

## Цифровой рынок ценных бумаг

Научный руководитель – Шиткина Ирина Сергеевна

*Перова Полина Викторовна*

*Студент (магистр)*

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова, Юридический факультет, Кафедра предпринимательского права, Москва, Россия

*E-mail: perova-polina09@mail.ru*

В 2015 г. финансовый мир пережил сенсацию: Комиссия по рынкам и ценным бумагам США одобрила выпуск обыкновенных акций компании Overstock.com при помощи технологии блокчейн.[n10] Похожее событие произошло в 2017 г. и в России: на базе технологии блокчейн были эмитированы облигации ПАО «Мегафон» в рамках пилотного проекта.[n9] Настоящая тенденция охватила весь мир, что позволяет говорить о появлении нового цифрового рынка ценных бумаг.

В настоящей работе автор сконцентрировался на опыте России в правовом оформлении цифрового рынка ценных бумаг, возникающих проблемах и негативных эффектах, кратко затронув уникальное и достаточно развитое регулирование нового рынка в США и Швейцарии.

### 1. Опыт США

В США регулирование цифрового рынка ценных бумаг основано на Акте о ценных бумагах 1933 г. и Акте о биржах 1934 г., где законодатель сформулировал понятия ценной бумаги и биржи широко, предоставив судам возможность наполнения их смыслом. [n5, n7]. Такое правовое наполнение нормы судебной практикой привело к появлению прецедента «Хауи тест», разработанного в деле *SEC v. W.J. Howey Co.* [n6]

Предприниматель Хауи продавал наделы земли с условием обратного лизинга, обрабатывал землю и продавал урожай, выплачивая прибыль собственникам участка. На основе ряда критериев суда установил, что такие договорные отношения следует считать инвестиционным контрактом, который согласно Акту о ценных бумагах 1933 г. считается ценной бумагой. На настоящий момент эти критерии, т.е. «Хауи тест» используются Комиссией по ценным бумагам США для поиска тех токенов (цифровых прав), которые отвечают критериям ценной бумаги. [n8]

### 2. Опыт Швейцарии

Опыт взаимодействия Швейцарского регулятора Finma с участниками рынка можно считать примером конструктивного диалога. Finma регулирует выпуск токенов-ценных бумаг путем дачи разрешения на эмиссию и лицензирования платформ, в отношении любых иных токенов Finma просит уведомлять его о выпуске. Регулирование выпуска токенизированных ценных бумаг осуществляется не столько на основе законодательства, сколько на основе мягкого права - руководств Finma. Регулятор готов предоставить необходимые консультации по всем вопросам выпуска. [n3] В связи с таким умеренным и разумным подходом в Швейцарии можно наблюдать развитие цифрового рынка ценных бумаг. [n4]

### 3. Новый рынок в России

Российское законодательство можно считать вполне подготовленным к первоначальному развитию цифрового рынка ценных бумаг. На настоящий момент в ГК РФ введено понятие цифровых прав, под которыми понимаются обязательственные и иные права, закрепленные в информационной системе (ст. 141.1 ГК РФ). Законодателю не пришлось менять понятие бездокументарных ценных бумаг и порядка учета прав на бездокументарные ценные бумаги в ст. ст. 142, 149 ГК РФ: понятие цифровых прав и информационной системы полностью охватываются этими статьями.

Тем не менее, ФЗ № 159 «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» ограничил возможности использования цифровых прав в виде ценных бумаг: могут быть выпущены только цифровые права, которые дают возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг.

Уже сейчас можно увидеть ряд проблем правового регулирования рынка: (1) чрезмерное расширение компетенции Банка России, например, он вправе устанавливать признаки цифровых финансовых активов, приобретение которых может осуществляться квалифицированным инвестором (п. 9 ст. 4 159-ФЗ); (2) непонятно соотношение оператора информационной системы и оператора обмена цифровыми финансовыми активами с учетом того, что Закон о рынке ценных бумаг не упоминается прямо в отношении последних; (3) запрет привлечения инвестиций публичным акционерным обществам при помощи выпуска токенизированных акций.

С учетом пробела в законодательном регулировании и судебной практике автор в своей работе предполагает, какие негативные эффекты и практические проблемы могут проявиться на цифровом рынке ценных бумаг. Во-первых, непонятно как Банк России как регулятор эмиссии получит доступ к информации об эмиссии, которая хранится у оператора информационной системы, здесь явно необходима разработка положений Банка России о порядке взаимодействия. Во-вторых, неясно, как будут взаимодействовать между собой операторы информационных систем, в том числе при желании эмитента сменить оператора. Интересно, что у классических регистраторов уже есть опыт взаимодействия при помощи блокчейн. [n1] Здесь возможны две альтернативы: единая блокчейн платформа или частные платформы операторов. В последнем случае могут возникнуть риски злоупотребления доминирующим положением на рынке путем навязывания невыгодных условий договора со стороны операторов (ч. 3 п. 1 ст. 10 Закона о защите конкуренции). Как в таком случае ФАС России определит рынок и взаимозаменяемость услуг? [n2].

Это лишь некоторые из вызовов, которые ставит цифровой рынок ценных бумаг. Очевидно, что блокчейн - системная технология, которая кардинально меняет деятельность корпорации и порядок инвестирования.

### Источники и литература

- 1) 1. Лансков П. М., Мурашов М. В., Соловьев Д. В. Новые технологии в учетной инфраструктуре рынка ценных бумаг // Инфраструктура рынка ценных бумаг: сборник научных статей под ред. П. М. Ланскова. М.: Магистр, 2018.
- 2) 2. Приказ ФАС России от 28 апреля 2010 г. № 220 (ред. от 12.03.2020) «Об утверждении Порядка проведения анализа состояния конкуренции на товарном рынке».
- 3) 3. FINMA Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs) of February 16, 2018: <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung>.
- 4) 4. Issue Prospectus of Overfuture Security Token Offering: <https://tokenist.com/wp-content/uploads/2020/01/Overfuture-Prospectus.pdf>.
- 5) 5. Securities Act 1933: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>.
- 6) 6. SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946): <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>.
- 7) 7. Securities Exchange Act 1934: <https://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-6300.html>.

- 8) 8. United States v. Zaslavskiy (1:17-cr-00647):<https://www.courtlistener.com/docket/6317033/united-states-v-zaslavskiy/>.
- 9) 9. АО «НРД»: [https://www.nsd.ru/publications/my-v-smi/s-putyatinskiy-istochnik-pravdy-prodaem-obligatsii-cherez-blokcheyn-2017-10-10\\_144100/](https://www.nsd.ru/publications/my-v-smi/s-putyatinskiy-istochnik-pravdy-prodaem-obligatsii-cherez-blokcheyn-2017-10-10_144100/).
- 10) 10. Хабр:<https://habr.com/ru/company/iticapital/blog/371623/>.