

**Фиापшев А.Б., доктор экономических наук, профессор,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации**

Обзор регуляторных практик в отношении стабильных монет с позиции обоснования их возможностей использования в условиях внешнеторговых и финансовых ограничений

Аннотация: в статье обобщаются основные свойства стабильных монет – стейблкоинов, представлен обзор основных регуляторных практик его использования в качестве платежного инструмента и инвестиционного продукта. Проблема использования стейблкоина на базе создания цифровых платформ актуализируется условиями страны, в отношении которой были введены внешние торгово-финансовые ограничения. В исследовании показано, что стейблкоины, обеспеченные реальными активами, в частности драгоценными металлами, являются безопасным убежищем в определенных ситуациях, предоставляют возможности дистанцирования во внешних взаимодействиях от традиционных финансовых институтов и резервных валют. Создаваемые на его базе цифровые платформы могут стать одним из способов поддержки внешней торговли и инвестиционного процесса в этих странах. Учет национальных и наднациональных регуляторных практик оперирования стейблкоином обеспечивает нейтрализацию отдельных рисков, связанных как с активизацией внешней торговли, так и вовлечением в деятельность цифровых платформ иностранных инвесторов.

Ключевые слова: стейблкоины, регулирование криптовалют, цифровые торгово-инвестиционные платформы

Для цитирования: Фиापшев А.Б. Обзор регуляторных практик в отношении стабильных монет с позиции обоснования их возможностей использования в условиях внешнеторговых и финансовых ограничений // Modern Economy Success. 2023. № 2. С. 145 – 156.

Более десятилетия составляя объект изучения, феномен криптовалют испытал в этом своем качестве разную меру внимания, то проникая в фокус исследований представителей различных ответвлений экономической науки, то смещаясь из него. Не в последнюю очередь это было обусловлено особенностями как самих этих валют, так и характером их использования, провоцировавшим избыточную волатильность и, соответственно, скепсис относительно перспектив их задействования в платежных и инвестиционных целях. Как бы то ни было не взирая на число исследований упомянутого феномена, полярность суждений относительно потенциала расширения ареала его распространения, денежного статуса децентрализованно эмитируемых платежных средств, он все еще составляет объект повышенного интереса исследователей, тем более, что на него «нанизывается» гораздо более масштабное явление, бросающее вызов сфере традиционных финансов и используемым ныне регуляторным практикам. Речь идет о так называемых децентрализованных финансах со всеми его приложениями, технологическими «подпорками», возможностями регуляторного арбитража, катализирующими процессы вовлечения в них все большего числа участников. Феномен DeFi шире феномена криптовалют, но нельзя забывать, что он опирается на последний, более того, является его порождением и в не в последнюю очередь фактором его экспансии. Эти вызовы получили закономерный отклик со стороны моне-

тарных властей. Исключением не стал и российский регулятор, выпустивший серию докладов для общественных обсуждений [1-3], заключавших в себе выраженное стремление воздействия на по сути своей слабо контролируемые процессы расширения границ децентрализованных финансов и использования в различных целях расширяющегося многообразия криптовалют. Повышенный интерес отечественных регулирующих органов к этой проблематике не в последнюю очередь был вызван ограничениями, введенным на российские финансовый сектор, фактически вычеркнувшими его из числа активных пользователей признанными резервными валютами. В расширяющей свои границы децентрализованной финансовой реальности была усмотрена вполне себе значимая возможность обхода регуляторных ограничений с целью восстановления выпавших платежных цепочек и трансграничных хозяйственных взаимодействий. Именно в этом своем функционале децентрализованно эмитируемые платежные средства вызвали повышенный интерес как со стороны исследователей, пытавшихся обосновать наличие упомянутых возможностей, так и представителей предпринимательского сообщества, ставших активно изыскивать средства минимизации последствий введенных ограничений. Этот внезапно открывшийся ракурс исследования возможностей, предоставляемых криптоэкономикой, задействован и настоящим исследованием, оставляющим за своими рамками обоснования сути явления, иден-

тификацию статуса обращающихся в рамках в него платежных средств и их функционала, тем более что этим вопросам посвящено множество работ как отечественных, так и зарубежных авторов. Более того, мы сознательно сужаем анализ до рассмотрения отдельных видов криптовалют – так называемых стабильных монет, стейблкоинов, также уже не первый год составляющих предмет активных научных изысканий. Отчетливо отражаемые их названием их же особенности, выступили в свое время важнейшим фактором распространения криптовалют в расчетных и инвестиционных целях. Фактически они составили требуемую условиями функционирования криптоэкономики устойчивую субстанцию, в определенной мере нивелирующую риски, сопутствующие ее функционированию. Эта же особенность стейблкоинов задействуется в целях проведения платежей в операциях, сопряженных с реальными перемещениями товарных ценностей или оказанием услуг. При этом привязка их к драгоценным металлам минимизирует зависимость участников межгосударственных торговых взаимодействий от фиатных валют государств, поддерживающих эти ограничения. Таким образом, последующий анализ будет сконцентрирован на возможностях использования стабильных монет, привязанных драгоценным металлам, в трансграничных платежных отношениях, равно как и дополнения платежного функционала инвестиционным с целью расширения числа пользователей платформ на базе которых происходит выпуск этих монет. Подобного рода анализ требует по меньшей мере обобщенной оценки условий и факторов задействования стейблкоинов в расчетах, практики регулирования их выпуска, первичного размещения и обращения.

Условия использования стейблкоина как платежного инструмента и инвестиционного продукта, составляют среду, способствующую возможному задействованию данного инструмента в соответствующих целях. Факторы представляют собой силы или причины, приводящие в движение процесс, в данном случае освоения анализируемым инструментом качеств платежного инструмента и инвестиционного продукта. Подавляющая часть этих условий и факторов вытекают из сути самого стейблкоина, достаточно рельефно выраженной в определениях, данных ЕЦБ [4], БМР [5]. Их преимущества от иных трактовок усматриваются в том, что они подчеркивают основные, концептуальные элементы стейблкоина, а не детали его реализации. Такое представление технологически нейтрально, исключая существующие формы валюты, оно фокусирует внимание на способности данного инструмента сглаживать высокую волатильность, свойственную криптовалютам как

таким, наличии потенциала для международных транзакций. Увеличение числа и объема последних связываются с тремя обстоятельствами: их относительной быстротой и дешевизной, возможностью охвата целевой аудитории, не имеющей или ограниченной в доступе к банковскому обслуживанию, а также преимуществами для бизнеса и граждан стран с нестабильной валютой [6]. Эти способности по существу эквиваленты функционалу инструмента, описывающему контуры основных условий, область происхождения и характер факторов его использования в расчетах и инвестициях. В части возможности реализации последних в отношении стейблкоинов, важно иметь в виду, что они оказались элегантным решением для развития всей экосистемы криптовалютной торговли при минимизации зависимости от традиционных банковских услуг. Так, когда токены Tether впервые начали торговаться на Bitfinex в 2015 году, их оборот был довольно незначительным. Однако по мере развития криптоэкономики, набирал обороты и стейблкоин Tether. Последний позволил обойти традиционные электронные переводы, предоставив альтернативный механизм расчетов, в том числе между биржами, не подвергаясь волатильности цен на криптовалюты. После криптовалютного краха 2018 г. было высказано предположение, что Tether использовался для взвинчивания и манипулирования ценами на биткоин [7]. И более того, что криптовалютные биржи активно поощряли использование стейблкоинов для увеличения объемов торгов, поскольку те предоставляли возможность торговым площадкам быть менее зависимыми от нестабильных, применительно к ним банковских, отношений [8]. Последнее обстоятельство вместе с транзакционным потенциалом по сути обусловило рост этого сегмента крипторынка.

В структуре предложения продолжает доминировать Tether, несмотря на дискредитирующие этот криптоинструмент обстоятельства, имевшие место в его непродолжительной истории, тогда как сам рост преимущественно формируют иные разновидности стейблкоина, организация выпуска и обращения которых все чаще происходит на децентрализованной основе, без привязки к фиатным валютам и товарным позициям.

Таким образом, среди важнейших условий увеличения потенциала использования стейблкоинов следует выделить:

- возможность проведения транзакций в условиях наличия и возрастающих ограничений на бесшовной, оптимальной в технологическом и ценовом отношениях основе;

- поддержка всей экосистемы криптовалютной торговли, предполагающей и реально сопровож-

дающей обход контуров традиционной банковской системы (TradFi).

Второе обстоятельство помимо первого, отражающего основной функционал анализируемого инструмента, также является немаловажным для раскручивания потенциала увеличения предложения этого инструмента на крипторынке. Факторами такого роста могут стать свойства, имманентные стейблкоину как таковому, описывающему его функционал по обслуживанию оборота иных криптоактивов.

Опираясь на получившие распространение виды стейблкоина, классификация которых выстраивается чаще всего по типу обеспечения, возможности централизации и проч. следует подчеркнуть особенности тех из них, которые привязаны к золоту. Соответствующий механизм представляется перспективным в целях активизации международных хозяйственных взаимодействий нынешних российских предприятий. Эти особенности совершенно определенным образом могут повлиять на инвестиционные качества стейблкоинов, выпускаемых изначально с целью восстановления и расширения международных экономических связей, ранее обсуждавшихся при посредничестве резервных валют. Среди этих характеристик позитивного свойства выделены: стабильность, простота в понимании и восприятии, доверие, в том числе обеспечиваемое низкой вероятностью кибератак. Обратную сторону этих очевидных преимуществ составляют не менее явные изъяны: централизация и связанная с ней зависимость от эмитента, необходимость частого и независимого аудита, зависимость от ценовой динамики на золото, вероятность фиктивного или неполного обеспечения, потенциальные проблемы с ликвидностью.

Эти особенности потенциально способны сформировать условия для устойчивого обращения в целях совершения трансграничных переводов для предприятий, относящихся к хозяйственным юрисдикциям, на которые введены внешние ограничения. Но эти условия будут изначально в рамках достаточно узкой и замкнутой локации сосредоточения производственных цепочек. Но и они же, как для стейблкоина как такового, привязанного к металлу определяют узкие и малоподвижные границы для инвестирования в этот инструмент. Экспертами еще недавно отмечалось оживление этого сегмента в целом и его части, замыкающего на себе стейблкоины, привязанные к золоту. В заметной мере это было обусловлено беспрецедентными в новейшей истории темпами обесценения главной в мире резервной валюты. Это обстоятельство спровоцировало рост в конце 2021 г. - начале 2022 г. в сегменте токенов, привязанных к золоту, опережающий динамику всего крипторынка.

Цена на золото в этот период опережала в своем росте цену биткойна, но при этом рыночная стоимость всех золотых токенов все также ниже на три порядка суммарной рыночной стоимости биткойнов. При всем при этом экспертами отмечается сохраняющаяся слабая привлекательность для инвесторов золотых токенов в силу достаточно вялой динамики цены на металл и нередкой ее коррекции в сторону понижения [9]. В этом усматривается главное отличие анализируемого инструмента от другого, вращающегося в сфере централизованного управления выпуском и обращением стейблкоинов - токенов, привязанных к фиатным валютам. Универсальный характер последних, свойственных деньгам как таковым, предоставляет возможность инвестирования в консервативные инструменты, предлагаемые DeFi. Золото, сохраняя свойство «бывших денег» и свое достойное место в ряду авторитетных активов, все-таки такую возможность исключает.

Фактором сдерживающим инвестиции в золотой токен, будет являться уже устойчивое мнение потенциальных пользователей, что процесс выкупа не всегда гладкий, зачастую занимающий дни и даже недели. Кроме того, стейблкоин, обеспеченный золотом, далеко не всегда подтверждает репутацию стабильного актива.

Значительная часть токенов, привязанных к золоту, стремятся стать аналогами золотых биржевых фондов. Последние покупают физический металл, деля через акции владения им. Однако золотые или металлические стейблкоины уступают последнему инструменту в вопросах регулирования и надежности. Кроме того, они заключают в себе риски потери приватного ключа, кибератаки, регуляторной неопределенности, недостаточной ликвидности. Очевидно, что эти обстоятельства будут сдерживающими в наращивании платежного и инвестиционного потенциала стабильных монет, выпускаемых с целью минимизации последствий финансовых и внешнеторговых ограничений. Сокращение потенциала действия этих сдерживающих факторов достигается за счет диверсификации инструментов, задействования иных криптоактивов, которые могут привлекаться для оплаты инвестиционных взносов. Это предоставляет возможность расширения арсенала инструментов эмитента, в частности предоставления займов в криптовалюте и иных авторитетных стейблкоинах под залог эмитируемых на создаваемых цифровых платформах стабильных монет. Так в 2019 г. Paxos запустила привязанный к золоту стейблкоин Pax Gold (PAXG), получив соответствующее разрешение NYDFS. Также компания заключила партнерское соглашение с

биржей Binance для выпуска Binance USD (BUSD) – стейблкоина с привязкой к доллару США. В дальнейшем это дало возможность появившимся стартапам предлагать кредиты, обеспеченные PAXG, в как в фиатных валютах, так и стейблкоинах PAX, TrueUSD и USDC.

Инвестиционная привлекательность проектов по выпуску стейблкоинов оказывается зависимым и от масштабов и потенциальных источников получения прибыли их эмитентом. Обоснование возможностей повышения прибыльности проекта требует описания основных потенциальных потоков доходов. Состав доходов существенно варьируется в зависимости от конкретной схемы выпуска токенов. Независимо от различных их типов и их различной направленности, выделим следующие пять потоков доходов:

- процентные доходы. Эмитенты стейблкоинов обычно распределяют все процентные доходы, полученные из резервного фонда, между собой. Но эмитенты не обязаны, а в некоторых случаях даже им запрещено передавать процентные доходы держателям монет. Например, учреждениям электронных денег (EMI), таким как Circle, запрещено начислять проценты. В зависимости от юридической структуры стейблкоина, эмитенты могут иметь различную степень свободы в управлении резервным фондом. В зависимости от размера резервных фондов, процентные доходы могут быть разными. Как правило, эмитенты имеют стимул выпускать стабильные монеты для валют, которые предлагают положительные процентные ставки. Например, TrustToken поддерживает стабильные монеты для USD, GBP, AUD, CAD и HKD, не все из которых раньше обеспечивали положительные процентные ставки [10];

- комиссии за транзакции. Эмитенты стабильных монет могут взимать комиссию за каждый перевод. Однако, некоторые эмитенты до последнего времени не взимали комиссию за транзакции (Tether), поскольку это не стимулировало бы использование их монет. В этом случае процентные доходы, похоже, перевешивают потенциальные доходы от транзакционных сборов, которые рассматриваются как «средство последней надежды», если комиссия за транзакции когда-либо станет необходимой» [11];

- комиссии за выпуск и погашение. Эмитенты стейблкоинов могут взимать комиссию за их выпуск (майнинг) и погашение. Так, Tether взимает 0,1% за депозит и большую из сумм 0,1% и \$1 000 за снятие [12]. Очевидно, что эмитент может использовать комиссионные сборы, чтобы направлять приток и отток средств в свой стейблкоин. Это может стать необходимым, если эмитент имеет ограничения по размеру резервного фонда или

баланса (например, учитывая требования к капиталу для EMI или ограничения, установленные банковским партнером эмитента). Аналогичным образом, в случае дефицита ликвидности эмитент может препятствовать оттоку средств, устанавливая более высокие комиссии за снятие средств;

- перекрестные продажи. Эмитенты токенов могут осуществлять перекрестные продажи дополнительных услуг, которые основываются на их стейблкоинах. Так, некоторые криптовалютные биржи тесно связаны с эмитентами стейблкоинов (например, Bitfinex и Tether). Стейблкоины могут служить средством привлечения и облегчения торговли на их платформах;

- вторичные токены. Технологические системы часто разрабатываются в виде модели с двумя токенами, где один токен служит в качестве стейблкоина, а второй предоставляет некоторые специальные функции для взаимодействия с ним. Второй токен, как правило, предназначен для увеличения стоимости по мере использования стейблкоина. Инициаторы системы регулярно выделяют часть этих токенов для себя, чтобы получить выгоду от такого роста стоимости. Например, у DAI есть специальный токен управления (MKR), который также необходим для закрытия позиции Collateral Debt Position [13, 14]. Каждый раз, когда пользователь хочет восстановить доступ к своим заблокированным криптоактивам, ему необходимо заплатить проценты в виде токенов MKR, которые впоследствии сгорают. Со временем предложение токенов MKR уменьшается, что может привести к росту цен.

Эти потоки доходов сформулированы вне зависимости от типа привязки стейблкоина и меры его централизации. Но, в той или иной мере они могут быть распространены на токены с золотым обеспечением, и реализация возможностей их стимулирования потенциально расширяет использование выпускаемого с целью обхода внешних ограничений стейблкоина как платежного инструмента и инвестиционного продукта, но в целом существенно не увеличивая его утилитарность в этом смысле.

Резюмируя, надо отметить, что эмитент стейблкоина должен учитывать общеизвестные обстоятельства, оцениваемые каждым потенциальным потенциальными инвестором, и не всегда искусственным в тонкостях соответствующих стратегий. Однако, эта недооценка не так редка, что подтверждает число провалов в запуске проектов стабильных монет – до последнего времени только треть из всех подобных проектов переживали начальные стадии своей реализации. Упомянутые выше обстоятельства, которые уместнее квалифицировать как требования инвесторов, фактически

и образуют всю палитру условий и факторов, определяющих возможности стейблкоина как инвестиционного продукта и платежного инструмента. Среди них:

- прозрачность и надежность компании-эмитента;
- особенности страхования криптоактива;
- возможности получения процентных доходов в фиатной или централизованно эмитированной валюте;
- надежность места хранения;
- особенности блокчейна, на котором реализован токен;
- комиссии за хранение, транзакции;
- возможности перекрестных продаж и выпуска вторичных токенов,;
- минимальная сумма вкладов;
- ограничения по объему выкупа (размеру инвестиции, который можно обменять);
- ликвидность;
- перечень площадок с поддержкой конкретной цифровой валюты;

Масштабы деятельности создаваемых цифровых платформ по запуску стабильных монет будут зависеть от реализации возможности так называемого их первичного размещения (ICO). Поскольку ICO работает с технологией блокчейн, покупатель и продавец вступают в прямой контакт. У инвестора обычно есть выбор: либо использовать токены в новой созданной экосистеме, либо торговать ими на криптовалютной торговой платформе [15].

Сочетание блокчейна и краудфандинга, лежащее в основе ICO, имеет важные потенциальные преимущества для финансирования ранних стадий, которые представляют собой сектор, чьи потребности редко удовлетворяются должным образом традиционными финансовыми системами. Такое сочетание делает структуру потенциально мощной в поддержке финансирования новых и инновационных идей, поэтому меры регулирования требуют внимательного и тщательного рассмотрения вариантов политики и ее последствий. Как правило, мы видим целый ряд возможных подходов к любой финансовой инновации - от запрета до *laissez-faire* и целый спектр вариантов между ними. Среди этих вариантов:

1. Прямой запрет, подобный тому, который ввели регулирующие органы Китая и Южной Кореи. Утверждая, что ICO вызвали серьезные экономические и финансовые потрясения, Китай призвал немедленно прекратить текущую деятельность по привлечению средств, а все завершенные размещения прекратить, обеспечив возврат средств по всем завершенным предложениям. Кроме того, Китай запретил всем платформам ICO содействовать новым выпускам, а всем финансо-

вым и платежным учреждениям работать с ICO [16]. В сентябре 2017 года Комиссия по финансовым услугам Южной Кореи также объявила о предстоящем запрете, объяснив, что ICO, по видимому, направили рыночные средства в «непродуктивное спекулятивное русло» [17]. Китайское и южнокорейское решения изначально привлекательны, поскольку они обеспечивают правовую определенность при низких регулятивных затратах. Однако, прямой запрет является слишком строгим ответом. В нем чрезмерно подчеркивается контроль рисков и недооценивается важность инноваций, а также большие трудности, с которыми сталкиваются инновационные FinTech-стартапы во многих юрисдикциях при получении финансирования.

2. От пассивных регуляторных практик к частному порядку. Уменьшение информационной асимметрии. Первоначальный подход к ICO (и криптовалютам) в большинстве юрисдикций заключался в том, чтобы фактически ничего не делать. Это можно рассматривать как попытку избежать слишком раннего регулирования. Потенциально это также можно рассматривать как нежелание адаптироваться к вызовам новых технологий и финансовых инноваций. Учитывая быстрый рост рынка, такой подход уже не кажется целесообразным ни с точки зрения потенциальных рисков, ни с точки зрения будущего развития рынков. Учитывая, что в большинстве White Paper отсутствует и содержится неполная информация, необходимая для оценки того, какие законы применяются, то первым шагом должны стать меры по снижению информационной асимметрии и повышению качества предложений на рынке. Частный порядок - участники рынка разрабатывают рамки для регулирования своего поведения из собственных интересов - это классический ответ, который мы видели в начале XIX века, когда появились саморегулируемые фондовые биржи для регулирования поведения при торговле акциями акционерных обществ, исходя из того, что если инвесторы будут чувствовать, что их интересы защищены, они с большей вероятностью будут вкладывать свои деньги в рынок, что, в свою очередь, отвечало финансовым интересам брокеров и дилеров, которые владели и контролировали биржи, новые предложения акций и других ценных бумаг для инвесторов. В этом отношении аналогичный процесс сейчас происходит среди участников индустрии ICO, причем ряд участников стремится разработать руководство по лучшей практике, чтобы улучшить качество рынка и предотвратить потенциально слишком усердную реакцию регуляторов. Однако вопрос о том, достаточно ли будет частного заказа, особенно в контексте финансовых ICO, остается

открытым, и, исходя из опыта развития других финансовых инноваций, можно заключить, что нет, и что более прямая реакция регуляторов и политиков будет уместна.

3. Регуляторные предупреждения – это менее интервенционистский вариант, чем запрет, и заключается в том, чтобы соответствующий регулятор – обычно регулятор ценных бумаг или финансового поведения – просто выпустил предупреждение для рынка. Многие регуляторы уже сделали это, некоторые неоднократно, в отношении ICO. Инвесторов предупредили о необходимости остерегаться попыток манипулирования рынком путем распространения ложной и вводящей в заблуждение информации и создания покупательского ажиотажа. Все эти предупреждения также указывают на высокий риск мошенничества, особенно если ICO не регулируется. Главный элемент этих предупреждений заключается в том, что ICO в значительной степени не регулируются во многих юрисдикциях, и у инвесторов не будет никаких средств правовой защиты. Ряд регулирующих органов, таких как SEC США, ASIC Австралии и SFC Гонконга [18, 19], отмечают, что некоторые ICO имеют особенности, которые могут классифицировать их как «ценные бумаги» и «регулируемую деятельность» в соответствии с законодательством о ценных бумагах, что приведет к необходимости регистрации или получения разрешения. Такие предупреждения являются стандартным инструментом регулирующих органов, и они во многих случаях возымели эффект.

4. Обеспечение соблюдения существующих законов путем согласованных действий, которые все в большем количестве стран и чаще появляются с целью регламентации этой динамично развивающейся сферы. Возникает вопрос, достаточно ли существующей системы финансового регулирования для борьбы с этим рынком. В контексте ICO может применяться широкий спектр систем финансового регулирования. Главное – понять природу отдельного ICO и связанной с ним инфраструктуры: те из них, которые имеют инвестиционный элемент, должны подпадать под действие системы финансового регулирования, которая во многих случаях будет достаточной для решения возникающих проблем и обеспечения жизнеспособности структуры, как только участники рынка ознакомятся с применением существующей системы.

Представленный обзор затрагивает регуляторные практики, регламентирующие ICO, как таковое, не учитывая видовой состав цифровых активов. Имея ввиду возможности использования стейблкоина в расчетных и инвестиционных целях путем разработки и реализации соответствующих

платформенных решений следует учесть и регуляторные требования к оперированию этой разновидностью цифровых активов. Важнейшим актом, лучшим в основу направленности и содержательных установок национальных регуляторных практик в этой области является документ, выработанный профильными министрами и управляющими стран G7 [20]. Документ ориентирован на существующие платформы со значительной глобальной клиентской базой, иницирующие проекты создания централизованной цифровой валюты с обеспечением. Учитывая, что проекты способны быстро масштабироваться благодаря широкой аудитории в сочетании с существующей инфраструктурой и простым в использовании интерфейсом, то они сопряжены со значительными рисками. Это побудило к выработке рекомендаций на таком уровне, которые распространяются на весь феномен стабильных монет и практики его расширения, в том числе через механизм ICO:

- одни и те же проблемы и риски касаются всех масштабов. Важно, чтобы ни один (особенно глобальный) проект стабильных монет не начинал свою работу до того, как будут выявлены и адекватно решены все проблемы;

- инициативы по созданию стейблкоина и их операторы «должны соответствовать самым высоким стандартам и подвергаться разумному надзору и контролю, а возможные пробелы в регулировании должны быть в приоритетном порядке оценены и устранены» [20, с. 2];

- одной из наиболее значительных проблем является правовая определенность. Важно, чтобы у пользователей была уверенность в том, что инициатива стабильна, как и обещано. Для это необходимо, во-первых, дать однозначную юридическую характеристику проекта, которая может отличаться от правовой базы. Во-вторых, учитывая, что большинство инициатив будут действовать в межюрисдикционном контексте, для каждого из них должно быть выяснено, законы какой юрисдикции применяются к какому отдельному элементу, а потенциальный конфликт права, возникающий при различном подходе в разных юрисдикциях, должен быть сведен к минимуму. В-третьих, технологический сектор развивается быстрее, чем сектор финансового права, поэтому законодатели должны следить за тем, чтобы разрыв между технологиями и правом не увеличивался. И, с другой стороны, важно, чтобы нормативные акты оставались нейтральными к технологиям и не препятствовали инновациям, стараясь при этом гарантировать безопасность и надежность системы. Поскольку инициативы по созданию стейблкоинов претендуют на роль общепринятого средства платежа, они должны соответствовать

тем же требованиям, что и традиционные платежные системы;

- помимо правовой определенности, еще одним фундаментальным требованием для успешной инициативы по созданию стейблкоина является надежное и эффективное управление. Структура и ответственность всех участвующих провайдеров должны быть четко определены и доведены до сведения участников экосистемы;

- инициативы, связанные со стейблкоинами, уязвимы для незаконной финансовой деятельности. Эмитенты должны соблюдать международные стандарты в области ПОД/ФТ, установленные FATF;

- поскольку инициативы осуществляются в цифровой форме, кибербезопасность должна быть основным аспектом для всех эмитентов. Поэтому инициативы должны использовать хорошо известные лучшие практики ISO, чтобы снизить риск успешной кибератаки до минимума;

- ценность валюты всегда связана с доверием пользователей к ней. У пользователей должна быть уверенность в том, что эмитент стабильных монет может и будет выкупать их токены до эталонной стоимости по требованию, а также уверенность в том, что о проекте не будет распространяться неправдивая информация, которая способна привести к неправильному ценообразованию и дисфункции рынка;

- эмитенты должны применять строгие меры по защите данных. Как и в случае с регулированием и рамочными нормами, политика в отношении данных часто сложна для применения в разных странах. Независимо от этого, инициативы по созданию стейблкоинов должны четко указать, как они используют личные данные участников своей экосистемы и как эти данные передаются внутри сети и внешним пользователям;

- учитывая, что стейблкоин является широко неизвестной зарождающейся технологией, важно обеспечить, чтобы все участники были хорошо информированы о существенных рисках и своих обязательствах. Стаблкоин-проекты часто имеют высокую сложность, что затрудняет понимание потенциальных рисков пользователями. Особенно различные инициативы могут иметь широкую область различных потребителей и инвесторов. Поэтому все должны получить четкую, полную и понятную информацию о характере инициативы.

Перечисленные положения формируют основы для национальных и наднациональных практик эмиссии стабильных монет. Российский опыт регулирования эмиссии цифровых активов, осуществления практик первичного размещения токенов с известной мерой условности к настоящему моменту можно разделить на две стадии. Они

укладываются в предложенную выше классификацию регуляторных режимов в отношении ICO. Отсутствие видимых регуляторных правил, а на более поздних этапах попытки их закрепления на рекомендательном и инструктивном уровне, стало импульсом к росту соответствующей активности в России. Сегодняшняя же российская действительность в этой сфере может представлена заключительным пунктом упомянутой классификации в сочетании с отдельными жесткими мерами запретительного характера, описываемыми первым ее пунктом. Юридически поддержание этой действительности регламентируется 259-м ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31.07.2020 [21]. В практическом плане опыт правоприменения установленного регуляторного режима пока не богат и представлен разовыми проектами. Ряд планировавшихся к реализации замыслов, так и не вышел за рамки инициированной национальным регулятором «песочницы».

В начале 2022 г. в реестре операторов информационных систем по выпуску цифровых финансовых активов появилась первая компания, которой стала российская токенизационная платформа Atomyze [22]. Одним из ее инвесторов является компания «Интеррос». Платформа позиционирует себя как площадку для цифровизации активов и процессов на базе DLT, обеспечивая выпуск и обращение ЦФА, их обмен на аналоги или фиатные деньги, а также осуществляя выпуск цифровых прав. Atomyze полностью принадлежит швейцарской Atomyze AG (до августа 2021 г. – Tokentrust AG), 51% которой находятся во владении Asset Backed Coins Platform, а 49% фонда Норникеля. При этом собственники первой не раскрываются. Одним из первых эмитентов Atomyze стал Global Palladium Fund, запустив платежные инструменты Exchange Traded Commodities (ETC), обеспеченные металлами «Норникеля», на шести европейских биржах, в том числе Лондонской и Франкфуртской. Atomyze дает клиентам возможность выпуска цифровых активов и их обращения на своей платформе, храня эти активы и ведя реестр держателей. Кроме этого, Atomyze самостоятельно осуществляет обмен цифровых финансовых активов внутри своей платформы на рубли, согласно ее правилам здесь может быть выпущено два их вида: активы, включающие денежные требования, и «гибридные» (включающие денежные требования и иные цифровые права). Регистрация оператора дала старт новой стадии в развитии российского рынка, предоставив возможность привлечения финансирования без увеличения долговой нагрузки и

хеджирования товарных рисков. В тоже время остается нерешенным ряд вопросов регуляторного свойства, в части связанных с определением порядка налогообложения этого бизнеса. Представляется, что традиции, уже устоявшиеся в отечественной регуляторной практике после внесения определенности в упомянутые вопросы, могут воспрепятствовать широко масштабному распространению этих бизнес-процессов.

Возможные решения по выпуску стабильных монет в расчетных и инвестиционных целях должны учитывать весь комплекс как рамочных, так и содержательных юридических установок, регламентирующих процессы первичного размещения токенов, организации выпуска и проведения операций со стабильными монетами.

Параметры и стадии проведения ICO стейблкоинов могут зависеть от конкретной схемы процедуры первичного размещения токенов. Таких схем может быть две. Соответственно этим схемам определяются ее параметры. Первая ограничивается размещением исключительно эмитируемого стейблкоина. В рамках нее предусмотрено распространение стабильных монет между заинтересованными участниками, которые в свою очередь будут ограничены лишь транзакционным функционалом этих токенов для проведения внешнеторговых сделок.

Приобретение потенциальными участниками стабильных монет, привязанных к золоту, может быть предусмотрена в фиатных валютах и криптовалютах. В обоих случаях фиксируется стоимость предоставляемого средства платежа в стейблкоинах, и обеспечение при этом играет свою стабилизирующую роль, что важно не только при оплате токенов волатильными децентрализованно эмитируемыми цифровыми платежными инструментами, но и при предъявлении фиатных денег, подвергающихся инфляционному давлению. Хранение привлеченных средств может быть организовано различными способами:

- хранение самим инвестором средств в так называемом «холодном» кошельке, когда приватный ключ находится у самого инвестора;
- хранение на «холодных» кошельках у третьих лиц – это услуги компаний соответствующего профиля, оказывающих услуги безопасного хранения (кастодиальный сервис).

По сути оба варианта сводятся к феномену эскроу. В первом случае децентрализованного, а во втором централизованного. Нередко этот способ привлекателен для потенциальных участников, поскольку минимизирует риски и предоставляет соответствующие значимые гарантии. Использование в том или ином виде эскроу-счетов в проекте обеспечит в представлении потенциальных инве-

сторов возможность привлечения к ответственности разработчиков платформы, пока инвесторы не получат планируемые бонусы при оперировании стабильными монетами. Услуга условного депонирования (в том числе предоставляемая централизованным образом эскроу-агентами) будет контролировать реализацию проекта, проверяя их действия на соответствие White Paper и иной информации, в том числе технического толка, содержащейся на сайте платформы. В централизованной схеме для достижения этой цели собранные средства размещаются на условное депонирование и выплачивается таким же образом команде разработчиков проекта в соответствии с достигнутыми результатами. Следовательно, в процессе краудфандинга ICO средства инвесторов идут не к разработчикам проекта, как это обычно происходит, а поступают на счета эскроу-агента, который обеспечивает безопасность их размещения. Счет для сбора средств в эскроу подписывается несколькими сторонами. Обычно в их число входят представители эскроу-агента, один или два члена команды разработчиков проекта. Таким образом, поскольку представители эскроу-агента имеют большинство голосов, участники команды разработчика не могут получить доступ к средствам без разрешения эскроу-агентов. Включение в подписанты членов команды разработчиков проекта обеспечивает прозрачность для всех участников процесса. Эскоу-агенты в ICO – это, как правило, люди, хорошо известные в криптоиндустрии, внесшие заметный вклад в развитие децентрализованной сети цифровых платежей. Таким образом, инвесторы могут быть уверены, что одной из сторон, обеспечивающих сохранность их средств, выступают довольно известные и авторитетные лица, а не только разработчики.

С другой стороны, скрипты смарт-контрактов также могут эффективно служить в качестве определенной формы эскроу-менеджера, поскольку они будут выполнять только предустановленные инструкции, которые впоследствии не могут быть изменены. В целом независимо от применяемого способа предоставления услуги условного депонирования, успех проекта связан с наличием или отсутствием этой услуги.

Подобный механизм, вполне может быть задействован и в товарообменных сделках. Средства в стейблкоинах депонируются в полном объеме, частично по момента исполнения обязательств в части поставок, оказания услуг по исполнению обязательств, предусмотренных внешнеторговыми контрактами. Функционал эскроу-счетов в этом случае ограничен сервисом по содействию выполнения обязательств участников проектов. Независимо от этого, данную опцию целесообразно за-

действовать исключительно из соображений расширения ассортимента набора предоставляемого платформой услуг.

В первом же случае, рассмотренном выше, функционал эскроу представляется более широким и предусматривает депонирование средств до момента обеспечения устойчивости денежных потоков в пользу инвесторов в результате оперирования мобилизованными разработчиками платформы средств и сосредоточенными в фонде, находящимся под ее доверительным управлением. Этот функционал реализуется полномасштабно при выборе альтернативной схемы ICO, предусматривающей выпуск дополнительных токенов первичного размещения компаниями, привлеченными к реализации соответствующего проекта.

Данный вариант предполагает привлечение дополнительного числа инвесторов, заинтересованных в проекте в части фиксации стоимости волатильных криптоактивов и фиатной валюты и получения более значимых доходов, распределяемых в пользу компаний-заказчиков ICO, которые могут использовать не только стабильные моменты для реализации транзакционной компоненты своего бизнеса, но и фиатные деньги. В этом случае также целесообразно использовать эскроу-счета, причем в двойном их функционале. Эта расширенная схема, предусматривая выпуск дополнительных токенов, представляющих по сути аналог инструментов фондового рынка, заметно увеличивает совокупность регуляторных требований, распространяемых на функционирование специализированной цифровой платформы, обзор которых был представлен выше. Этот способ не исключает, а дополняет обслуживающий внешнеторговый функционал платформы. Потенциально сопряженный с более интенсивными, масштабными и разнообразными финансовыми потоками, он сопряжен и с большими рисками, минимизация или предотвращение которых обеспечиваются традиционными для него процедурами хеджирования.

Данный способ можно квалифицировать как один из основных сценариев привлечения внешнего финансирования, который расширяет регуляторную базу применяемую к деятельности платформы. Причем не только в части расширения набора инструментов, но и регламентации краудфандинговых операций, обзор основных положений которой был представлен выше.

Многообразие потоков доходов платформы – комиссионные от компаний-заявителей ICO, размещения стабильных монет, погашения последними и иными активами, находящимися в доверительном управлении, токенов ICO, и проч. дает определенный резерв для нее в части установления предпочтений для упомянутых компаний. Это

расширяет возможности рефинансирования их деятельности и может составить значимый стимул для увеличения числа участников. Для инвесторов, входящих проект, субъектов потенциального спроса на токены ICO, целесообразно вообще установить бескомиссионный режим, как это практикуется многими аналогичными проектами. Этот аспект следует рассматривать как немаловажный, учитывая, что средства этих инвесторов составляют по сути основной источник увеличения потенциала рефинансирования деятельности компаний – участниц настоящего проекта.

Кроме этого, с учетом меры вовлеченности компаний, охватываемых проектом, во внешне-торговую деятельность, характера и масштабов реализации их производственного профиля на внешних рынках, страховые механизмы должны быть выстроены по схемам минимизирующим риски, характерные для трансграничных операций. В этой части можно рекомендовать использование опционов, базирующихся на котировках золота, смещения цен на которое, будут сопряжены с дополнительными доходами платформы в виде премий, с одной стороны, и компенсациями потерь компаний при конвертации стабильных монет в фиатные валюты. Поэтому включение этих механизмов в представленные обе схемы можно оценивать как важное и необходимое условие обеспечения сбалансированности всего проекта.

Тем самым, придание инвестиционного статуса выпускаемых на цифровых платформах монет и его поступательный рост в этом качестве в рамках ICO будет зависеть от многих обстоятельств, в числе которых, прежде всего, внутренние условия, формируемые качеством прохождения всех этапов данного процесса, обоснованным выбором обеспечивающих это качество процедур. Кроме того, важна мера учета внешних обстоятельств, формируемых на наднациональном и национальном уровнях (во всем многообразии условий, определяемых конкретными юрисдикциями), и выражающихся в особенностях реакции государств и международных организаций в отношении динамично развивающейся сферы децентрализованных финансов. Существенное значение будет иметь и ориентация на наиболее продуктивные практики в области, составляющей объект приложения ресурсов и компетенций разработчиков проектов цифровых платформ.

Давая оценку возможностям цифровых платформенных решений с торговыми и инвестиционными целями применительно к условиям и задачам развития российской экономики в новых для нее условиях, все-таки следует отметить ограниченность их потенциальных результатов. Эта ограниченность, временами способная расши-

ряться соображениями ценовой привлекательности позиций российского экспорта и инвестиционными возможностями платформенных продуктов, будет чаще всего поддерживаться совокупностью неэкономических факторов и увеличивающейся вероятностью усиления внешнего давления для потенциальных участников создаваемых платформ. Но, то, что участникам соответствующих проектов предоставляются возможности не только осуществления платежей в стабильных единицах счета с гарантированным обеспечением, отсутствием барьеров к обратной конверсии в национальные валюты и драгоценный металл, но и ин-

вестирования в производные токены с задействованием инструмента их первичного размещения, может рассматриваться как одно из важных условий масштабирования этих проектов. Речь идет о совмещении торговых и инвестиционных функций у создаваемых цифровых платформ. Тем самым потенциально расширяется круг участников проекта, среди которых вероятно будут отнюдь не только субъекты международных торговых отношений, но и инвесторы, заинтересованные в извлечении доходов от эмиссии производных токенов.

Литература

1. Криптовалюты: тренды, риски, меры. Доклад для общественных консультаций. Банк России. 2022. http://www.cbr.ru/content/document/file/132241/consultation_paper_20012022.pdf
2. Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации. Доклад для общественных консультаций. Банк России. 2022. https://www.cbr.ru/Content/Document/File/141991/Consultation_Paper_07112022.pdf
3. Децентрализованные финансы. консультаций. Банк России. 2022. http://www.cbr.ru/Content/Document/File/141992/report_07112022.pdf
4. Bullmann D., Klemm J., Pinna A. In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution? / ECB Occasional Paper Series № 230. August 2019.
5. Lipto, A., Sardon A., Schär F., Schüpbach, C. Stablecoins, Digital Currency, and the Future of Money / Works in Progress Building the New Economy. Apr 30, 2020.
6. Bolliger C. Stablecoins – Classification of stablecoins and their impact on the financial sector / ResearchGate, December 2019. <https://www.researchgate.net/publication/344279937>
7. Griffin John M., Shams Amin, Is Bitcoin Really Un-Tethered? Working Paper, October 28, 2019.
8. Upson S. Why Tether's Collapse Would Be Bad for Cryptocurrencies. [Online]. <https://www.wired.com/story/why-tethers-collapse-would-be-bad-forcryptocurrencies>
9. Токены, привязанные к золоту растут, несмотря на смешанные отзывы аналитиков. <http://www.blockchain24.com/news/novosti-blokcheyna/tokeny-privyazannye-k-zolotu-rastut-nesmotrya-na-smeshannye-otzyvy>
10. TrustToken. (2020, 3) Explore all of our currencies / <https://www.trusttoken.com/currencies>
11. Etherscan.(2020, 3) Tether USD (USDT) – Contract Source Code. <https://etherscan.io/address/Oxdac17f958d2ee523a2206206994597c13d831ec7/#code>
12. Tether. (2020, 3) Fees. <https://tether.to/fees>
13. M. DAO. (2020, 3) Dai 1.0. <https://developer.makerdao.com/dai/1/>
14. Stablecoins. An overview of the current state of stablecoins (2020). <https://download.blockdata.tech/blockdata-stablecoin-report-blockchain-technology.pdf>
15. Kondova G., Simonella G. (2019). Blockchain in Finance: ICOs and STOs in Switzerland. Presented at the International Conference on Digital, Innovation, Entrepreneurship & Financing (DIF 2019), Valencia, Spain. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/335276897_Blockchain_in_Finance_ICOs_and_STOs_in_Switzerland
16. Zhao W. China's ICO Ban: A Full Translation of Regulator Remarks, COINDESK (Sep. 5, 2017). <https://www.coindesk.com/chinas-ico-ban-a-full-translation-of-regulator-remarks>
17. Ponciano J. South Korea Issues Ban on ICOs as Trading Volume Climbs at Nation's Exchanges, FORBES (Sep. 29, 2017). <https://www.forbes.com/sites/jonathanponciano/2017/09/29/south-korea-issues-ban-on-icos-as-nations-exchanges-grow-trading-volume/#6ccd667b3531>
18. Lai D. Should Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings (ICOs) be Regulated under Australian Financial Services Laws? // Global Markets Law Journal. 2019. Vol. 5.
19. Crowd-Sourced Funding, Australian Securities and Investments Commission (last updated Sep. 21, 2017), <http://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/crowd-sourced-funding/>
20. G7 Working Group on Stablecoins. (2019). Investigating the impact of global stablecoins. Retrieved from <https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.htm>

21. Федеральный закон «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» № 259-ФЗ от 31.07.2020. http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/

22. В России появился первый оператор выпуска цифровых финансовых активов / Ведомости. 04.02.2022г. <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2022/02/03/907797-zakon-tsifrovih-finansovih>

References

1. Kriptoal'juty: trendy, riski, mery. Doklad dlja obshhestvennyh konsul'tacij. Bank Rossii. 2022. http://www.cbr.ru/content/document/file/132241/consultation_paper_20012022.pdf

2. Razvitie rynka cifrovih aktivov v Rossijskoj Federacii. Doklad dlja obshhestvennyh konsul'tacii. Bank Rossii. 2022. https://www.cbr.ru/Content/Document/File/141991/Consultation_Paper_07112022.pdf

3. Decentralizovannye finansy. konsul'tacij. Bank Rossii. 2022. http://www.cbr.ru/Content/Document/File/141992/report_07112022.pdf

4. Bullmann D., Klemm J., Pinna A. In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution? ECB Occasional Paper Series № 230. August 2019.

5. Lipton A., Sardon A., Schär F., Schüpbach, C. Stablecoins, Digital Currency, and the Future of Money. Works in Progress Building the New Economy. Apr 30, 2020.

6. Bolliger C. Stablecoins – Classification of stablecoins and their impact on the financial sector. ResearchGate, December 2019. <https://www.researchgate.net/publication/344279937>

7. Griffin John M., Shams Amin, Is Bitcoin Really Un-Tethered? Working Paper, October 28, 2019.

8. Upson S. Why Tether's Collapse Would Be Bad for Cryptocurrencies. [Online]. <https://www.wired.com/story/why-tethers-collapse-would-be-bad-forcryptocurrencies>

9. Tokeny, privjazannye k zolotu rastut, nesmotrja na smeshannye otzyvy analitikov. <http://www.blockchain24.com/news/novosti-blokcheyna/tokeny-privyazannye-k-zolotu-rastut-nesmotrya-na-smeshannye-otzyvy>

10. TrustToken. (2020, 3) Explore all of our currencies / <https://www.trusttoken.com/currencies>

11. Etherscan.(2020, 3) Tether USD (USDT) – Contract Source Code. <https://etherscan.io/address/Oxdac17f958d2ee523a2206206994597c13d831ec7/#code>

12. Tether. (2020, 3) Fees. <https://tether.to/fees>

13. M. DAO. (2020, 3) Dai 1.0. <https://developer.makerdao.com/dai/1/>

14. Stablecoins. An overview of the current state of stablecoins (2020). <https://download.blockdata.tech/blockdata-stablecoin-report-blockchain-technology.pdf>

15. Kondova G., Simonella G. (2019). Blockchain in Finance: ICOs and STOs in Switzerland. Presented at the International Conference on Digital, Innovation, Entrepreneurship & Financing (DIF 2019), Valencia, Spain. Retrieved from

https://www.researchgate.net/publication/335276897_Blockchain_in_Finance_ICOs_and_STOs_in_Switzerland

16. Zhao W. China's ICO Ban: A Full Translation of Regulator Remarks, COINDESK (Sep. 5, 2017). <https://www.coindesk.com/chinas-ico-ban-a-full-translation-of-regulator-remarks>

17. Ponciano J. South Korea Issues Ban on ICOs as Trading Volume Climbs at Nation's Exchanges, FORBES (Sep. 29, 2017). <https://www.forbes.com/sites/jonathanponciano/2017/09/29/south-korea-issues-banonicos-as-nations-exchanges-grow-trading-volume/#6ccd667b3531>

18. Lai D. Should Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings (ICOs) be Regulated under Australian Financial Services Laws? // Global Markets Law Journal. 2019. Vol. 5.

19. Crowd-Sourced Funding, Australian Securities and Investments Commission (last updated Sep. 21, 2017), <http://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/crowd-sourced-funding/>

20. G7 Working Group on Stablecoins. (2019). Investigating the impact of global stablecoins. Retrieved from <https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.htm>

21. Federal'nyj zakon «O cifrovih finansovyh aktivah, cifrovoj valjute i o vnesenii izmenenij v otdel'nye zakonodatel'nye akty Rossijskoj Federacii» № 259-FZ ot 31.07.2020. http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/

22. V Rossii pojavilsja pervyj operator vypuska cifrovih finansovyh aktivov. Vedomosti. 04.02.2022g. <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2022/02/03/907797-zakon-tsifrovih-finansovih>

*Fiapshev A.B., Doctor of Economic Sciences (Advanced Doctor), Professor,
Financial University under the Government of the Russian Federation*

Review of regulatory practices in relation to stablecoins from the position of reasoning the possibility of using them in the conditions of external trade and financial restrictions

Abstract: the article summarizes the main properties of stablecoins, provides an overview of the main regulatory practices of its use as a payment instrument and investment product. The problem of using stablecoin on the basis of the creation of digital platforms is actualized by the conditions of the country, in respect of which external trade and financial restrictions have been imposed. The study shows that stablecoin, secured by real assets, in particular precious metals, is a safe haven in certain situations, provide opportunities to distance themselves in external interactions with traditional financial institutions and reserve currencies. Digital platforms created on its basis can become one of the ways to support foreign trade and investment process in these countries. Consideration of national and supranational regulatory practices of operating with stablecoin provides neutralization of certain risks associated with both the intensification of foreign trade and the involvement of foreign investors in the activities of digital platforms.

Keywords: stablecoins, regulation of cryptocurrencies, digital trading and investment platforms

For citation: Fiapshev A.B. Review of regulatory practices in relation to stablecoins from the position of reasoning the possibility of using them in the conditions of external trade and financial restrictions. Modern Economy Success. 2023. 2. P. 145 – 156.