. № 12. С. 21.

Многим «криптоэнтузиастам» наличие посредников видится «необходимым злом» для более ранних этапов развития финансового рынка, в то время как возможность осуществления сделок без их участия — прогрессивным шагом, позволяющим снизить транзакционные издержки и упростить совершение финансовых сделок⁶.

Данная точка зрения представляется не вполне верной. Само по себе наличие посредников стало закономерным итогом развития гражданского оборота. В эпоху становления капиталистических отношений сделки на финансовом и товарном рынках совершались непосредственно, путем прямых займов и капиталовложений, поскольку были уделом профессиональных предпринимателей, профессионально и единолично осуществлявших свое дело⁷.

Развитие рынка шло по пути вовлечения в него большего числа людей, что привело к созданию акционерных обществ, привлекающих розничных инвесторов, а также возникновению новых инструментов рынка, таких как ценные бумаги и производные финансовые инструменты. Всё это способствовало увеличению числа сделок и их усложнению⁸. В свою очередь, развитие оборота новых финансовых инструментов опосредовало формирование новой категории инвесторов-спекулянтов, основным способом заработка которых служило не осуществление прав, а их перепродажа⁹. Это позволило превратить простой рынок обмена товара на деньги в сложную систему, в которой права являются самоценными и могут использоваться как инструмент предпринимательской деятельности.

Усложнение финансового рынка и приток на него всё новых и новых участников, в том числе розничных инвесторов, сделали необходимым привлечение профессионалов, опосредующих

осуществление таких отношений. До появления брокеров участникам сделок приходилось самостоятельно проводить транзакции, что требовало присутствия таких лиц на бирже. Естественно, в условиях, когда инвестор-спекулянт или эмитент каждый день должен совершать сотни транзакций, осуществлять их непосредственно становится трудно. Гораздо удобнее оказалось поручить заключение таких сделок профессионалу, который за комиссию сделает эту работу быстрее и в большем объеме. Особенно актуально использование посредников на рынке ценных бумаг, для которого характерны разнообразие и сложность сделок.

Наиболее распространенные виды посредников на финансовом рынке — так называемые профессиональные участники рынка ценных бумаг, упоминаемые в Федеральном законе от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»¹⁰. К ним относятся брокеры, дилеры, депозитари, регистраторы, доверительные управляющие и т.д. В основе их деятельности лежат сделки, направленные на переход прав на ценные бумаги от одних лиц к другим¹¹.

Таким образом, посредничество не является каким-либо «необходимым злом», затрудняющим гражданский оборот. Напротив, это инструмент, призванный упростить деятельность на сильно усложнившемся рынке.

Осуществляемые в сети блокчейн peer-to-peer-транзакции по своей сути есть простейшие сделки по передаче имущества, которые требуют участия владельца кошелька в моменте (то есть его личного участия в процессе обмена). Безусловно, на раннем этапе развития криптовалютного рынка, когда цифровые финансы были делом небольшой группы увлеченных новой технологией энтузиастов, такие операции могли удовлетворить потребности рынка.

⁶ Ethereum Proof of stake (PoS) mechanism // URL: <https://ethereum.org/en/developers/docs/consensus-mechanisms/pos/> (дата обращения: 29.09.2024).

⁷ Каминка А. И. Основы предпринимательского права. Петербург, 1917. С. 18.

⁸ Доронина Н. Г., Семилютин Н. Г. Международное частное право и инвестиции : монография. М. : ИЗИСП, Контракт, 2012. С. 98.

⁹ Каминка А. И. Указ. соч. С. 22.

¹⁰ СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.

¹¹ Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М. : Статут, 2011. С. 312.

В настоящее время децентрализованные финансы используются множеством организаций и физических лиц, в том числе как инструмент в спекулятивных сделках¹². Появился полноценный рынок секьюрити-токенов, сходный с традиционным рынком ценных бумаг.

Это создает необходимость в появлении субъектов, которые могли бы оказывать услуги инфраструктуры для нового рынка, аналогичных профессиональным участникам рынка ценных бумаг. Об этом говорят аналитики «Сбера», отмечая, что отсутствие инфраструктуры и второго рынка стало одним из основных тормозов для развития рынка цифровых финансов в России¹³.

При этом создание в рамках российского права субъектов инфраструктуры рынка криптоактивов достаточно затруднительно, во многом препятствия для их образования носят юридический характер и связаны с существующими в настоящее время правовыми механизмами регулирования криптоактивов.

На сегодняшний день в российском праве регулируется только часть криптоактивов, наиболее распространенными из которых являются цифровые финансовые активы (ЦФА) — цифровые права, представляющие собой закрепленные в цифровой форме обязательственные или корпоративные права, предусмотренные Федеральным законом от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»¹⁴. Цифровые финансовые активы в соответствии с классификацией, предложенной FINMA, относятся к токенам — ценным бумагам, или секьюрити-токенам¹⁵.

Формирование инфраструктуры рынка ЦФА, аналогичной инфраструктуре рынка ценных бумаг, возможно двумя путями. Первый — это

создание отдельных инфраструктурных организаций, выполняющих посреднические функции исключительно на рынке криптоактивов. Их образование возможно на базе уже существующих организаций, обеспечивающих функционирование ЦФА. Второй путь заключается в открытии доступа для традиционных посредников рынка ценных бумаг к децентрализованным финансам.

Модели посредничества на рынке цифровых финансовых активов

Следует отметить, что рынок ЦФА имеет определенную, предусмотренную законодательством инфраструктуру, субъектами которой являются операторы информационной системы, в которой осуществляется выпуск ЦФА (далее — оператор информационной системы), и операторы обмена ЦФА (далее — оператор обмена). Задачей этих организаций выступает в первую очередь техническое обеспечение оборота ЦФА, из-за чего их иногда называют техническими посредниками.

Зачастую данные организации рассматриваются не как посредники, а как лица, призванные обеспечивать техническое функционирование систем, выпускающих ЦФА¹⁶. При этом они, несмотря на установленную Гражданским кодексом РФ формальную невозможность распоряжения цифровым правом путем обращения к третьему лицу, обладают целым рядом функций, присущих классическим посредникам на рынке ценных бумаг.

Это объясняется той моделью построения рынка цифровых финансовых активов, которая была избрана законодателем. Как справедливо утверждают исследователи, Законом № 259-ФЗ был закреплен правовой режим только тех ак-

¹² Егорова М. А., Белицкая А. В. Публичное регулирование криптовалютных отношений в контексте риска национальной безопасности // Юрист. 2021. № 1. С. 4.

¹³ Анализ рынка долговых ЦФА. Для роста рынка ЦФА требуется развивать инфраструктуру // URL: <https://цфа.рф/Analizdolgovyhcfa/> (дата обращения: 29.09.2024).

¹⁴ СЗ РФ. 2020. № 31 (ч. 1). Ст. 5018.

¹⁵ Tasca P. Token-based business models // Disrupting Finance. Palgrave Pivot, Cham, 2019. P. 138.

¹⁶ Ч. 2 ст. 4 Закона № 259-ФЗ.

тивов, которые обращаются в так называемых частных распределенных реестрах, то есть реестрах, централизованных и контролируемых уполномоченным лицом — оператором информационной системы¹⁷. Оператор информационной системы, в частности, устанавливает правила обращения таких активов, вносит записи о приобретении и переходе прав на них¹⁸. Избранная модель не внедряет норм, регулирующих «классические» токены, выпускаемые в децентрализованных цифровых реестрах, и таким образом положения указанного Закона не регулируют большую часть обращающихся в мире токенов.

В настоящее время создан всего один оператор обмена ЦФА (на базе Московской биржи), и он пока не функционирует. Это означает, что в соответствии с ч. 5 ст. 2 и ч. 16 ст. 5 Закона № 259-ФЗ обращение ЦФА происходит внутри информационных систем каждого отдельного оператора информационной системы, где функции оператора обмена выполняются оператором информационной системы.

Учитывая вышесказанное, модель ЦФА, предусматривающая наличие частного распределенного реестра, не может не устанавливать посреднические функции оператора такого реестра. Исследователями неоднократно отмечалось сходство правовой модели деятельности оператора информационной системы и таких субъектов рынка ценных бумаг, как депозитарий и регистратор. Так, Л. А. Новоселова пишет, что в основе системы учета прав на цифровые финансовые активы лежат записи в информационной системе, вносимые оператором информационной системы по указанию владельца таких активов аналогично тому, как осуществляется регистрационный или депозитарный учет¹⁹.

Вместе с тем определенный законом функционал оператора информационной системы выходит за рамки прав и обязанностей депозитариев или регистраторов. Например, части 10 и 11 ст. 5 и ст. 5.1 Закона № 259-ФЗ предполагают выполнение оператором информационной системы расчетов по сделкам, заключаемым с использованием электронной платформы, а также открытие номинальных счетов для таких расчетов. Эти права наделяют оператора информационной системы функционалом уже не просто депозитария, а расчетного депозитария (расчетного банка).

При осуществлении функций оператора обмена оператор информационной системы принимает на себя, в частности, функции по обеспечению заключения сделок купли-продажи ЦФА путем сбора и сопоставления разнонаправленных заявок (ч. 1 ст. 10 Закона № 259-ФЗ), что является явным признаком деятельности организатора торговли и соответствует ст. 18 Федерального закона от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах»²⁰.

Предусмотренная частью 1 ст. 10 и частью 1 ст. 10.1 Закона № 259-ФЗ возможность оператора участвовать за свой счет в интересах третьих лиц в сделках в качестве стороны содержит элементы деятельности дилера (ст. 4 Закона № 39-ФЗ) и центрального контрагента (п. 17 ст. 2 Федерального закона от 07.02.2011 № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте»²¹).

Оператор информационной системы (оператор обмена) вправе осуществлять признание лиц квалифицированными инвесторами в соответствии с ч. 6 ст. 6 и ч. 15 ст. 10 Закона № 259-ФЗ. Такой функцией не наделяется депозитарий или регистратор, но она присуща иным

¹⁷ Карелина С. А., Фролов И. В. Правовое регулирование обращения криптовалюты и технологий блокчейн в России: проблемы правоприменения в экономической деятельности и сфере несостоятельности (банкротства) // Правовое регулирование экономических отношений в современных условиях развития цифровой экономики : монография / отв. ред. В. А. Вайпан, М. А. Егорова. М. : Юстицинформ, 2019. С. 118.

¹⁸ Ч. 2 ст. 4 Закона № 259-ФЗ.

¹⁹ Оборот цифровых активов в России / К. Бормашева, Л. Новоселова, Р. Янковский [и др.]. С. 20.

²⁰ СЗ РФ. 2011. № 48. Ст. 6726.

²¹ СЗ РФ. 2011. № 7. Ст. 904.

лицам, таким как брокеры, дилеры, управляющие и т.д.

На оператора информационной системы возложена обязанность контроля за соблюдением требований законодательства, в том числе возможность блокировать прохождение транзакции в случае нарушения пользователем информационной системы законодательства.

Таким образом, оператор информационной системы не просто имеет некоторые признаки посредника, а выполняет целый ряд функций, присущих различным участникам традиционного рынка ценных бумаг. Очевидно, что, поскольку текущий функционал операторов не исчерпывает весь спектр посреднической деятельности, имеющихся у них возможностей недостаточно для построения развитого рынка, сопоставимого с рынком ценных бумаг. На рынке ЦФА всё еще невозможна деятельность доверительных управляющих, брокеров, акционерных инвестиционных фондов, управляющих компаний паевых инвестиционных фондов и т.д.

Исходя из изложенного, полагаем, что для создания развитого рынка на базе существующей инфраструктуры операторов информационной системы и операторов обмена необходимо расширить их возможности, разрешив таким лицам осуществлять деятельность, присущую всем видам посредников на рынке ценных бумаг, итогом чего будет появление неких «суперпосредников», которые будут сочетать в себе функционал брокеров, дилеров, депозитариев, регистраторов, клиринговых организаций, доверительных управляющих и т.д.

Основным преимуществом подобного подхода могло бы стать увеличение прибыли операторов, бизнес-модель которых в настоящее время основана на получении комиссий за транзакции и является убыточной ввиду малого количества таких транзакций и небольших размеров комиссий²².

Не вызывает сомнений, что возложение столь широкого круга обязанностей на операторов повлечет необходимость значительного увеличения расходов, а также серьезно увеличит регуляторную нагрузку на них. К тому же это вынудит операторов осуществлять деятельность, совершенно им не свойственную, и вызовет необходимость построения рынка с нуля.

В этой связи более логичным и обоснованным выглядит предоставление доступа на рынок ЦФА традиционным участникам рынка ценных бумаг. Как справедливо отмечает Е. Н. Абрамова, участники рынка ценных бумаг обладают многолетним опытом работы с финансовыми инструментами и, как следствие, обширной клиентской базой²³. Формирование единой инфраструктуры рынка ценных бумаг и рынка ЦФА может пройти относительно безболезненно по причине сходства традиционных бездокументарных ценных бумаг и ЦФА.

Регулирование деятельности операторов может быть достаточно легко адаптировано к регуляторным моделям, присущим рынку ценных бумаг, учитывая, что за основу их правового режима взяты нормы, относящиеся к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В каком-то смысле такое сращивание уже происходит. К операциям с ЦФА допущены номинальные держатели, которые представляют собой классических депозитариев и выполняют аналогичные функции на рынке ценных бумаг. Кроме того, ЦФА в соответствии с недавними новеллами Закона № 259-ФЗ могут зачисляться и иностранному номинальному держателю, который в большинстве случаев является депозитарием и принимает участие в операциях на рынке ценных бумаг иностранных государств.

Уже сейчас операторы могут существовать в рамках одной группы компаний с традицион-

²² Гончарова М. В., Гончаров А. И., Споловихин О. Ю. Экономические интересы и риски участников операций с цифровыми финансовыми активами // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. 2023. Т. 25. № 2. С. 111.

²³ Абрамова Е. Н. Цифровой финансовый актив как цифровая ценная бумага // Гражданское право. 2024. № 1. С. 11.

ными посредниками на рынке ценных бумаг и успешно взаимодействовать с ними. Так, в экосистеме «Сбера», где сосуществуют оператор информационной системы, депозитарий, брокер и банк, возможно значительное снижение транзакционных издержек от взаимодействия этих организаций. В то же время создание больших холдингов, включающих операторов информационной системы и другие инфраструктурные организации, позволит нивелировать риски, связанные с низкой рентабельностью операторов, и уберечь инвесторов от угрозы ухода операторов с рынка.

Подобное слияние способно повысить и качество работы операторов, поскольку их поведение на рынке будет напрямую влиять на деловую репутацию всей группы компаний, что приведет к необходимости соблюдения внутригрупповых стандартов качества.

Объединение влечет за собой и существенные риски для стабильности финансового рынка. Это прежде всего усиление рыночной концентрации и повышение риска злоупотребления со стороны крупных холдингов доминирующим положением на рынке. В отличие от высококонкурентной профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, где существует более 250 депозитариев и примерно такое же количество брокеров, рынок ЦФА рискует оказаться в полной зависимости от небольшого числа крупных игроков, которые смогут эффективно интегрировать операторов в свою экосистему.

Указанное потребует в том числе изменения подходов к регулированию и надзору за операторами со стороны Банка России, которые должны будут ориентироваться на действующее антимонопольное законодательство²⁴.

Правовые преграды для функционирования посредников на рынке цифровых финансовых активов

Независимо от того, будет ли инфраструктура рынка ЦФА создаваться с чистого листа или ее

развитие пойдет по пути сращивания с инфраструктурой рынка ценных бумаг, это потребует внесения изменений в законодательство и в первую очередь в ст. 141.1 ГК РФ в части исключения указания на обращение цифровых прав без участия третьего лица. Несмотря на ряд посреднических функций операторов информационной системы и операторов обмена ЦФА, это положение ГК РФ, как представляется, не позволяет в достаточной степени урегулировать весь спектр посреднических услуг в отношении ЦФА.

Вероятно, законодатель всё еще пытается действовать в парадигме, предполагающей, что оператор не является посредником в классическом смысле, а осуществляет техническое обеспечение и функционирование информационной системы. Об этом говорит избегание в тексте Закона № 259-ФЗ словесных конструкций, характерных для законодательства, регулирующего деятельность участников рынка ценных бумаг. Например, в ч. 2 ст. 4 упоминается внесение записей в информационную систему и их изменение «по указанию» обладателя ЦФА, а не «по поручению», как в соответствующих положениях законодательства, регулирующих депозитарную деятельность.

Стоит согласиться с Л. В. Санниковой и Ю. С. Харитоновой в том, что конструкция цифровых прав, предложенная Гражданским кодексом РФ, вступает в противоречие с избранной регуляторной моделью ЦФА²⁵. Закрепленное в Кодексе понятие относится скорее к токенам, выпускаемым в децентрализованных реестрах, где отсутствует учетный институт в лице оператора, хотя и в таких реестрах возможно участие третьих лиц, выступающих в роли посредников.

В качестве альтернативы можно попытаться исключить из Закона № 259-ФЗ указание на то, что ЦФА являются цифровыми правами, но в таком случае понятие цифровых прав вновь рискует оказаться бессодержательным, и целесообразность его сохранения в ГК РФ окажется достаточно сомнительной.

²⁴ Банк России начинает общественные консультации о роли экосистем в экономике и на финрынке // URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=9715> (дата обращения: 25.11.2024).

²⁵ Санникова Л. В., Харитонова Ю. С. Указ. соч. С. 231.

В пользу того, что первоначально конструкция ЦФА не была приспособлена для функционирования посредников, говорит и текущая редакция Закона № 269-ФЗ, которая фактически не допускает управление ЦФА лицом, не являющимся их обладателем.

Ввиду того что технически распоряжение ЦФА осуществляется с помощью кода (ключа), находящегося у их обладателя²⁶, потенциальный посредник для совершения сделок с ЦФА своего клиента должен будет постоянно запрашивать от владельца ключа подтверждение каждой транзакции. Решением этой проблемы может быть передача посреднику активов на счет, который позволит ему совершать транзакции с помощью своего собственного ключа так, чтобы при этом гарантировались права обладателя ЦФА.

Традиционному рынку ценных бумаг давно известны конструкции, при которых доверенное лицо может свободно распоряжаться активами, не являясь их собственником. Такая конструкция охватывается общим наименованием «номинальный счет», а посредник, на которого возложен контроль над активами клиента, без перехода титула может называться, в зависимости от договорных отношений с клиентом, номинальным держателем или доверительным управляющим (в английском языке существует общий термин — *nominee*). В российском праве такими конструкциями являются, например, доверительное управление (гл. 53 ГК РФ, ст. 5 Закона № 39-ФЗ) или номинальное держание (в том числе иностранным номинальным держателем), при котором номинальный держатель может совершать операции с активами без поручения владельца (собственника) активов. Указанные конструкции составляют основу деятельности посредников на рынке ценных бумаг.

Применительно к рынку ЦФА данные конструкции оказываются нереализуемыми по причинам чисто юридического характера. Части 2 и 7 ст. 4 Закона № 259-ФЗ предусматривают, что

обладателем ЦФА является лицо, определенное в информационной системе, а внесение изменений в информационную систему влечет переход прав на ЦФА. Таким образом, единственным владельцем цифрового финансового актива может быть только то лицо, на счете (в кошельке) которого в информационной системе значится этот актив.

Всё это делает принципиально невозможной конструкцию номинального счета, при которой номинальный держатель вправе распоряжаться активами, принадлежащими третьему лицу.

В настоящее время Закон № 259-ФЗ допускает возможность зачисления ЦФА на счет номинального держателя — депозитария, но, поскольку подобное зачисление не сопровождается перемещением ЦФА в информационной системе, такое номинальное держание происходит только внутри системы депозитарного учета, а сам ЦФА не может быть произвольно передан другому лицу, так как это потребует изменения записи в информационной системе, которое осуществляется только с помощью кода (ключа) обладателя ЦФА.

В связи с изложенным единственной доступной моделью осуществления деятельности номинальных держателей и управляющих на российском рынке ЦФА может быть модель депозита. В соответствии с моделью депозита права на активы передаются держателю в полном объеме, а у держателя, в свою очередь, появляется обязанность по возврату такого же количества аналогичных активов. Эта модель сходна с оборотом безналичных денежных средств, которые также представляют собой права требования от банка по возврату наличных денег²⁷.

Модель депозита достаточно распространена на рынке криптоактивов. Крупнейшая криптобиржа Binance работает именно по модели депозита, при которой криптоактивы, находящиеся на счетах пользователей, на самом деле передаются бирже. Поэтому и модель депозита называют моделью Binance²⁸.

²⁶ П. 2 ч. 7 ст. 4 Федерального закона № 259-ФЗ.

²⁷ Крылов О. М. Деньги как безналичные денежные средства: вопросы правового регулирования в Российской Федерации // Правовое государство: теория и практика. 2019. № 4 (58). С. 156.

²⁸ URL: <https://research.binance.com/static/pdf/institutional-custody-in-crypto--.pdf> (дата обращения: 24.10.2024).

Данная модель имеет существенные недостатки, связанные прежде всего с обязательственным характером отношений между первоначальным собственником криптоактивов и посредником, становящимся новым собственником. Применительно к модели депозита отсутствует сегрегация активов, принадлежащих номинальному держателю, от активов, принадлежащих его клиентам. Активы, переданные в депозит посреднику, в случае банкротства последнего попадут в конкурсную массу, а после будут распределены между всеми его кредиторами аналогично тому, как деньги на депозитах распределяются между кредиторами признанного несостоятельным банка.

Указанный риск неоднократно реализовывался применительно к крипторынку. Так, при банкротстве криптобирж FTX и Celsius Network многие инвесторы потеряли числящиеся за ними цифровые активы по причине включения их в конкурсную массу обанкротившихся посредников²⁹.

Эффективное обеспечение прав инвестора при передаче права собственности на актив посреднику возможно только в тех правовых порядках, которые допускают существование доверительной собственности (траста). Конструкция траста предполагает обязательное отделение активов, принадлежащих доверительному собственнику (трасти), от активов, принадлежащих его доверителям, что подразумевает в том числе банкротный иммунитет для таких активов³⁰. По модели траста работает, в частности, институт *nominee* на рынке криптоактивов Сингапура, где номинальный держатель цифровых активов выступает в роли трасти³¹.

Исторически возникший в рамках системы общего права траст тем не менее существует в некоторых странах континентальной правовой системы, например в КНР³². Несмотря на преимущества института траста, вопрос введения его в российское законодательство остается крайне спорным и требующим обстоятельного исследования, ввиду чего он не включается в предмет настоящей статьи. Впрочем, именно трастовая модель оптимальна для построения инфраструктуры посредников на рынке ЦФА при сохранении текущего регулирования.

Альтернативным решением проблемы могла бы стать легализация номинальных счетов (кошельков) в информационной системе аналогично номинальным счетам в системе учета бездокументарных ценных бумаг (прав на бездокументарные ценные бумаги). Номинальные кошельки позволят передать цифровой актив посреднику, а также предоставить ему право на распоряжение такими активами, сохраняя права на них за инвестором.

Этот подход применяется при регулировании обращения криптоактивов с использованием посредников в странах континентально-правовой системы. В малайзийском Руководстве по цифровым активам, выпущенном в дополнение к Закону о рынках капитала и услуг 2007 г., хранитель (кастодиан) определяется как лицо, предоставляющее услуги по хранению цифровых активов за счет другого лица. Речь идет об услугах на рынке капитала для целей раздела Закона о рынке капитала и услуг³³.

Следует подчеркнуть, что указанным хранителем должен быть оператор информационной

²⁹ Подробнее об этом см.: URL: <https://www.rbc.ru/crypto/news/65b7a4759a79477cfd9007d8> ; URL: <https://pravo.ru/story/250130/> (дата обращения: 24.10.2024).

³⁰ Faust D. I. Asset Protection Trusts: Some Practical Guidelines // *Trusts in Prime Jurisdictions* / ed. by A. Kaplan. 3rd ed. Globe Business Publishing Ltd, 2010. P. 451.

³¹ Cryptoassets & Blockchain: Switzerland / R. B. Levin, K. Tran, M. Kilissanly (Consulting editors). 2022 // URL: <https://mll-legal.com/wp-content/uploads/2022/12/2023-Cryptoassets-Blockchain-Switzerland.pdf> (дата обращения: 24.10.2024).

³² Lee R. Conceptualizing the Chinese Trust // *International & Comparative Law Quarterly*. 2009. Vol. 58. No. 3. P. 655–669. DOI: 10.1017/S0020589309001183.

³³ Ili Syazwani Shairi. Regulation of Digital Asset Offering and Trading in Malaysia // URL: <https://www.azmilaw.com/insights/regulation-of-digital-asset-offering-and-trading-in-malaysia/>.

системы, зарегистрированный в Комиссии по ценным бумагам в качестве хранителя в дополнение к регистрации в качестве оператора информационной системы³⁴.

Сходную точку зрения находим в законодательстве ОАЭ, где в эмирате Дубай недавно созданное Управление по регулированию виртуальных активов (VARA) опубликовало свод правил по кастодиальным услугам (VARA Rulebook) в рамках Положения о виртуальных активах и связанной с ними деятельности 2023 г. Правила VARA определяют, что отношения между хранителем криптоактивов и клиентом представляют собой договорное соглашение, по которому клиент, собственник или лицо, имеющее иное право контролировать криптоактивы, передает контроль (а не правовой титул) над криптоактивами провайдеру кастодиального кошелька (номинального счета) исключительно с целью обеспечения номинального держания³⁵.

Общей линией регулирования деятельности посредников как по трастовой модели, так и по модели номинальных счетов является законодательно определенная сегрегация активов номинального держателя и его клиента.

Применение данного подхода в российском законодательстве будет означать изменение текущего законодательства в части отказа от позиции, при которой ЦФА может значиться только на счете (кошельке) своего собственника. Необходимо включение в законодательство нормы, аналогичной положениям о номинальном держателе, в соответствии с которой со счета (кошелька) номинального держателя ЦФА могут списываться номинальным держателем без предварительного одобрения собствен-

ника. Обязательной должна стать и сегрегация активов обладателя и посредника, в том числе обеспеченная путем внесения изменений в Федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»³⁶, а также в Федеральный закон от 02.10.2007 № 229-ФЗ «Об исполнительном производстве»³⁷, дабы наделить активы клиентов посредника исполнительским и банкротным иммунитетом.

Из изложенного можно сделать вывод, что наиболее простым и удобным направлением для реформирования законодательства о ЦФА с целью создания инфраструктуры посредников на этом рынке является установление регулирования, аналогичного традиционному рынку ценных бумаг. Это и не удивительно, поскольку избранная законодателем модель ЦФА очень близка к бездокументарной ценной бумаге, о чем, в частности, обоснованно говорит Е. А. Суханов³⁸.

Очевидно и то, что на сегодня основное преимущество ЦФА перед ценной бумагой, как справедливо отмечает Г. А. Вакулина, заключается в упрощенных по сравнению с эмиссионными ценными бумагами процедурах эмиссии и обращения³⁹. Сходную позицию занимает и А. И. Химченко⁴⁰. Проще говоря, регуляторный арбитраж — это основной фактор, привлекающий инвесторов на рынок ЦФА.

Сближение правовых режимов ЦФА и ценных бумаг неизбежно приводит к постановке вопроса о целесообразности сохранения такого регуляторного арбитража. Если возможности по обращению ЦФА будут аналогичны существующим на рынке ценных бумаг, то неизбежной окажется и дальнейшая унификация

³⁴ Ili Syazwani Shairi. Op. cit.

³⁵ D. Ballon Ossio, L. Nixon, M. Yates. Custody of cryptoassets: moving towards industry best practice. Clifford Chance (P. 33) // URL: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2023/06/custody-of-cryptoassets.pdf> (дата обращения: 24.10.2024).

³⁶ СЗ РФ. 2002. № 43. Ст. 4190.

³⁷ СЗ РФ. 2007. № 41. Ст. 4849.

³⁸ Суханов Е. А. О гражданско-правовой природе «цифрового имущества» // Вестник гражданского права. 2021. № 6. С. 7–29.

³⁹ Вакулина Г. А. О видах цифровых прав // Хозяйство и право. 2023. № 6. С. 6.

⁴⁰ Химченко А. И. Цифровые финансовые активы: вопросы защиты прав и доверия инвесторов // Юрист. 2024. № 7. С. 22.

правовых режимов. В этом случае рынок ЦФА станет лишь одним из элементов рынка ценных бумаг и в отсутствие преимуществ перед иными финансовыми инструментами рискует

потерять актуальность и превратиться лишь в одну из форм традиционных ценных бумаг, целесообразность существования которой смогут оценить только инвесторы.

БИБЛИОГРАФИЯ

1. *Абрамова Е. Н.* Цифровой финансовый актив как цифровая ценная бумага // Гражданское право. — 2024. — № 1. — С. 10–13.
2. *Вакулина Г. А.* О видах цифровых прав // Хозяйство и право. — 2023. — № 6. — С. 3–12.
3. *Винья П., Кейси М.* Эпоха криптовалют. Как биткоин и блокчейн меняют мировой экономический порядок / пер. с англ. А. Шмидта. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2018. — 432 с.
4. *Габов А. В.* Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. — М. : Статут, 2011. — 648 с.
5. *Гончарова М. В., Гончаров А. И., Споловихин О. Ю.* Экономические интересы и риски участников операций с цифровыми финансовыми активами // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. — 2023. — Т. 25. — № 2. — С. 105–119.
6. *Доронина Н. Г., Семилютин Н. Г.* Международное частное право и инвестиции : монография. — М. : ИЗиСП, Контракт, 2012. — 336 с.
7. *Егорова М. А., Белицкая А. В.* Публичное регулирование криптовалютных отношений в контексте риска национальной безопасности // Юрист. — 2021. — № 1. — С. 2–10.
8. *Захаркина А. В.* Основы цивилистической теории цифровых финансовых активов // Вестник Пермского университета. Юридические науки. — 2022. — № 3. — С. 504–526.
9. *Каминка А. И.* Основы предпринимательского права. — Петроград : Типография юридического книжного склада «Право», 1917. — 328 с.
10. *Карелина С. А., Фролов И. В.* Правовое регулирование обращения криптовалюты и технологий блокчейн в России: проблемы правоприменения в экономической деятельности и сфере несостоятельности (банкротства) // Правовое регулирование экономических отношений в современных условиях развития цифровой экономики : монография / отв. ред. В. А. Вайпан, М. А. Егорова. — М. : Юстицинформ, 2019. — С. 118–121.
11. *Крылов О. М.* Деньги как безналичные денежные средства: вопросы правового регулирования в Российской Федерации // Правовое государство: теория и практика. — 2019. — № 4 (58). — С. 153–158.
12. *Оборот цифровых активов в России / К. Бормашева, Л. Новоселова, Р. Янковский [и др.]* // Закон. — 2020. — № 12. — С. 17–28.
13. *Санникова Л. В., Харитонова Ю. С.* Цифровые активы: правовой анализ : монография. — М. : 4 Принт, 2020. — 307 с.
14. *Суханов Е. А.* О гражданско-правовой природе «цифрового имущества» // Вестник гражданского права. — 2021. — № 6. — С. 7–29.
15. *Турбанов А. В.* Сущность денежного суррогата // Актуальные проблемы российского права. — 2024. — № 3. — С. 56–72.
16. *Химченко А. И.* Цифровые финансовые активы: вопросы защиты прав и доверия инвесторов // Юрист. — 2024. — № 7. — С. 21–27.
17. *Faust D. I.* Asset Protection Trusts: Some Practical Guidelines // Trusts in Prime Jurisdictions / ed. by A. Kaplan. — 3rd ed. — Globe Business Publishing Ltd, 2010. — P. 450–453.
18. *Lee R.* Conceptualizing the Chinese Trust // International & Comparative Law Quarterly. — 2009. — Vol. 58. — No. 3. — P. 655–669.
19. *Tasca P.* Token-based business models // Disrupting Finance. — Palgrave Pivot, Cham, 2019. — P. 135–148.

Материал поступил в редакцию 31 октября 2024 г.

REFERENCES (TRANSLITERATION)

1. Abramova E. N. Tsifrovoy finansovyy aktiv kak tsifrovaya tsennaya bumaga // *Grazhdanskoe pravo*. — 2024. — № 1. — S. 10–13.
2. Vakulina G. A. O vidakh tsifrovyykh prav // *Khozyaystvo i pravo*. — 2023. — № 6. — S. 3–12.
3. Vinya P., Keysi M. Epokha kriptovalyut. Kak bitkoin i blokcheyn menyayut mirovoy ekonomicheskiy poryadok / per. s angl. A. Shmidta. — M.: Mann, Ivanov i Ferber, 2018. — 432 s.
4. Gabov A. V. Tsennye bumagi: voprosy teorii i pravovogo regulirovaniya rynka. — M.: Statut, 2011. — 648 s.
5. Goncharova M. V., Goncharov A. I., Spolovikhin O. Yu. Ekonomicheskie interesy i riski uchastnikov operatsiy s tsifrovymi finansovymi aktivami // *Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika*. — 2023. — T. 25. — № 2. — S. 105–119.
6. Doronina N. G., Semilyutina N. G. Mezhdunarodnoe chastnoe pravo i investitsii: monografiya. — M.: IZiSP, Kontrakt, 2012. — 336 s.
7. Egorova M. A., Belitskaya A. V. Publichnoe regulirovanie kriptovalyutnykh otnosheniy v kontekste riska natsionalnoy bezopasnosti // *Yurist*. — 2021. — № 1. — S. 2–10.
8. Zakharkina A. V. Osnovy tsivilisticheskoy teorii tsifrovyykh finansovyykh aktivov // *Vestnik Permskogo universiteta. Yuridicheskie nauki*. — 2022. — № 3. — S. 504–526.
9. Kaminka A. I. Osnovy predprinimatelskogo prava. — Petrograd: Tipografiya yuridicheskogo knizhnogo sklada «Pravo», 1917. — 328 s.
10. Karelina S. A., Frolov I. V. Pravovoe regulirovanie obrashcheniya kriptovalyuty i tekhnologiy blokcheyn v Rossii: problemy pravoprimeneniya v ekonomicheskoy deyatel'nosti i sfere nesostoyatel'nosti (bankrotstva) // *Pravovoe regulirovanie ekonomicheskikh otnosheniy v sovremennykh usloviyakh razvitiya tsifrovoy ekonomiki: monografiya / otv. red. V. A. Vaypan, M. A. Egorova*. — M.: Yustitsinform, 2019. — S. 118–121.
11. Krylov O. M. Dengi kak beznalichnye denezhnye sredstva: voprosy pravovogo regulirovaniya v Rossiyskoy Federatsii // *Pravovoe gosudarstvo: teoriya i praktika*. — 2019. — № 4 (58). — S. 153–158.
12. Oborot tsifrovyykh aktivov v Rossii / K. Bormasheva, L. Novoselova, R. Yankovskiy [i dr.] // *Zakon*. — 2020. — № 12. — S. 17–28.
13. Sannikova L. V., Kharitonova Yu. S. Tsifrovye aktivy: pravovoy analiz: monografiya. — M.: 4 Print, 2020. — 307 s.
14. Sukhanov E. A. O grazhdansko-pravovoy prirode «tsifrovogo imushchestva» // *Vestnik grazhdanskogo prava*. — 2021. — № 6. — S. 7–29.
15. Turbanov A. V. Sushchnost denezhnogo surrogata // *Aktual'nye problemy rossijskogo prava*. — 2024. — № 3. — S. 56–72.
16. Khimchenko A. I. Tsifrovye finansovye aktivy: voprosy zashchity prav i doveriya investorov // *Yurist*. — 2024. — № 7. — S. 21–27.
17. Faust D. I. Asset Protection Trusts: Some Practical Guidelines // *Trusts in Prime Jurisdictions / ed. by A. Kaplan*. — 3rd ed. — Globe Business Publishing Ltd, 2010. — P. 450–453.
18. Lee R. Conceptualizing the Chinese Trust // *International & Comparative Law Quarterly*. — 2009. — Vol. 58. — No. 3. — P. 655–669.
19. Tasca P. Token-based business models // *Disrupting Finance*. — Palgrave Pivot, Cham, 2019. — P. 135–148.