

Научная статья
УДК 346.62
doi: 10.17223/22253513/58/4

Законодательство о цифровых финансовых активах: на пороге реформ

Лариса Владимировна Санникова¹, Ольга Ивановна Андреева²

¹ *Государственный академический университет гуманитарных наук,
Москва, Россия, 7718609@mail.ru*

² *Национальный исследовательский Томский государственный университет,
Томск, Россия, andreevaoi_70@mail.ru*

Аннотация. На основе анализа правового регулирования рынка цифровых финансовых активов выявлены его ключевые проблемы: неопределенность правового режима ЦФА; фрагментация инфраструктуры; информационная асимметрия на рынке, ограниченный доступ инвесторов и отсутствие механизмов защиты их прав. Сделан вывод, что создание специального режима ЦФА привело к формированию дуализма правового регулирования и возникновению регуляторного арбитража. Обоснована целесообразность комплексного реформирования законодательства о ЦФА.

Ключевые слова: цифровые финансовые активы, дуализм правового регулирования, регуляторный арбитраж, токенизация актива

Источник финансирования: исследование выполнено за счет гранта Российского научного фонда № 24-18-00618, <https://rscf.ru/project/24-18-00618/>

Для цитирования: Санникова Л.В., Андреева О.И. Законодательство о цифровых финансовых активах: на пороге реформ // Вестник Томского государственного университета. Право. 2025. № 58. С. 48–64. doi: 10.17223/22253513/58/4

Original article
doi: 10.17223/22253513/58/4

Legislation on digital financial assets: on the verge of reforms

Larisa V. Sannikova¹, Olga I. Andreeva²

¹ *The State Academic University for the Humanities, Moscow, Russian Federation,
7718609@mail.ru*

² *National Research Tomsk State University, Tomsk, Russian Federation,
andreevaoi_70@mail.ru*

Abstract. The article presents a systematic analysis of the legal regulation of the digital financial asset (DFA) market and identifies its key challenges. Russia was among the first countries to establish a special legal regime for digital assets. However, the market is currently dominated by monetary DFAs, as legal uncertainty regarding

other types of DFAs constrains the emergence of new financial instruments. This indicates that the existing regulatory framework does not fully unlock the potential of DFAs as innovative financial instruments.

The formation of a secondary DFA market is hindered by the fragmentation of market infrastructure. Most information system operators are integrated into banking ecosystems, which limits the pool of potential investors to bank clients. The lack of interoperability between platforms further impedes the circulation of DFAs. Moreover, the Bank of Russia allows organized trading in DFAs only through intermediaries, which effectively negates one of the core advantages of digital assets—their ability to eliminate intermediaries and operate in a decentralized manner compared to traditional securities.

The insufficient protection of DFA investors compels the Bank of Russia to impose high entry barriers to the market. This issue is compounded by information asymmetry: the absence of mandatory disclosure requirements for issuers and the lack of rating mechanisms prevent investors from adequately assessing the risks associated with acquiring DFAs.

The identified problems largely stem from the establishment of a special legal regime for DFAs that differs from the legal framework governing securities. The resulting dualism in legal regulation has created conditions for regulatory arbitrage. Issuers opt for DFAs due to lighter regulatory burdens, while investors face limited protection and heightened risks.

Recognizing the need for reform, the Bank of Russia has initiated legislative amendments that remain largely fragmented and do not address the conceptual foundations of DFA regulation. To foster the development of the DFA market, it is necessary to move beyond isolated legislative adjustments and toward a long-term regulatory strategy. Such a strategy should aim to eliminate the dualism of legal regulation for DFAs that possess the characteristics of securities and to promote the broader use of experimental legal regimes as a means of developing innovative financial instruments in the form of DFAs.

Keywords: digital financial assets, dualism of legal regulation, regulatory arbitration, asset tokenization

Financing: the research was supported by RSF № 24-18-00618, <https://rscf.ru/project/24-18-00618/>

For citation: Sannikova, L.V. & Andreeva, O.I. (2025) Legislation on digital financial assets: on the verge of reforms. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Pravo – Tomsk State University Journal of Law*. 58. pp. 48–64. (In Russian). doi: 10.17223/22253513/58/4

Введение

По мере цифровизации финансового рынка существенно возрастает роль цифровых финансовых активов (далее – ЦФА). Привлекательность ЦФА как инновационного финансового инструмента во многом зависит от наличия эффективного правового регулирования, поскольку именно оно способно обеспечить предсказуемость, стабильность и защищенность для участников рынка. В России архитектура рынка цифровых финансовых активов получила закрепление в Федеральном законе от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении измене-

ний в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – Закон о ЦФА). Несмотря на то, что с момента принятия закона прошло всего 5 лет, в экспертном сообществе формируется консенсус о необходимости реформирования законодательства о ЦФА. Регуляторы также осознают наличие в действующем законодательстве ограничений и пробелов, предлагая как отдельные меры регуляторного характера, так и законодательные инициативы, которые, впрочем, не всегда поддерживаются индустрией. В рамках настоящей статьи на основе анализа действующего правового регулирования и сложившейся практики выявляются ключевые проблемы законодательства о ЦФА и анализируются перспективы его реформирования.

Правовой режим ЦФА

Россия стала одной из первых стран в мире, которая пошла по пути создания специального правового регулирования для цифровых активов в области финансов. ЦФА являются разновидностью цифровых прав – самостоятельного объекта гражданских прав. Согласно ст. 141.1 ГК РФ цифровыми правами признаются названные в таком качестве в законе обязательственные и иные права, содержание и условия осуществления которых определяются правилами информационной системы, отвечающей установленным законом признакам.

В ст. 1 Закона о ЦФА закреплены категории цифровых финансовых активов, включающие:

- денежные требования;
- возможность осуществления права, связанных с эмиссионными ценными бумагами;
- права участия в капитале непубличного акционерного общества;
- право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске цифровых финансовых активов.

Формулировки, использованные законодателем, не позволяют выявить экономическую и правовую сущность различных категорий ЦФА. В правовых исследованиях при описании ЦФА, как правило, цитируется закон [1. С. 504–526; 2. С. 46–55]. В экономических исследованиях предпринимаются попытки раскрыть их экономическое содержание [3. С. 422–452; 4. С. 49–54].

Цифровые права, включающие в себя денежные требования, представляют собой долговые инструменты. Они могут выступать в качестве аналога денежных требований по облигациям с фиксированным доходом или аналога векселя, либо денежные требования могут быть привязаны к стоимости базового актива (например, акций). Так как денежные требования разнообразны и их перечень не является исчерпывающим, возможно создание множества вариантов ЦФА, в основе которых лежит денежное требование. В настоящее время именно данная категория ЦФА доминирует на рынке, так как на их долю приходится 98% выпусков ЦФА [5].

ЦФА, включающие права по эмиссионным ценным бумагам, предназначены для токенизации корпоративного капитала. Существует дискуссия о том, какие именно права по эмиссионной ценной бумаге, прежде всего по акции, может реализовать владелец таких ЦФА. Так, эксперты в области ЦФА утверждают, что «их владелец вправе участвовать в собрании акционеров и получать дивиденды. При этом характеристики прав, которые удостоверяют токены, записаны в решении об их эмиссии» [6]. Однако анализ действующего законодательства об акционерных обществах убедительно показывает на невозможность реализации прав акционера только на основе владения ЦФА [7].

Представляется, что ЦФА на права по эмиссионным ценным бумагам, являются производными финансовыми инструментами, так как привязаны к такому базовому активу, как акции и облигации. Соответственно их держатель не получает никаких прав акционера, а может рассчитывать только на доход от роста стоимости акций (или облигаций), который ему обещает эмитент ЦФА. Как отмечают экономисты, их использование «может оптимизировать функционирование инфраструктуры фондового рынка – производить оборот (операции) не с ценной бумагой на фондовом рынке, а обрабатывать транзакции с использованием цифрового токена, выпущенного в распределенном реестре» [3].

Наиболее близки к ним по своему содержанию ЦФА, выпущенные ООО «Цифровые активы» на платформе Атомайз в целях реализации корпоративной программы «Цифровой инвестор» ПАО «ГМК «Норильский никель». Их владельцы получали право на периодические выплаты в размере, равном суммам дивидендов на одну обыкновенную акцию, если решение о выплате дивидендов было принято компанией. Кроме того, они также получали право на единовременную выплату при погашении ЦФА в размере, равном стоимости одной акции ГМК Норникель. Однако в решении о выпуске [8] данные ЦФА были квалифицированы эмитентом как ЦФА на денежные требования. При этом в описании вида и объема прав, удостоверяемых ЦФА, прямо указано, что они не удостоверяют возможность осуществления прав по акциям компании, их обладатели не получают право требовать передачи им акций и не получают каких-либо прав в отношении акций.

Не востребованной оказалась и другая категория ЦФА, включающая права участия в капитале непубличного акционерного общества, предназначенная для фиксации в цифровой форме долей компании. По сути, такие ЦФА должны были стать аналогом акций в цифровой форме. Однако непубличное акционерное общество является крайне непопулярной организационно-правовой формой в России, поэтому данный вид ЦФА не заинтересовал эмитентов.

Отсутствуют и выпуски ЦФА, включающие в себя право требования передачи эмиссионных ценных бумаг. Такие ЦФА могли бы использоваться для привлечения финансирования до эмиссии акций и облигаций. Однако в настоящее время в законодательстве о ценных бумагах и акционерных обществах отсутствуют нормы, регулирующие реализацию требований, содержащихся в ЦФА, что создает правовую неопределенность.

На практике была создана и новая категория цифровых прав – гибридные цифровые права, в которых объединены ЦФА и утилитарные цифровые права [5]. Утилитарные цифровые права закреплены в ст. 8 Федерального закона «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 02.08.2019 № 259-ФЗ (далее – Закон об инвестиционных платформах). К ним относятся:

- 1) право требовать передачи вещи (вещей);
- 2) право требовать передачи исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности и (или) прав использования результатов интеллектуальной деятельности;
- 3) право требовать выполнения работ и (или) оказания услуг. Право требовать передачи вещи (вещей).

Конструкция утилитарных цифровых прав стала востребованной только в сочетании с ЦФА. Гибридные цифровые права предоставляют их обладателю право выбора способа погашения: получение денежных средств или базового актива. На гибридные цифровые права приходится 2% от всех выпусков ЦФА [5].

Таким образом, востребованной оказалась только одна категория ЦФА, предусмотренная в законе, а именно ЦФА на денежные требования. Выпуск остальных сдерживается из-за сохраняющейся правовой неопределенности. В отличие от ведущих стран, где потребности рынка определяют появление различных видов цифровых активов, в России выпуск новых видов ЦФА зависит от позиции регулятора. В качестве примера можно привести Информационное письмо Банка России от 28.05.2025 № ИН-018-52/86 «О совершении операций с отдельными финансовыми инструментами и цифровыми финансовыми активами», в котором регулятор через рекомендации о допуске квалифицированных инвесторов к ЦФА, доходность которых привязана к стоимости криптовалюты, по сути, разрешил выпуск таких ЦФА. В свою очередь, Минфин РФ анонсировал разработку законопроекта, позволяющего выйти за рамки долговых ЦФА и запустить процесс токенизации реальных активов в рамках экспериментального правового режима [9].

Преобладание на рынке денежных ЦФА свидетельствует о том, что действующее правовое регулирование не позволяет раскрыть потенциал ЦФА как инновационного финансового инструмента. Исследователи видят основное отличие ЦФА от ценных бумаг в том, что ЦФА существуют исключительно в информационной системе [10. С. 100–115]. Однако ценность ЦФА заключается не только в возможности токенизации существующих ценных бумаг, но и в создании принципиально новых финансовых инструментов.

Закон о ЦФА создавался как рамочный закон, позволяющий осуществлять выпуски и обращение ЦФА на территории страны. По словам заместителя председателя Банка России Филиппа Габуния, «По факту у нас получился такой экспериментальный режим, не в юридическом термине, а по сути, что в ЦФА была дана возможность операторам что-то попробовать»

[11]. Но отсутствие детального правового регулирования не обеспечило гибкость правового режима ЦФА, а лишь способствовало сохранению правовой неопределенности. Такой подход сдерживает развитие инновационных финансовых инструментов в форме ЦФА и нуждается в корректировке.

Правовые основы инфраструктуры рынка ЦФА

Объем рынка ЦФА в России существенно возрос в 2025 г. и достиг 1 трлн руб. Тем не менее рынок ЦФА функционирует в формате первичных размещений без полноценного вторичного обращения. В таких условиях ЦФА остаются низколиквидными активами. Во многом это обусловлено существующей инфраструктурой рынка ЦФА, которая была закреплена в Законе о ЦФА.

Выпуск ЦФА может осуществляться только на платформе операторов информационных систем (далее – ОИС). Требования к операторам закреплены в ст. 5 Закона о ЦФА, главным из которых является включение в реестр Банка России [12. С. 124–134]. Как следует из ст. 9 Закона о ЦФА, ОИС несут ответственность за функционирование самой информационной системы: утрату информации, хранящейся в информационной системе, сбой в ее работе и т.д. Соответственно функционал ОИС носит сугубо технический характер. Тем не менее большинство из зарегистрированных Банком России ОИС, а их число достигло 23, представляют ведущие банки. Такой подход позволяет Банку России оптимизировать свои затраты на контроль за деятельностью операторов. Однако возникает вопрос о том, какую роль ОИС играют и должны играть на рынке ЦФА.

В настоящее время наблюдается устойчивая тенденция к развитию банковских экосистем. Банки рассматривают ОИС как часть своей экосистемы. Поэтому они используют свои ОИС, предоставляющие возможность эмитировать ЦФА или инвестировать в ЦФА, для сохранения своих клиентов и привлечения новых. Но стремление к развитию ОИС только в рамках банковской экосистемы приводит к проблеме интероперабельности (технической совместимости) платформ ЦФА. Каждая платформа использует свои технические стандарты для создания ЦФА, поэтому рынок ЦФА фрагментирован, что создает сложности как для эмитентов, так и для инвесторов.

Эмитенты заинтересованы в максимальном охвате потенциальных инвесторов. При размещении ЦФА на одной платформе круг таких инвесторов ограничивается, по существу, клиентами одного банка. Соответственно эмитенты вынуждены одновременно размещать свои ЦФА у разных ОИС. Это приводит к увеличению транзакционных издержек, так как у каждого оператора действуют свои правила размещения ЦФА, процедуры комплаенса, тарифы и т.д.

У инвесторов также возникают проблемы из-за фрагментации рынка ЦФА. Их выбор ЦФА ограничен рамками конкретной платформы. Для диверсификации своего инвестиционного портфеля им необходимо регистри-

роваться на разных платформах, в частности, квалифицированному инвестору необходимо подтверждение своего статуса каждым ОИС. Кроме того, как показал недавний кейс с невыполнением ООО «Форте Хоум ГмБХ» своих обязательств по ЦФА, их держатели на разных платформах оказались в неравных условиях.

В экспертном сообществе высказываются различные мнения о том, как может быть решена данная проблема. Некоторые эксперты считают неоправданным допуск на рынок такого количества операторов. Другие предлагают введение единых стандартов по примеру блокчейн-платформы Ethereum. Так, ERC-1400 представляет собой стандарт для регулируемых цифровых активов, в том числе токенизированных ценных бумаг, который обеспечивает соблюдение нормативных требований. Однако все эти меры представляют собой искусственные ограничения конкуренции на формирующемся рынке ЦФА. Возможно, что они были бы эффективны на начальном этапе развития рынка, но вряд ли способствовали технологическому развитию отрасли.

Доступ инвестору к широкому кругу цифровых активов на зарубежных рынках обеспечивают криптобиржи [13. С. 1035–1068]. В России эту роль призваны играть операторы обмена цифровых финансовых активов, деятельность которых регламентирована в ст. 10 Закона о ЦФА. Как и ОИС, операторы обмена ЦФА должны быть включены в реестр Банка России. На сегодняшний день в реестре зарегистрированы два оператора, ПАО Московская биржа и ПАО «СПБ биржа». Однако ни на одной площадке не проводятся торги ЦФА.

Инициативы Банка России свидетельствуют о том, что регулятор осознает проблему низкой ликвидности ЦФА из-за отсутствия вторичного рынка. Попытка использовать для этих целей цифровые свидетельства не увенчалась успехом. В настоящее время цифровые свидетельства закреплены в ст. 9 Закона об инвестиционных платформах в качестве неэмиссионной бездокументарной ценной бумаги, не имеющей номинальной стоимости, которая удостоверяет принадлежность ее владельцу утилитарного цифрового права [14. С. 76–82]. Банк России предложил использовать цифровые свидетельства и для совершения сделок с ЦФА на организованных торгах [15]. Однако банки не поддержали эту идею, справедливо указав на нецелесообразность использования такого архаичного финансового инструмента, лишь усложняющего и удорожающего обращение ЦФА.

Проблема заключается в том, что Банк России рассматривает возможность организованных торгов ЦФА только с участием посредников. В докладе Банка России «Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации»: «Для обеспечения возможности совершения сделок с цифровыми активами на организованном рынке целесообразно проработать вопрос о создании дополнительных регуляторных условий, позволяющих клиентам совершать сделки с цифровыми правами через инфраструктуру посредников (брокеров, управляющих), а также с использованием биржевой инфраструктуры» [16]. Несмотря на то, что данный доклад был опубликован в 2022 г.,

только спустя три года регулятор вернулся к этой идее и готовит поправки в законодательство, открывающие допуск на рынок ЦФА брокерам и управляющим компаниям.

При таком подходе теряются все преимущества цифровых активов по сравнению с традиционными ценными бумагами. Использование технологий распределенных реестров позволило обеспечить децентрализацию и избавиться от финансовых посредников, что и обусловило существенное снижение транзакционных издержек, повышение прозрачности сделок и скорости проведения операций с цифровыми активами. По существу, Банк России при поддержке банков, учредителей ОИС, стремится сформировать для ЦФА инфраструктуру, аналогичную рынку ценных бумаг, но на новой технологической основе.

Защита прав инвесторов

Развитие рынка ЦФА во многом искусственно сдерживается Банком России из-за опасений по поводу защищенности прав и интересов инвесторов. Регулятором установлены довольно высокие барьеры для входа на рынок инвесторов. В Указании Банка России № 5635-У от 25 ноября 2020 г. установлены три категории инвесторов ЦФА: квалифицированные инвесторы, неквалифицированные инвесторы – физические лица, неквалифицированные инвесторы – юридические лица. Для каждой категории инвесторов установлены признаки ЦФА, которые доступны для приобретения, а также условия их приобретения.

Для квалифицированных инвесторов доступны все виды ЦФА, выпускаемые ОИС. Статус квалифицированного инвестора ЦФА присваивается ОИС при подаче заявления и предоставления документов, предусмотренных законодательством о ценных бумагах и Указанием Банка России от 21 мая 2025 г. № 7060-У «О требованиях, которым должно отвечать лицо для признания квалифицированным инвестором, порядке признания лица квалифицированным инвестором и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами». Таким образом, несмотря на единые требования к квалифицированным инвесторам как ценных бумаг, так и ЦФА, инвестору, получившему статус квалифицированного инвестора у брокера, приходится получать его отдельно и у каждого ОИС. Такой подход вряд ли оправдан и создает дополнительные препятствия для входа на рынок.

Российским физическим и юридическим лицам, которые являются неквалифицированными инвесторами, также доступны ЦФА, но их круг существенно ограничен. Кроме того, для неквалифицированных инвесторов – физических лиц установлен лимит в размере 600 тыс. руб. в течение одного года.

Существующие ограничения, с одной стороны, защищают инвесторов, с другой стороны, сдерживают развитие рынка ЦФА. Поэтому важно обеспечить баланс между защитой прав инвесторов и стимулированием инвестиционной активности с использованием ЦФА. О том, что регулятор осознал

существующую проблему, свидетельствует проект указаний Банка России, вынесенный на обсуждение в июне 2025 г. [17], в котором были предложены меры по расширению доступа инвесторов в ЦФА. В частности, установленный лимит для физических лиц – неквалифицированных инвесторов может быть увеличен до 1 000 000 руб., также планируется наделить статусом квалифицированного инвестора всех юридических лиц.

Тем не менее нельзя не признать наличие проблем с защитой прав инвесторов на рынке ЦФА. Особенно они обострились на фоне роста дефолтов в 2025 г. С начала года зафиксировано уже 11 дефолтов, что вызвало обеспокоенность у участников рынка. В качестве основной причины задержки в выплатах по ЦФА эмитенты называют кассовый разрыв. Однако именно за оборотными средствами они и приходят на рынок долговых ЦФА.

На фоне дефолтов ярко проявилась информационная асимметрия на рынке ЦФА. Отсутствие требований к эмитенту по раскрытию информации, а также механизмов их рейтингования не позволяет инвесторам в полной мере оценить риски при приобретении ЦФА. В инвестиционном сообществе высказывается мнение, что непубличные компании прибегают к выпуску ЦФА, когда получают отказ в кредитовании от банков, что само по себе может свидетельствовать об их не вполне благополучном финансовом состоянии. При этом у инвесторов нет никаких эффективных инструментов для проверки финансового состояния эмитента и его кредитоспособности.

Информация о конкретном активе раскрывается в решении о выпуске. Перечень сведений о ЦФА, которые должны содержаться в решении о выпуске, установлен в ст. 3 Закона о ЦФА. В него должны быть включены, в частности, сведения об эмитенте и ОИС; виде и объеме прав, удостоверяемых выпускаемыми ЦФА; их количестве и цене и др. Данный перечень не является исчерпывающим и может быть дополнен эмитентом. Для более полной информированности инвесторов операторы информационных систем также публикуют уведомления о рисках эмитента, которые являются неотъемлемой частью решения о выпуске ЦФА. Однако они носят преимущественно формальный характер. В законодательстве о ЦФА предусмотрена возможность для Банка России установить дополнительные требования к содержанию решения о выпуске. Так, Банк России намерен повысить качество раскрытия информации по кредитным ЦФА, разработав для них стандарты информирования инвестора [18]. Возможно, что пришло время обсудить целесообразность установления таких стандартов и для других видов ЦФА.

В связи с ростом дефолтов возникает вопрос об ответственности ОИС за неисполнение или ненадлежащее исполнения обязательств эмитентов на их платформах. Ответ на него не так однозначен, как может показаться. Международный опыт функционирования блокчейн-платформ, особенно децентрализованных, свидетельствует о том, что сама платформа является лишь техническим оператором выпуска цифровых активов. Поэтому на нее не возлагаются дополнительные обязанности по проверке финансового поло-

жения эмитента, обеспечению исполнения его обязательств перед инвесторами и др. В ст. 9 Закона о ЦФА гражданско-правовая ответственность ОИС в виде возмещения убытков предусмотрена только из-за нарушений в работе самой информационной системы: утраты информации, сбоя в работе и т.д. Однако в российском законодательстве о ЦФА функционал ОИС не ограничен лишь поддержанием бесперебойной работы информационной системы.

На ОИС возложены обязанности по допуску на платформу как эмитентов, так и ответчиков, а также обязанности по обеспечению целостности и достоверности информации о ЦФА, которая содержится в записях информационной системы. Соответственно Банку России согласно п. 18 ст. 5 Закона о ЦФА предоставлены широкие полномочия по ограничению деятельности ОИС в случаях нарушения требований закона, принятых в соответствие с ним нормативных актов Банка России, правил информационной системы. Многочисленные случаи дефолтов в рамках конкретной информационной системы могут послужить основанием для проверки Банком России ее деятельности.

Представляется, что ОИС должны проводить более ответственную политику в отношении инвесторов. Несмотря на то, что, по словам представителей ОИС, они пытаются работать с эмитентами и стимулировать их надлежаще исполнять обязательства по ЦФА, их усилий явно недостаточно. Как показала ситуация на рынке ЦФА в условиях роста дефолтов эмитентов, при просрочках выплат по ЦФА инвесторы не всегда оперативно получают информацию об их причинах задержки, новых сроках погашения и т.д. В рамках соглашений между ОИС и эмитентами по размещению ЦФА можно было бы предусмотреть обязанность эмитента незамедлительно уведомлять ОИС обо всех обстоятельствах, связанных с неисполнением или ненадлежащим исполнением эмитентом своих обязательств по ЦФА, предусмотрев штрафные санкции за непредоставление такой информации. Кроме того, для инвесторов удобным решением могла бы стать автоматизация подачи претензионных требований к эмитентам на платформе ОИС. В настоящее время некоторые ОИС предлагает инвесторам правовое содействие во взыскании задолженности эмитента в судебном порядке, привлекая для этого третьих лиц.

Необходимо также отметить, что инвесторы только в связи с возникшими просрочками начинают изучать решение о выпуске ЦФА на предмет наличия в нем условий о неустойке при нарушении сроков, об обеспечении исполнения обязательств по ЦФА и порядка их реализации и т.д. Это свидетельствует о том, что даже квалифицированные инвесторы не обладают необходимыми ресурсами или компетенциями для оценки юридических рисков при покупке ЦФА.

Пока ни один дефолт не стал предметом судебного разбирательства, хотя первые исковые заявления уже поданы. В 2014 г. ОИС Токенон предпринял попытку смоделировать первый судебный спор в рамках «контролируемого» дефолта по выпуску ЦФА, обеспеченному залогом. В Арбитражный

суд Удмуртской республики был подан иск об обращении взыскания на заложенное имущество в пользу инвесторов ЦФА. Несмотря на то, что суд удовлетворил данное требование, по мнению экспертов [19], это было сделано скорее по формальным основаниям из-за публичного позиционирования данного спора в качестве контролируемого дефолта. Поэтому данный правовой эксперимент не позволил выявить возможные правовые риски и стать прецедентом для будущих судебных процессов.

Дуализм правового регулирования: pro et contra

Как показало исследование, российский законодатель пошел по пути создания специального правового режима для ЦФА, отличного от правового режима ценных бумаг. Однако анализ легального определения цифровых прав, закрепленного в ст. 141.1 ГК РФ, позволяет сделать вывод, что правовая конструкция цифровых прав (соответственно и ЦФА) основана на концепции ценных бумаг. По своей экономической сущности ЦФА весьма близки к ценным бумагам и могут рассматриваться как разновидность финансовых инструментов. В связи с этим возникает вопрос о целесообразности создания двух разных правовых режимов для объектов, обладающих сходным экономическим содержанием.

Ведущие зарубежные страны демонстрируют принципиально иной подход, распространив правовое регулирование ценных бумаг на цифровые активы. В США на цифровые активы распространяется правовой режим ценных бумаг, если они соответствуют критериям теста Хоуи (Howey test), который определяет границы инвестиционного контракта как универсального класса ценных бумаг [20. С. 128]. В ЕС токены, выполняющие функции ценных бумаг, квалифицируются в качестве финансовых инструментов и подпадают под действие Директивы ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65/EU (MiFID II).

Сформировавшийся в России дуализм правового регулирования создал условия для возникновения регуляторного арбитража. Эмитенты выбирают ЦФА из-за более мягких требований к их выпуску по сравнению с ценными бумагами, например облигациями. Это позволяет им не только сократить свои издержки при привлечении капитала, но и получить финансирование даже в тех случаях, когда традиционные источники капитала, такие как рынок ценных бумаг или банковское кредитование, для них не доступны. Для инвесторов регуляторный арбитраж, наоборот, создает менее выгодные условия, снижая уровень их защищенности и усиливая правовую неопределенность.

Негативный эффект регуляторного арбитражного может проявляться и в сдерживании развития рынка ЦФА. Например, налогообложение долговых ЦФА на практике оказалось менее выгодным по сравнению с традиционными долговыми инструментами, такими как займы и облигации. Учет операций с ЦФА должен осуществляться отдельно, что не позволяет эмитентам

учитывать выплаты инвесторам по ЦФА в составе себестоимости. Выравнивание налогового режима может привлечь новых эмитентов.

Проблемы, связанные с регуляторным арбитражем, очевидны как для участников рынка, так и для регулятора. Несмотря на ряд законодательных инициатив, направленных на гармонизацию законодательства о ЦФА и ценных бумагах, концепция самостоятельного правового режима для ЦФА остается неизменной. Банк России планирует постепенно распространять законодательство о ценных бумагах на те ЦФА, которые обладают сходными характеристиками с традиционными финансовыми инструментами. По мнению регулятора, такой подход позволяет не сдерживать развитие цифровых технологий на финансовом рынке и учитывать их специфику [14]. Соответственно, регуляторный арбитраж рассматривается как драйвер развития рынка цифровых активов.

Но опыт функционирования российского рынка ЦФА не подтвердил завышенных ожиданий. Отсутствие прямых законодательных ограничений в отношении ЦФА не привело к созданию инновационных финансовых продуктов. В то же время отказ от использования инструментов защиты прав инвесторов, аналогичных действующим на рынке традиционных ценных бумаг, в отношении владельцев ЦФА, с одной стороны, привел к нарушению прав таких инвесторов, а с другой – потребовал от регулятора принятия мер по сдерживанию развития рынка ЦФА. Такая противоречивая позиция регулятора не позволила создать благоприятную регуляторную среду для развития инноваций на рынке ЦФА.

Участники рынка настаивают на необходимости внесения изменений в законодательство о ЦФА, направленных на устранение регуляторного арбитража. Однако пока предлагаемые поправки носят преимущественно фрагментарный характер и не способны качественно изменить модель российского рынка ЦФА.

Одним из возможных решений могло бы быть распространение правового регулирования ценных бумаг на отношения, связанные с выпуском и оборотом ЦФА. При этом целесообразно сохранить в Законе о ЦФА те правила, которые обусловлены спецификой цифровых активов как финансовых инструментов. При таком подходе будут лучше защищены права инвесторов как квалифицированных, так и неквалифицированных, что обеспечит их приток на рынок ЦФА и будет способствовать формированию и расширению вторичного рынка. Для минимизации рисков при выпуске инновационных финансовых инструментов в форме ЦФА можно было бы использовать экспериментальный правовой режим, который позволил бы не только оценить экономическую эффективность предлагаемого цифрового актива, но и проверить его соответствие нормативным требованиям. Особое значение формирование правовой среды приобретает при токенизации реальных активов, когда важно юридически обеспечить связь между базовым активом и ЦФА. Поэтому Минфин РФ поддерживает применение экспериментального правового режима при токенизации [9].

В любом случае реформирование правового регулирования рынка ЦФА необходимо начинать с системного анализа проблем развития рынка ЦФА и выработки концептуального представления об оптимальной модели его функционирования. Только на основе стратегического видения перспектив развития рынка ЦФА можно сформировать целостную и непротиворечивую правовую основу, обеспечивающую баланс интересов государства, эмитентов и инвесторов, а также создающую благоприятные условия для финтех-индустрии.

Заключение

Как показало проведенное исследование, в действующем законодательстве о ЦФА заложены системные противоречия и ограничения, препятствующие раскрытию инновационного потенциала ЦФА. Создание для ЦФА специального правового режима не привело к появлению принципиально новых финансовых инструментов, а лишь способствовало возникновению дуализма правового регулирования и условий для регуляторного арбитража. Правовая неопределенность в отношении возможных видов ЦФА, фрагментация инфраструктуры, информационная асимметрия на рынке ЦФА, ограниченный доступ инвесторов и отсутствие механизмов защиты их прав не позволили сформировать вторичный рынок ЦФА, в результате ЦФА остаются низколиквидным активом. Банк России осознает необходимость реформирования рынка ЦФА и инициирует изменения в законодательство, которые носят преимущественно фрагментарный характер и не направлены на изменение концептуальных основ правового регулирования. Для развития рынка ЦФА необходимо перейти от точечных изменений в законодательстве, направленных на решение отдельных проблем, к формированию долгосрочной стратегии правового регулирования, предполагающей отказ от дуализма правового регулирования в отношении ЦФА, и более активного использования экспериментального правового режима для создания инновационных финансовых инструментов в форме ЦФА.

Список источников

1. Захаркина А.В. Основы цивилистической теории цифровых финансовых активов // Вестник Пермского университета. Юридические науки. 2022. Вып. 57. С. 504–526. doi: 10.17072/1995-4190-2022-57-504-526
2. Акинфиева В.В. Цифровые финансовые активы как новый вид цифровых прав // Ex iure. 2021. № 1. С. 46–55. doi: 10.17072/2619-0648-2021-1-46-55
3. Станкевич В.С., Власов А.В. Обзор цифровых активов. Тенденции развития цифровых финансовых активов в РФ и прогноз развития // Russian Journal of Economics and Law. 2024. № 18 (2). С. 422–452.
4. Попов А.Ю. Цифровые финансовые активы как особый вид финансовых инструментов: вопросы идентификации, классификации и налогообложения // Фундаментальные исследования. 2024. № 8. С. 49–54. doi: <https://doi.org/10.17513/fr.43659>
5. Цифра приказала долгом жить. Коммерсантъ. URL: <https://www.kommer-sant.ru/doc/7659561> (дата обращения: 25.07.2025).

6. ЦФА: что такое токены на права по эмиссионным ценным бумагам. URL: <https://xn--80a3bf.xn--p1ai/cfa-securities.html> (дата обращения: 25.07.2025).

7. Федотова А.М. Цифровые финансовые активы в РФ: доминирование денежных требований и причины неиспользования иных видов ЦФА. 2025. URL: https://zakon.ru/blog/2025/6/13/cifrovye_finansovy_e_aktivy_v_rf_dominirovanie_denezhnyh_trebovaniy_i_prichiny_neispolzovaniya_inyh_v

8. Решение о выпуске цифровых финансовых активов. URL: https://ato-myze.ru/files/Reshenie-o-vypuske-100.pdf?utm_source=google.com&utm_medium=organic&utm_campaign=google.com&utm_referrer=google.com

9. Алексей Яковлев: Эксперимент по токенизации можно будет провести на базе инфраструктуры ЦФА-платформ. URL: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=39719-aleksei_yakovlev_eksperiment_po_tokenizatsii_mozhno_budet_provesti_na_baze_infrastruktury_tsfa-platform (дата обращения: 25.07.2025).

10. Кузьменко Ю.А., Кузьминов А.Н. Экономический и правовой конструктив цифровых финансовых активов и цифровой валюты в Российской Федерации // Вестник РГГУ. Серия «Экономика. Управление. Право». 2025. № 1. С. 100–115.

11. ЦБ РФ займется устранением регуляторного арбитража между ЦФА и традиционными инструментами. URL: <https://www.interfax.ru/russia/987517> (дата обращения: 25.07.2025).

12. Рождественская Т.Э., Гузов А.Г. Особенность правового статуса оператора информационной системы, в которой осуществляется выпуск цифровых финансовых активов, и оператора обмена цифровых финансовых активов как организаций, обеспечивающих цифровые финансовые технологии // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). 2021. № 9 (85). С. 124–134. doi: 10.17803/2311-5998.2021.85.9.124-134

13. Almeida J., Gonçalves T.C. Cryptocurrency market microstructure: a systematic literature review // Annals of Operations Research. 2024. Vol. 332 (1). P. 1035–1068.

14. Шевченко О.М. Цифровое свидетельство – новый вид ценной бумаги // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). 2020. № 7. С. 76–82. doi: 10.17803/2311-5998.2020.71.7.076-082

15. Проект Федерального закона № 446411-8 «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (ред., внесенная в ГД ФС РФ, текст по состоянию на 16.04.2025) // СПС «Консультант +».

16. Доклад Банка России «Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации». URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/141991/Consultation_Paper_07112022.pdf (дата обращения: 25.07.2025).

17. Проект указания Банка России «О признаках цифровых финансовых активов, приобретение которых может осуществляться только физическими лицами – гражданами Российской Федерации и российскими юридическими лицами, являющимися квалифицированными инвесторами, о признаках цифровых финансовых активов, приобретение которых физическими лицами – гражданами Российской Федерации и российскими юридическими лицами, не являющимися квалифицированными инвесторами, может осуществляться только в пределах установленной Банком России суммы денежных средств, передаваемых в их оплату, и о совокупной стоимости иных цифровых финансовых активов, передаваемых в качестве встречного предоставления» (по состоянию на 2 июня 2025) // СПС «Гарант».

18. Перспективные направления развития банковского регулирования и надзора: текущий статус и новые задачи. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=26862> (дата обращения: 25.07.2025).

19. Новоселов А., Матей Е. Итоги судебного процесса по «контролируемому дефолту» эмитента залоговых ЦФА. URL: <https://цфа.рф/negarantirovanniye-garantii-narynke-cfa.html> (дата обращения: 25.07.2025).

20. Санникова Л.В., Харитонов Ю.С. Цифровые активы: правовой анализ. М. : 4 Принт, 2020. 304 с.

References

1. Zakharkina, A.V. (2022) Osnovy tsivilisticheskoy teorii tsifrovyykh finansovykh aktivov [Fundamentals of the Civil Law Theory of Digital Financial Assets]. *Vestnik Permskogo universiteta. Yuridicheskie nauki*. 57. pp. 504–526. doi: 10.17072/1995-4190-2022-57-504-526
2. Akinfieva, V.V. (2021) Tsifrovye finansovye aktivy kak novyy vid tsifrovyykh prav [Digital Financial Assets as a New Type of Digital Rights]. *Ex jure*. 1. pp. 46–55. doi: 10.17072/2619-0648-2021-1-46-55
3. Stankevich, V.S. & Vlasov, A.V. (2024) Obzor tsifrovyykh aktivov. Tendentsii razvitiya tsifrovyykh finansovykh aktivov v RF i prognoz razvitiya [Review of Digital Assets. Development Trends of Digital Financial Assets in the Russian Federation and Development Forecast]. *Russian Journal of Economics and Law*. 18(2). pp. 422–452.
4. Popov, A.Yu. (2024) Tsifrovye finansovye aktivy kak osobyby vid finansovykh instrumentov: voprosy identifikatsii, klassifikatsii i nalogooblozheniya [Digital Financial Assets as a Special Type of Financial Instruments: Issues of Identification, Classification, and Taxation]. *Fundamental'nye issledovaniya*. 8. pp. 49–54. doi: 10.17513/fr.43659
5. *Kommersant*. (2025) Tsifra prikazala dolgom zhit' [Digital Ordered to Live in Debt]. 17th April. [Online] Available from: <https://www.kommersant.ru/doc/7659561> (Accessed: 25th July 2025).
6. Anon. (n.d.) *TsFA: chto takoye tokeny na prava po emissionnym tsennym bumagam* [CFA: What Are Tokens for Rights to Issued Securities]. [Online] Available from: <https://xn--80a3bf.xn--p1ai/cfa-securities.html> (Accessed: 25th July 2025).
7. Fedotova, A.M. (2025) *Tsifrovye finansovye aktivy v RF: dominiranie denezhnykh trebovaniy i prichiny neispol'zovaniya inyykh vidov TsFA* [Digital Financial Assets in the Russian Federation: The Dominance of Monetary Claims and Reasons for Non-Use of Other Types of DFA] [Online] Available from: https://zakon.ru/blog/2025/6/13/cifrovye_finance_aktivy_v_rf_dominirovanie_denezhnykh_trebovaniy_i_prichiny_neispolzovaniya_inyykh_v (Accessed: 25th July 2025).
8. Trofimov, M.A. (2024) *Reshenie o vypuske tsifrovyykh finansovykh aktivov* [Decision on the Issue of Digital Financial Assets]. [Online] Available from: <https://atomyze.ru/files/Reshenie-o-vypuske-100.pdf> (Accessed: 25th July 2025).
9. Yakovlev, A. (2025) *Eksperiment po tokenizatsii mozjno budet provesti na baze infrastruktury TsFA-platform* [The Tokenization Experiment Can Be Conducted on the Infrastructure of DFA Platforms]. [Online] Available from: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=39719-aleksei_yakovlev_eksperiment_po_tokenizatsii_mozhno_budet_provesti_na_baze_infrastruktury_tsfa-platform (Accessed: 25th July 2025).
10. Kuzmenko, Yu.A. & Kuzminov, A.N. (2025) Ekonomicheskiy i pravovoy konstruktiv tsifrovyykh finansovykh aktivov i tsifrovoy valyuty v Rossiyskoy Federatsii [Economic and Legal Construct of Digital Financial Assets and Digital Currency in the Russian Federation]. *Vestnik RGGU. Seriya Ekonomika. Upravlenie. Pravo*. 1. pp. 100–115.
11. Interfax.ru. (2024) *TsB RF zaymetsya ustraneniem regul'yatornogo arbitrazha mezhdu TsFA i traditsionnymi instrumentami* [The Bank of Russia Will Engage in Eliminating Regulatory Arbitrage Between DFA and Traditional Instruments]. [Online] Available from: <https://www.interfax.ru/russia/987517> (Accessed: 25th July 2025).
12. Rozhdestvenskaya, T.E. & Guznova, A.G. (2021) Osobennost' pravovogo statusa operatora informatsionnoy sistemy, v kotoroy osushchestvlyayetsya vypusk tsifrovyykh finansovykh aktivov, i operatora obmena tsifrovyykh finansovykh aktivov kak organizatsiy, obespechivayushchikh tsifrovye finansovye tekhnologii [Specifics of the Legal Status of an Information System Operator Issuing Digital Financial Assets and an Exchange Operator of Digital Financial Assets as Organizations Ensuring Digital Financial Technologies]. *Vestnik Universiteta imeni O.E. Kutafina (MGYuA)*. 9(85). pp. 124–134. doi: 10.17803/2311-5998.2021.85.9.124-134

13. Almeida, J. & Gonçalves, T.C. (2024) Cryptocurrency market microstructure: a systematic literature review. *Annals of Operations Research*. 332(1). pp. 1035–1068.

14. Shevchenko, O.M. (2020) Tsifrovoe svidetel'stvo – novyy vid tsennoy bumagi [Digital Certificate – A New Type of Security]. *Vestnik Universiteta imeni O.E. Kutafina (MGYuA)*. 7. pp. 76–82. doi: 10.17803/2311-5998.2020.71.7.076-082

15. The Russian Federation. (2025) Proekt Federal'nogo zakona № 446411-8, O vnesenii izmeneniy v Federal'nyy zakon “O rynke tsennikh bumag” i v otdel'nye zakonodatel'nye akty Rossiyskoy Federatsii (red., vnesennaya v GD FS RF, tekst po sostoyaniyu na 16.04.2025) [Draft Federal Law No. 446411-8, On Amending the Federal Law “On the Securities Market” and Certain Legislative Acts of the Russian Federation (ed. submitted to the State Duma, text as of April 16, 2025)]. [Online] Available from: SPS Konsul'tant Plyus.

16. The Russian Federation. (2022) *Doklad Banka Rossii “Razvitie rynka tsifrovyykh aktivov v Rossiyskoy Federatsii”* [Report of the Bank of Russia “Development of the Digital Asset Market in the Russian Federation”]. [Online] Available from: (Accessed: 25th July 2025).

17. The Russian Federation. (2025) *Proekt ukazaniya Banka Rossii “O priznakakh tsifrovyykh finansovykh aktivov, priobretenie kotorykh mozhetsya osushchestvlyat'sya tol'ko fizicheskimi litsami – grazhdanami Rossiyskoy Federatsii i rossiyskimi yuridicheskimi litsami, yavlyayushchimisya kvalifitsirovannymi investorami, o priznakakh tsifrovyykh finansovykh aktivov, priobretenie kotorykh fizicheskimi litsami – grazhdanami Rossiyskoy Federatsii i rossiyskimi yuridicheskimi litsami, ne yavlyayushchimisya kvalifitsirovannymi investorami, mozhetsya osushchestvlyat'sya tol'ko v predelakh ustanovlennoy Bankom Rossii summy denezhnykh sredstv, peredavaemykh v ikh oplatu, i o sovokupnoy stoimosti inyykh tsifrovyykh finansovykh aktivov, peredavaemykh v kachestve vstrechnogo predostavleniya”* (po sostoyaniyu na 2 iyunya 2025) [Draft Directive of the Bank of Russia “On the Features of Digital Financial Assets, the Acquisition of Which May Be Carried Out Only by Individuals Who Are Citizens of the Russian Federation and Russian Legal Entities That Are Qualified Investors, on the Features of Digital Financial Assets, the Acquisition of Which by Individuals Who Are Citizens of the Russian Federation and Russian Legal Entities That Are Not Qualified Investors May Be Carried Out Only Within the Amount of Funds Established by the Bank of Russia Transferred in Payment for Them, and on the Total Value of Other Digital Financial Assets Transferred as Counterprovision” (as of June 2, 2025)]. [Online] Available from: Garant.ru.

18. The Russian Federation. (2025) *Perspektivnye napravleniya razvitiya bankovskogo regulirovaniya i nadzora: tekushchiy status i novye zadachi* [Promising Directions for the Development of Banking Regulation and Supervision: Current Status and New Challenges]. [Online] Available from: <https://cbr.ru/press/event/?id=26862> (Accessed: 25th July 2025).

19. Novoselov, A. & Matey, E. (2025) Itogi sudebnogo protsesssa po “kontroliruemomu defol'tu” emitenta zalogovykh TsFA [Results of the Court Proceedings on the “Controlled Default” of an Issuer of Collateral DFAs]. [Online] Available from: <https://цфа.рф/negarantirovannye-garantii-na-rynke-cfa.html> (Accessed: 25th July 2025).

20. Sannikova, L.V. & Kharitonova, Yu.S. (2020) *Tsifrovyye aktivy: pravovoy analiz* [Digital Assets: A Legal Analysis]. Moscow: 4 Print.

Информация об авторах:

Санникова Л.В. – доктор юридических наук, профессор, профессор Российской академии наук, руководитель Центра правовых исследований цифровых технологий Государственного академического университета гуманитарных наук (Москва, Россия). E-mail: 7718609@mail.ru

Андреева О.И. – доктор юридических наук, доцент, директор, заведующий кафедрой уголовного процесса, прокурорского надзора и правоохранительной деятельности Юридического института Национального исследовательского Томского государственного университета (Томск, Россия). E-mail: andreevaoi_70@mail.ru

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Information about the authors:

L.V. Sannikova, The State Academic University for the Humanities (Moscow, Russian Federation). E-mail: 7718609@mail.ru

O.I. Andreeva, Doctor of Law, Associate Professor, Director, Head of the Department of Criminal Procedure, Prosecutor's Supervision and Law Enforcement Activities of the Law Institute of the National Research Tomsk State University (Tomsk, Russian Federation). E-mail: andreevaoi_70@mail.ru

The authors declare no conflicts of interests.

*Статья поступила в редакцию 04.08.2025;
одобрена после рецензирования 23.10.2025; принята к публикации 09.12.2025.*

*The article was submitted 04.08.2025;
approved after reviewing 23.10.2025; accepted for publication 09.12.2025.*