



Банк России

# СТЕЙБЛКОЙНЫ: ОПЫТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ И РЕГУЛИРОВАНИЯ

Аналитический доклад

Москва  
2024

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Введение: предпосылки и цель доклада .....</b>	<b>2</b>
<b>Резюме .....</b>	<b>4</b>
<b>1. Понятие и классификация стейблкойнов .....</b>	<b>8</b>
1.1. Понятие и виды стейблкойнов.....	8
1.2. Стабилизационный механизм стейблкойнов .....	13
<b>2. Экономическая природа и опыт использования стейблкойнов .....</b>	<b>19</b>
2.1. Соотношение стейблкойнов с другими финансовыми инструментами.....	19
2.2. Возможности и текущая практика использования стейблкойнов .....	26
2.3. Риски использования стейблкойнов .....	28
<b>3. Зарубежные модели регулирования стейблкойнов .....</b>	<b>36</b>
3.1. Установление запрета на эмиссию и использование стейблкойнов .....	37
3.2. Создание специального правового регулирования стейблкойнов .....	38
<b>4. Россия: вопросы регулирования стейблкойнов .....</b>	<b>51</b>
<b>Вопросы для комментариев .....</b>	<b>53</b>
<b>Приложение. Определения стейблкойнов в разных источниках .....</b>	<b>54</b>
<b>Список литературы .....</b>	<b>55</b>
<b>Глоссарий .....</b>	<b>57</b>

Доклад подготовлен Департаментом стратегического развития финансового рынка.

Ответы на вопросы, поставленные в докладе, а также замечания и предложения к нему просим направлять до 30.08.2024 включительно на адреса: [MedvedevAA01@cbr.ru](mailto:MedvedevAA01@cbr.ru), [AniskovAS@cbr.ru](mailto:AniskovAS@cbr.ru).

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2024

## ВВЕДЕНИЕ: ПРЕДПОСЫЛКИ И ЦЕЛЬ ДОКЛАДА

Банк России продолжает серию публикаций<sup>1</sup> по вопросам, связанным с развитием в финансовой сфере токенизации. В рамках этой серии Банк России представляет настоящий доклад, посвященный текущим международным тенденциям в области использования и регулирования стейблкоинов.

Появление в 2014 г. стейблкоинов стало ответом на чрезмерно высокую волатильность криптовалют (BTC, ETH и другие) и возросшую потребность расширяющейся криптоиндустрии в менее волатильном платежном средстве. С тех пор общая рыночная капитализация стейблкоинов, по некоторым оценкам, достигла порядка 150 млрд долл. США<sup>2</sup>, и на сегодняшний день стейблкоины активно используются в криптоиндустрии.

События 2022–2023 гг. (в том числе крах стейблкоина TerraUSD, банкротство биржи FTX, крах Silicon Valley Bank) показали: стейблкоины, несмотря на то что они часто позиционируются как менее волатильная альтернатива криптовалютам, также подвержены колебаниям, что еще раз подчеркнуло актуальность стоящей перед международными организациями и национальными регуляторами задачи по оценке последствий и минимизации потенциальных рисков использования стейблкоинов.

В мире продолжает формироваться отношение к самому явлению стейблкоинов, пока нет единого определения и единых подходов к их регулированию. В целом можно отметить, что стейблкоины часто обладают чертами, схожими с существующими цифровыми и традиционными финансовыми инструментами, воспроизводя их функционал в различных комбинациях.

Примеры регулирования стейблкоинов, появившиеся в некоторых странах, а также подходы к регулированию, проектируемые в ряде других стран, свидетельствуют о наличии принципиально разных подходов к их регулированию. При этом международные организации рассматривают вопрос регулирования стейблкоинов (как и в целом цифровых активов) в качестве одного из ключевых в контексте дискуссии о перспективах развития финансовых рынков. Глобальная дискуссия продолжается, остается много открытых вопросов.

Настоящий доклад представляет читателю результаты мониторинга текущих международных тенденций и дискуссий в области использования и регулирования стейблкоинов.

В докладе описывается, что представляют собой стейблкоины и какими характеристиками они обладают с точки зрения экономического содержания. Приведена классификация стейблкоинов, а также рассматриваются возможности и риски использования стейблкоинов с точки зрения как макроэкономической политики, так и интересов инвесторов.

Кроме того, уделяется внимание имеющемуся на данный момент иностранному опыту регулирования стейблкоинов, рассматривается соотношение стейблкоинов с используемыми в России финансовыми и цифровыми инструментами, в том числе цифровыми правами и цифровыми валютами.

<sup>1</sup> Доклад для общественных консультаций [«Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации»](#) (2022 г.), информационно-аналитический доклад [«Децентрализованные финансы»](#) (2022 г.), информационно-аналитический доклад [«Токенизированные безналичные деньги на счетах в банках»](#) (2023 г.) и другие.

<sup>2</sup> По данным [CoinGecko](#).

Банк России продолжит внимательно наблюдать за дальнейшим развитием дискуссии в отношении как стейблкоинов, так и более широкого круга вопросов применения в финансовой сфере токенизации и будет дальше представлять общественности результаты этого мониторинга.

## РЕЗЮМЕ

1. Появление и развитие стейблкоинов стало ответом на чрезмерно высокую волатильность криптовалют (BTC, ETH и другие) и возросшую потребность расширяющейся криптоиндустрии в менее волатильном платежном средстве.
2. По мере появления и распространения стейблкоинов зарубежные регуляторы и международные организации стали проявлять все больше внимания к ним, исследуя данное явление, в том числе связанные с ним риски. В мире продолжает формироваться отношение к самому явлению стейблкоинов, и пока нет единого мнения относительно их определения. В целом в международной практике преобладает подход, который сводится к тому, что стейблкоины представляют собой класс цифровых (виртуальных) активов, отличительной чертой которых является привязка их стоимости к стоимости какого-либо актива или корзины активов<sup>3</sup> (для целей настоящего доклада далее по тексту будет использоваться это определение стейблкоинов).
3. В российском законодательстве термин «стейблкоин» не используется. При этом, учитывая значительное многообразие возможных архитектур стейблкоинов, отдельные стейблкоины по своим характеристикам могут быть схожими с выпускаемыми в соответствии с российским законодательством цифровыми правами. Отдельные стейблкоины могут соотноситься с определенными в российском законодательстве цифровыми валютами.
4. Как правило, стейблкоины привязаны к денежной единице (в большинстве случаев к доллару США), однако они также могут быть привязаны к иным активам (золото, иные биржевые товары, криптовалюты, другие активы) или их корзине.
5. В имеющихся исследованиях существуют различные подходы к классификации стейблкоинов. В основе наиболее часто встречающейся классификации стейблкоинов лежит механизм, используемый для поддержания стабильности стоимости стейблкоинов относительно стоимости актива (корзины активов), к которому он привязан. По этому критерию выделяют следующие основные виды стейблкоинов:
  - обеспеченные стейблкоины (например, USDT, USDC, DAI, PAXG) предусматривают формирование специального обеспечения за счет выделения активов;
  - необеспеченные алгоритмические стейблкоины (например, FRAX, FEI) не предполагают формирования обеспечения, стабилизация относительно стоимости актива (корзины активов) обеспечивается с помощью специальных алгоритмов;
  - гибридные стейблкоины (например, IRON) предусматривают совмещение обеспечительного и алгоритмического механизмов.
6. В международной повестке принято отмечать возможность доступа и совершения операций с помощью стейблкоинов как менее волатильного, чем криптовалюты, денежного суррогата, что дает определенные возможности в криптоиндустрии.

Вместе с тем стейблкоины не признаются законным средством платежа, их использование во внутренних расчетах связано со значительными рисками для ценовой и финансовой стабильности. В связи с этим зачастую в мировой практике, в том числе в России, использование стейблкоинов в качестве внутреннего средства платежа недопустимо.

<sup>3</sup> При этом, как будет показано далее, такая привязка не гарантирована, стейблкоин может временно или даже полностью утратить привязку, что может привести к его краху.



При этом в отдельных юрисдикциях (например, Европейский союз (ЕС), Сингапур, Япония) вводятся особые требования (включая лицензирование эмитента, требования к его обеспечению и ликвидности и так далее), при соблюдении которых отдельные стейблкоины могут использоваться в качестве аналога электронных денежных средств при расчетах в таких юрисдикциях. Однако наиболее распространенные стейблкоины не соответствуют указанным требованиям и не рассматриваются в названных юрисдикциях в качестве законного средства платежа.

7. Стейблкоины, как и другие цифровые активы, могут также служить дополнительным финансовым инструментом для получения инвестиционного дохода – например, связанного с повышением стоимости актива, к которому привязаны стейблкоины, или для хеджирования рисков.

При этом в существующей дискуссии по вопросу экономической сущности и правовой природы стейблкоинов часто встречается их сравнение с рядом других цифровых и традиционных финансовых активов. Учитывая разнообразие архитектуры стейблкоинов, их отдельные виды могут обладать чертами, схожими с существующими цифровыми и традиционными финансовыми инструментами, воспроизводя их функционал в различных комбинациях.

Сделки, совершаемые со стейблкоинами в целях получения инвестиционного дохода, также могут быть и аналогичны традиционным сделкам на финансовом рынке (например, сделкам репо), и иметь свою специфику.

8. В настоящее время мировой масштаб выпуска и оборота стейблкоинов относительно традиционных финансов небольшой, поэтому, по оценке международных организаций, глобальных системных рисков они пока не создают. При этом для стейблкоинов (особенно если речь идет о нерегулируемой деятельности) характерны кредитный и иные риски, присущие финансовым инструментам, с которыми они схожи, в том числе свойственные цифровым активам технологические риски. Кроме того, в контексте наиболее распространенных стейблкоинов важно учитывать риск полной блокировки выпущенных стейблкоинов (по инициативе эмитента или при наступлении определенных событий, например в силу санкционных ограничений).

В случае же значительного распространения и отсутствия регулирования оборот стейблкоинов может привести к реализации широкого набора рисков, часть которых свойственна для сферы традиционных финансов, а часть – для цифровых активов, связанных с использованием технологий распределенного реестра, смарт-контрактов, а также с бизнес-архитектурой стейблкоинов.

9. В мировой практике в настоящее время отсутствует единое мнение относительно подходов к регулированию стейблкоинов, в том числе механизма сегрегации и защиты резервных активов, составляющих обеспечение стейблкоинов. Глобальное видение в отношении регулирования стейблкоинов находится на начальном этапе развития, при этом заметна тенденция к признанию целесообразности запрета стейблкоинов, а их регулирования или выработки подходов к их регулированию.

Активную позицию в данном вопросе занимают международные организации, которые изучают стейблкоины как явление, возможности и риски их использования (в том числе в контексте попыток отдельных участников рынка создать глобальные стейблкоины), существующие подходы и примеры регулирования, а также дают соответствующие рекомендации.

Применительно к конкретным юрисдикциям в ряде случаев создается специальное нормативно-правовое регулирование стейблкоинов, которое в целом строится на принципе «схожая деятельность – схожие риски – схожее регулирование» и подходах, близких к регулированию традиционного финансового рынка (лицензирование, пруденциальные требования и другие). К примеру, в Гонконге, ЕС, Сингапуре, Японии и ряде иных юрисдикций установлены требования к выпуску и обращению стейблкоинов, включая требования к их обеспечению и погашению.

В отдельных юрисдикциях к стейблкоинам применяется уже существующее нормативно-правовое регулирование. Такой подход характерен, например, для США, где на практике в настоящее время к некоторым стейблкоинам применяются требования, предусмотренные в отношении ценных бумаг<sup>4</sup>.

Также существуют юрисдикции, например Китай, где запрещено использование стейблкоинов (как и криптовалют).

В некоторых странах, например в Индии, позиция относительно регулирования стейблкоинов в настоящее время окончательно не сформирована.

10. В России действующее законодательство позволяет выпускать цифровые права – цифровые финансовые активы (ЦФА), утилитарные цифровые права (УЦП), гибридные цифровые права (ГЦП), – с характеристиками которых могут быть схожи характеристики отдельных стейблкоинов в зависимости от наличия эмитента, степени централизации среды выпуска и обращения. Некоторые разновидности стейблкоинов, являющихся обязательствами своего эмитента, по существу могут рассматриваться как аналоги цифровых прав.

Одновременно алгоритмические децентрализованные стейблкоины без права погашения могут соотноситься с предусмотренной российским законодательством правовой конструкцией цифровых валют.

11. В настоящее время в России, как и в мире, обсуждаются вопросы и существуют разные мнения относительно природы стейблкоинов, их классификации, а также правовых конструкций, которые могут быть применимы к стейблкоинам.

В частности, к числу значимых вопросов относится механизм, который позволит определить, по каким правилам могли бы обращаться стейблкоины в российской юрисдикции: по правилам, установленным для ЦФА, иных цифровых прав, цифровых валют, либо по иным правилам.

Например, существует мнение о необходимости отдельного определения стейблкоинов как самостоятельной сущности и соответствующего регулирования, но пока с точки зрения международного опыта такая позиция не находит значительного распространения, а скорее превалирует позиция, близкая к распространенному в международной практике подходу, предполагающему использование имеющихся более общих правовых конструкций.

Учитывая, что в России уже активно развивается регулирование цифровых прав и цифровых валют, в ходе дискуссии обсуждаются также возможности применения положений этого более общего регулирования к таким конструкциям, как стейблкоины, если смотреть на них с точки зрения инвестирования.

Если же говорить о стейблкоинах как платежном средстве, то независимо от того, рассматривать ли применение отдельного или общего регулирования, необходимо

---

<sup>4</sup> См. врезку 8.

учитывать, что стейблкоины не обладают свойствами универсального платежного средства, каким является национальная валюта, и использование стейблкоинов в качестве средства платежа между резидентами России недопустимо. В России единственным платежным средством является национальная валюта – российский рубль.

При этом важно подчеркнуть, что подходы к регулированию в перспективе требуют тщательного и всестороннего изучения и обсуждения с заинтересованными органами власти, участниками рынка, экспертным сообществом.

12. С учетом того что как в России, так и в мире есть разные точки зрения в отношении определения стейблкоинов, их классификаций, возможности применения к ним существующих правовых конструкций, данная тема является предметом для отдельного обсуждения, дополнительный вклад в которое может внести настоящий аналитический доклад.



# 1. ПОНЯТИЕ И КЛАССИФИКАЦИЯ СТЕЙБЛКОЙНОВ

## 1.1. Понятие и виды стейблкоинов

В мире продолжает формироваться отношение к самому явлению стейблкоинов, и пока нет единого мнения относительно их определения. В целом в международной практике преобладает подход, который сводится к тому, что стейблкоины представляют собой класс цифровых (виртуальных) активов, отличительной чертой которых является привязка их стоимости к стоимости какого-либо актива или корзины активов (см. Приложение)<sup>5</sup>. Такого подхода к определению стейблкоинов придерживаются, в частности, Совет по финансовой стабильности (СФС), Банк международных расчетов (БМР), Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO), Группа разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ).

Как правило, стейблкоины привязаны к денежной единице (в большинстве случаев к доллару США), однако они могут ориентироваться на цену других активов (золото, иные биржевые товары, криптовалюты и так далее) или корзину активов. Во многих источниках, и это следует в том числе из самого названия (stablecoin в переводе с англ. – «стабильная монета»), стейблкоины наравне с криптовалютами (как, например, BTC и ETH<sup>6</sup>) рассматриваются в качестве средства расчетов в криптоиндустрии. При этом, как будет показано далее, стейблкоины также могут использоваться для целей инвестирования и хеджирования.

Следует учитывать, что термин «стейблкоин» не означает, что стейблкоины являются надежным и безопасным для всех категорий инвесторов инструментом. Для стейблкоинов, как будет показано далее, также присущи кредитные риски, риски, связанные с вопросами волатильности, защиты прав инвестора, конфиденциальностью данных, угрозой взлома, а также другие риски (см. раздел 2.3). Важно отметить, что стоимость стейблкоинов может быть в определенной мере стабильна только относительно актива, к которому они привязаны, в то время как стоимость самого актива также может колебаться относительно стоимости других активов.

### Врезка 1. История и развитие стейблкоинов

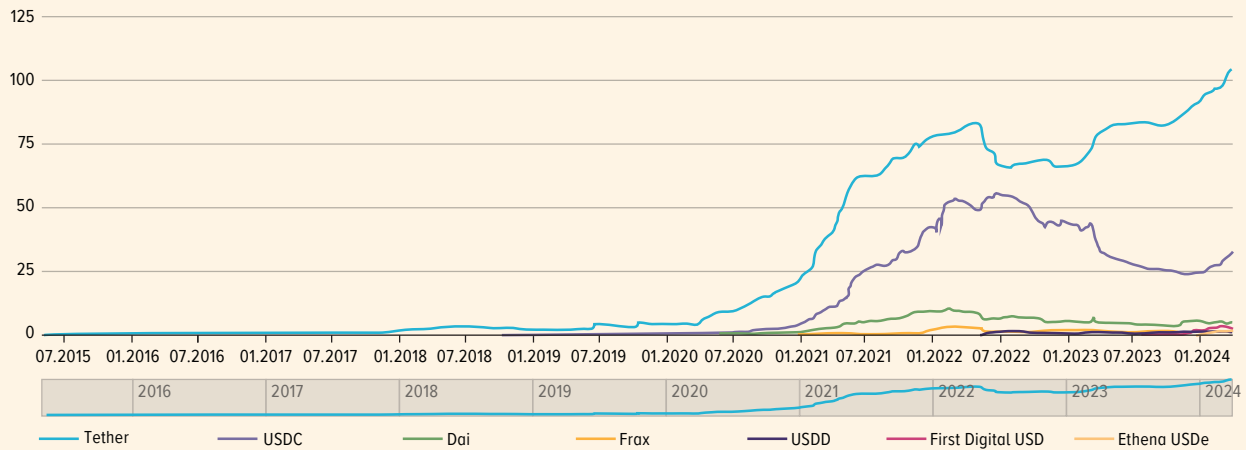
Первый стейблкоин Tether (USDT), ранее известный как Realcoin, был разработан в 2014 г. Брокером Пирсом, Крейгом Селларсом и Ривом Коллинзом. До разработки Tether двое из трех основателей участвовали в разработке протокола Mastercoin (в последующем переименован в Omni), который должен был позволить пользователям создавать поверх протокола Bitcoin собственные криптовалюты с фиксированным курсом благодаря привязке к другой валюте или товару. Протокол-надстройка Mastercoin затем послужил технологической основой для выпуска первых токенов Tether в октябре 2014 года. Tether привязан к доллару США в соотношении 1:1. Спустя год после первого выпуска в 2014 г. были выпущены стейблкоины, получившие привязку к евро и японской иене, другим активам, помимо фиатной валюты (например, к золоту). Так появился стейблкоин DGX, обеспеченный, по заявлению эмитента, золотом, хранящимся в банке Сингапура (один стейблкоин равнялся 1 грамму золота 999 пробы). После золота стейблкоины стали привязывать к стоимости других драгоценных металлов, нефти.

<sup>5</sup> При этом, как будет показано далее, такая привязка не гарантирована, стейблкоин может временно или даже полностью утратить привязку, что может привести к его краху.

<sup>6</sup> BTC (Bitcoin) и ETH (Ethereum) – две наиболее распространенные в мире частные криптовалюты (по объемам капитализации и торгов).

### ДИНАМИКА КАПИТАЛИЗАЦИИ ОСНОВНЫХ СТЕЙБЛКОЙНОВ (МЛРД ДОЛЛ. США)

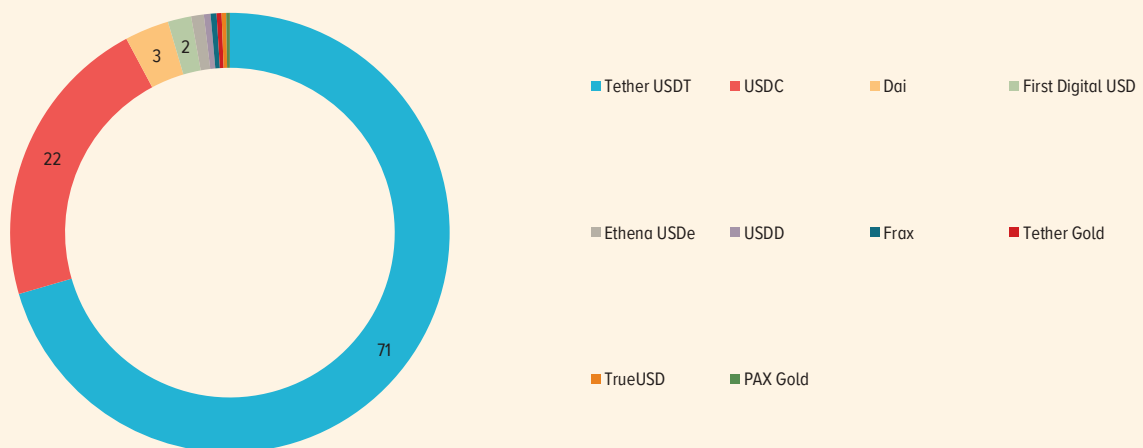
Рис. 1



Источник: по данным [CoinGecko](https://www.coinbase.com/learn/crypto-basics/coin-gecko).

### СООТНОШЕНИЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ ОСНОВНЫХ СТЕЙБЛКОЙНОВ В 2024 ГОДУ (%)

Рис. 2



Источник: составлено авторами доклада на основе данных [CoinGecko](https://www.coinbase.com/learn/crypto-basics/coin-gecko).

На данный момент существует более 150 стейблкоинов, а их рыночная капитализация, по разным данным, составляет порядка 150 млрд долл. США (для сравнения: совокупная капитализация всего рынка криптовалют составляет порядка 2,7 трлн долл. США).

При этом две трети рыночной капитализации стейблкоинов приходится на Tether (около 100 млрд долл. США). Далее следуют USDC (около 30 млрд долл. США), DAI (около 5 млрд долл. США), First Digital USD (около 3 млрд долл. США) и другие (рис. 2 и 3). Наиболее ликвидным стейблкоином также является Tether (более чем в 2 раза опережая USDC).

В связи с высокой концентрацией на одном стейблкоине уязвимость этого сегмента к рискам усиливается (см. раздел 2.3).

В российском законодательстве термин «стейблкоин» также не используется. При этом, учитывая значительное многообразие возможных архитектур стейблкоинов, отдельные стейблкоины могут по своим характеристикам быть схожими с выпускаемыми в соответствии с российским законодательством цифровыми правами в зависимости от наличия эмитента, степени централизации среды выпуска и обращения. Отдельные стейблкоины могут соотноситься с определенными в российском законодательстве цифровыми валютами<sup>7</sup>.

При этом за счет привязки к другим активам стейблкоины имеют меньшую склонность к волатильности, чем криптовалюты. Это относится главным образом к стейблкоинам, обеспеченным фиатной валютой или невалютными активами реального мира (см. раздел 1.2). Вследствие этого на сегодняшний день стейблкоины все активнее используются в криптоиндустрии (как в централизованном, так и децентрализованном ее сегменте).

Далее в докладе будут более подробно раскрыты отдельные свойства стейблкоинов, многие из которых характерны и для других инструментов криптоиндустрии, но есть и специфические для стейблкоинов признаки.

В качестве общих признаков стейблкоинов выделяют следующие<sup>8</sup>:

- стейблкоины представляют собой взаимозаменяемые токены, которые используют технологии криптографии, смарт-контрактов и технологии распределенных реестров или иные решения<sup>9</sup>;
- стоимость стейблкоинов стремится следовать стоимости актива (или корзины активов), к которому они привязаны (но на практике не всегда следует, возможны отклонение и утрата привязки)<sup>10</sup>.

Вследствие этого в криптоиндустрии стейблкоины могут выступать менее волатильным по сравнению с криптовалютами платежным средством.

Вместе с тем существующее многообразие стейблкоинов предусматривает значительное количество особенностей.

Прежде всего классификацию стейблкоинов принято проводить в зависимости от **механизма**, используемого для поддержания стабильности их стоимости по отношению к стоимости актива (корзины активов), к которому стейблкоин привязан. Среди основных видов стейблкоинов по этому критерию выделяются обеспеченные, необеспеченные алгоритмические и гибридные стейблкоины (см. раздел 1.2).

Помимо этого, классификация стейблкоинов осуществляется исходя из следующих характеристик<sup>11</sup>:

- В части выпуска и оборота стейблкоинов.
  - **Модель выпуска стейблкоинов** (централизованное управление конкретным лицом или децентрализованное управление).

<sup>7</sup> См. раздел 2.

<sup>8</sup> См., например: National Institute of Standards and Technology, Gaithersburg, MD (2023) Mell P., Yaga D. [IR 8408 Understanding Stablecoin Technology and Related Security Considerations](#).

<sup>9</sup> Взаимозаменяемые токены – цифровые активы со стандартными, одинаковыми параметрами, записанные в распределенном реестре. Технология распределенного реестра – тип технологии, в результате использования которой информация распределяется между всеми участниками сети. Смарт-контракт – цифровое представление набора обязательств между сторонами, включающее в себя протокол исполнения этих обязательств, в котором все условия или их часть записываются, исполняются, подтверждаются и (или) обеспечиваются компьютерным алгоритмом автоматически в специализированной информационной системе.

<sup>10</sup> Примеры утраты привязки стейблкоинов IRON и UST приведены на с. 13 и 18 настоящего доклада.

<sup>11</sup> См., например: National Institute of Standards and Technology, Gaithersburg, MD (2023) Mell P., Yaga D. [IR 8408 Understanding Stablecoin Technology and Related Security Considerations](#).

Централизованные стейблкоины предполагают выпуск и последующий контроль со стороны конкретного лица (например, USDT, USDC). Стейблкоины, обеспеченные фиатными валютами и невалютными активами реального мира, могут быть только централизованными по причине необходимости хранения обеспечения офчейн (вне блокчейна). В некотором смысле в качестве прообраза таких стейблкоинов можно рассматривать национальные валюты времен отмененного в XX в. золотого стандарта, когда фиатные валюты были привязаны к золоту.

С одной стороны, согласно международной дискуссии, стейблкоины, обеспеченные фиатной валютой, легче регулировать, поскольку в этом случае всегда имеется лицо, которое может быть объектом финансового регулирования (эмитент стейблкоина, кастодиан, у которого находится обеспечение стейблкоина). Это отличает их от стейблкоинов, построенных по децентрализованной модели, поскольку в ней такое лицо фактически отсутствует. С другой стороны, механизм централизованного выпуска одновременно позволяет при необходимости блокировать стейблкоины пользователей (см. раздел 2.3).

Децентрализованные стейблкоины могут быть как обеспеченными цифровыми активами (например, Liquity USD-LUSD), так и необеспеченными (например, UST) и выпускаются в децентрализованной среде без посредников. Такие стейблкоины не контролируются каким-либо лицом, что в том числе означает невозможность их блокировки с его стороны, но требуют тщательного изучения используемого смарт-контракта и его условий, а также доверия к нему.

При этом важно отметить, что опосредованно риск блокировки сохраняется в случае нахождения в корзине обеспечения централизованных стейблкоинов (например, часть обеспечения децентрализованного DAI составляет централизованный USDC).

– **Модель оборота:** централизованная среда (CeFi) или децентрализованная среда (DeFi).

Большинство иностранных стейблкоинов обращается в децентрализованных системах, функционирующих на основе технологии распределенного реестра (предполагающей децентрализованное хранение информации), что в целом позволяет существовать таким системам без участия финансовых посредников или централизованных процессов, характерных для традиционного предоставления финансовых услуг (что, однако, не исключает наличия в архитектуре стейблкоина элементов централизации – например, участия централизованных бирж (CEX), централизованного хранения и обеспечения стейблкоина или наличия централизованного контроля в результате концентрации токенов управления протокола в одних руках<sup>12</sup>).

– **Механизм стабилизации:** полное обеспечение вне блокчейна, полное или сверхобеспечение на блокчейне, алгоритмы на основе платы (комиссии) за стабильность, моделей сеньоража и ребалансировки; см. раздел 1.2).

– **Обменный курс:** гибкий (курс формируется на основе спроса и предложения) и фиксированный (стейблкоины приобретаются и погашаются за номинальную стоимость).

– **Круг приобретателей:** стейблкоины могут быть розничными, доступными широкому кругу пользователей, в том числе физическим лицам, и оптовыми, используемыми только профессиональными участниками без доступа для физических лиц.

– **Множественность / тип блокчейна:** стейблкоины размещаются на одном или одновременно нескольких блокчейнах; открытым/публичном и закрытом/частном блокчейне.

<sup>12</sup> При построении системы на основе протокола консенсуса proof-of-stake.

- В части актива, к которому привязан стейблкоин.
  - **Наличие и уровень обеспечения**<sup>13</sup> (сверхобеспеченные, обеспеченные, частично обеспеченные, необеспеченные стейблкоины).
  - **Тип актива** (фиатная валюта (и в зависимости от количества валют, используемых для поддержания привязки стейблкоинов: моновалютные и мультивалютные стейблкоины), драгоценные металлы, недвижимость, цифровые и другие активы)<sup>14</sup>.
  - **Право собственности** на активы обеспечения (владелец стейблкоина может обладать правом собственности в отношении активов либо же право собственности может принадлежать эмитенту стейблкоина).
  - **Права требования** при погашении (в зависимости от условий выпуска стейблкоина при его погашении держателю стейблкоина может быть предоставлено право требовать выплаты стоимости стейблкоина или передачи актива, к которому привязан стейблкоин, в натуре).

Отдельное внимание с точки зрения вопросов финансовой стабильности в международной дискуссии уделяется значимости и охвату, по которым стейблкоины также подразделяются на локальные (не имеющие широкого распространения и системной значимости) и глобальные (стейблкоины, которые широко распространены и используются в нескольких юрисдикциях или имеют потенциал для этого и которые могут стать системно значимыми в одной или нескольких юрисдикциях, в том числе в качестве средства платежа и (или) средства накопления)<sup>15</sup>.

Отличие глобальных стейблкоинов от локальных является существенным с точки зрения различного потенциала воздействия и рисков для финансовой стабильности, денежно-кредитной политики, экономического суверенитета, существующей системы международных расчетов, а также локальных финансовых и платежных рынков, включая банковские системы.

При этом на сегодняшний день ни один из существующих стейблкоинов не признан международными организациями глобальным.

#### Врезка 2. Критерии определения глобальных стейблкоинов в отчете Совета по финансовой стабильности (FSB)

- Количество и тип пользователей стейблкоинов
- Количество и объем транзакций
- Размер резервных активов
- Объем стейблкоинов в обращении
- Рыночная доля стейблкоинов в трансграничных платежах и денежных переводах
- Число юрисдикций, в которых присутствуют пользователи стейблкоинов
- Рыночная доля стейблкоинов в платежах и расчетах в каждой юрисдикции
- Связь погашения стейблкоинов с иностранной валютой или несколькими иностранными валютами
- Взаимосвязь с финансовыми институтами и экономикой
- Взаимосвязь со сферой криптоактивов, сервисами, связанными с криптоактивами, децентрализованными финансами
- Интеграция с цифровыми сервисами или платформами (например, социальные сети, мессенджеры)
- Наличие на рынке альтернатив глобальному стейблкоину для использования в качестве средства платежа
- Сложность бизнеса и структуры, операционная сложность

<sup>13</sup> Уровень обеспечения – соотношение стоимости обеспечения со стоимостью выпущенных стейблкоинов.

<sup>14</sup> Более подробно вопросы токенизации активов реального мира планируется рассмотреть в отдельном докладе Банка России.

<sup>15</sup> FSB (2023). [High-level recommendations for the regulation, supervision and oversight of global stablecoin. Final report.](#)

## 1.2. Стабилизационный механизм стейблкоинов

Классификацию стейблкоинов принято проводить прежде всего на основе механизма, используемого для поддержания стабильности их стоимости по отношению к стоимости актива (корзины активов), к которому стейблкоин привязан<sup>16</sup>.

По этому критерию выделяют следующие основные виды стейблкоинов:

- **Обеспеченные стейблкоины** (например, USDT, USDC, DAI, PAXG) предусматривают обеспечение стабильности стоимости за счет выделения активов на отдельном балансе эмитента (в виде банковских депозитов, драгоценных металлов, ценных бумаг, криптовалют). При этом в случае отсутствия регулирования возникают вопросы, связанные с отсутствием сегрегации обеспечения и соответствующего аудита. В зависимости от условий выпуска стейблкоина его держателю при погашении стейблкоина может быть предоставлено право требовать выплаты стоимости стейблкоина или передачи актива, к которому привязан стейблкоин, в натуре.
- **Необеспеченные алгоритмические стейблкоины** (например, FRAX, FEI) не предполагают обеспечения обязательств выделенными активами. Поддержание стабильности обменного курса алгоритмических стейблкоинов достигается путем использования набора алгоритмов, обычно реализуемых с помощью смарт-контрактов, для динамического сопоставления предложения стейблкоинов со спросом.
- **Гибридные стейблкоины** (например, IRON) предусматривают совмещение обеспечительного и алгоритмического механизмов поддержания стабильности стоимости стейблкоина по отношению к стоимости актива (корзины активов). Наиболее популярные гибридные стейблкоины используют комбинацию алгоритма и обеспечения криптовалютой. Примером является потерпевший крах IRON, имевший резерв на 75% в токенах USDC и на 25% в токенах Titan, которые выпускались смарт-контрактом этого проекта для алгоритмической стабилизации курса IRON. Утрата привязки IRON произошла, когда скорость выпуска новых токенов Titan перестала успевать за падением их цены, в результате цена самого IRON упала до 0,74 доллара США, что и привело к краху, поскольку IRON перестал соответствовать уровню резервов.

### 1.2.1. Обеспеченные стейблкоины

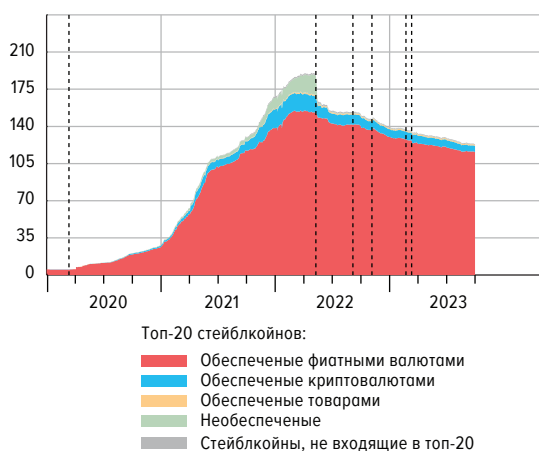
1. Стоимость **обеспеченных фиатной валютой стейблкоинов** обеспечивается за счет резервов в денежном эквиваленте конкретной валюты или индекса валют (например, Tether (USDT), USD Coin (USDC), Binance USD (BUSD), TrueUSD (TUSD), StraitsX Singapore Dollar (XSGD), STASIS EURO (EURS)). Чаще всего такие стейблкоины привязаны к доллару США или евро. Стейблкоины могут выпускаться при получении средств от покупателя посредством смарт-контракта (и обычно стоимость стейблкоинов эквивалентна стоимости предоставленных средств) и, наоборот, погашаться в обмен на эквивалентную сумму резервных средств.

При этом зачисление денежных средств для приобретения стейблкоина может осуществляться и вне блокчейна, например переводом с банковского счета покупателя на банковский счет эмитента стейблкоина или при посещении физического офиса провайдеров услуг в сфере виртуальных активов.

<sup>16</sup> См., например: National Institute of Standards and Technology, Gaithersburg, MD (2023) Mell P., Yaga D. [IR 8408 Understanding Stablecoin Technology and Related Security Considerations](#); Olywer Wyman (2022). [Deposit Tokens. A foundation for Stable digital money.](#)

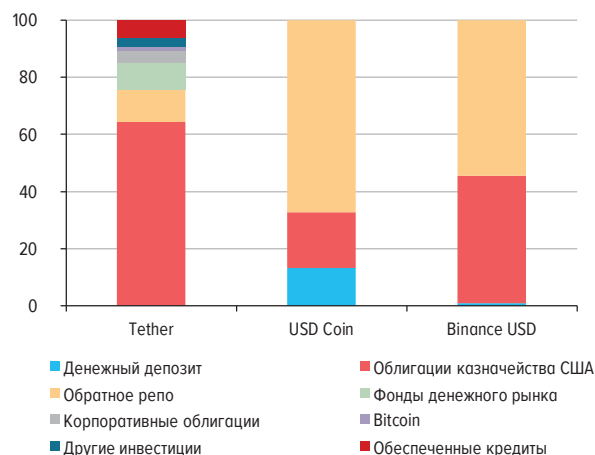


СОТНОШЕНИЕ РАЗЛИЧНЫХ ВИДОВ СТЕЙБЛКОЙНОВ ПО СОВОКУПНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ (МЛРД ДОЛЛ. США) Рис. 3



Источник: BIS (2023) (Papers No. 141: Will the real stablecoin please stand up?, переведено авторами доклада).

СТРУКТУРА РЕЗЕРВОВ ОТДЕЛЬНЫХ СТЕЙБЛКОЙНОВ (%) Рис. 4



Источник: по данным PwC (2023) (Global CBDC index and stablecoin overview 2023, переведено авторами доклада).

Средства, предоставляемые покупателем, затем инвестируются эмитентом в инструменты денежного рынка (депозиты, векселя, облигации). Например, обеспечение USDT, привязанного к доллару США, размещается преимущественно в казначейские облигации США.

Стабильность стоимости стейблкоинов поддерживается обеспечением. Предполагается, что у клиентов есть уверенность в поддерживаемой цене стейблкоина, поскольку, если у эмитента достаточно резервов для погашения всех выпущенных токенов, они могут погасить их с помощью смарт-контракта при соблюдении установленных эмитентом условий. Это делает обеспеченные стейблкоины больше похожими на цифровое представление активов, к которым они привязаны, чем на криптовалюты (в отличие от алгоритмических стейблкоинов, речь о которых пойдет далее).

Зачастую по заявлениям эмитентов стейблкоинов размер резервов равен стоимости всех выпущенных стейблкоинов, и на один выпущенный стейблкоин приходится одна единица валюты, то есть стейблкоины обеспечены полностью. Однако стейблкоины на практике могут быть обеспечены лишь частично.

### Врезка 3. USDT и проблемы с обеспечением

В 2021 г. Комиссия по торговле товарными фьючерсами США (CFTC) обязала компанию Tether выплатить штраф в размере 41 млн долл. США, в связи с тем что в период с июня 2016 г. по февраль 2019 г. компания вводила в заблуждение покупателей USDT и рынок в целом и предоставляла ложную информацию об обеспечении USDT, заявляя, что каждый USDT обеспечен резервами в соотношении 1:1. Фактически резервы Tether большую часть времени не были полностью обеспечены. В своем обвинении CFTC заявила, что Tether не раскрыла информацию о необеспеченной дебиторской задолженности и о том, что часть резервов состоит не из фиатных валют (долларов США). Кроме того, по данным CFTC, компания ложно заявляла о том, что будет проводить регулярные аудиторские проверки с целью подтвердить поддержание резервов в размере 100% (фактически такие проверки не проводились)<sup>1</sup>.

Текущие раскрытые аудированные резервы Tether состоят из американских казначейских обязательств (76,87%), наличных денежных средств и краткосрочных депозитов (7,71%),

<sup>1</sup> [Пресс-релиз](#) на сайте CFTC.

обеспеченных кредитов, выданных неаффилированным лицам (4,95%), прочих инвестиций (3,89%), драгоценных металлов (3,62%), BTC (2,91%), корпоративных облигаций (0,05%)<sup>2</sup>.

Однако нельзя исключать, что даже будучи номинированными в фиатной валюте (долларах США), данные активы под воздействием стресс-факторов могут подвергнуться обесцениванию, поскольку они подвержены рыночному, кредитному и иным рискам. Соответственно, стоимость стейблкоина может быть нестабильна относительно стоимости актива.

<sup>2</sup> [Отчеты](#) на сайте проекта USD Tether.

Стейблкоины могут существовать одновременно на нескольких блокчейнах (например, USDC). Учитывая, что резервы хранятся вне блокчейна, погашение стейблкоинов может осуществляться на любых блокчейнах, в которых они создаются. Существуют и гибридные форматы – например, стейблкоин BUSD (Binance), который выпускался на нескольких блокчейнах, в том числе непосредственно на блокчейне Ethereum с обеспечением токенов долларами США и на собственном блокчейне Binance Smart Chain с обеспечением в виде выпущенных на Ethereum токенов.

2. Стоимость **обеспеченных невалютными активами реального мира стейблкоинов** обеспечивается резервами в золоте, недвижимости, ценных бумагах, классических сырьевых товарах и других активах или финансовых инструментах, зависящих от стоимости таких активов, – например, Digix Gold (DGX), Tether Gold (XAUT), Paxos Gold (PAXG), Gold Coin (GLC).

Такие стейблкоины по существу во многом схожи с теми, которые обеспечены фиатной валютой.

Обычно стейблкоины, обеспеченные невалютными активами, погашаются в денежном эквиваленте стоимости, однако они могут предусматривать и погашение посредством передачи самого актива. При этом, в отличие от привязанных к фиатным валютам стейблкоинов, владелец обеспеченных невалютными активами стейблкоинов (как, например, и в случае традиционного залога) может столкнуться со сложностью получения актива в натуре, так как ряд активов реального мира (например, слиток золота или баррель нефти) находятся в определенном месте и их физическое перемещение к инвестору может быть связано со значительными логистическими издержками или даже невозможно (в случае с недвижимостью). Кроме того, может возникнуть проблема неделимости этого актива.

3. Стоимость **обеспеченных криптовалютой стейблкоинов** обеспечивается за счет резервов в частных криптовалютах, не являющихся стейблкоинами (например, Liquity USD (LUSD), USDX Stablecoin & LHT Coin).

Такие стейблкоины в целом функционируют идентично обеспеченным фиатной валютой стейблкоинам, однако в данном случае риски самого стейблкоина дополнительно усиливаются рисками, связанными с криптовалютами. Кроме того, может сильно отличаться механизм выпуска и погашения стейблкоинов.

Существует два типа стейблкоинов, обеспеченных криптовалютой:

- а) стейблкоины с условно «избыточным» обеспечением;
- б) «обернутые»<sup>17</sup> стейблкоины с полным обеспечением. Последние предназначены для стандартизации и совместимости нативных криптовалют.

<sup>17</sup> Wrapped fully collateralized stablecoins.

а) **Стейблкоины с условно «избыточным» обеспечением** (сверхобеспеченные стейблкоины) выпускаются в результате предоставления пользователям займов под обеспечение в виде криптовалюты. Декларируется, что стоимость волатильной криптовалюты, предоставляемой заемщиками в качестве обеспечения, больше, чем размер займа (что условно делает заем «сверхобеспеченным», но требует проверки соответствия заявленного обеспечения реальному)<sup>18</sup>. Затем они уплачивают вознаграждение за стабильность или процентную ставку за заемные средства. С одной стороны, заемщики могут сохранить обеспечение в виде криптовалюты (например, ETH), роста стоимости которой, как правило, они ожидают; с другой стороны – одновременно получить дополнительные средства для использования в любых целях (часто для покупки дополнительной волатильной криптовалюты в инвестиционной стратегии с внешним финансированием).

На практике работа стейблкоинов с «избыточным» обеспечением основана на использовании комбинации из двух токенов, одним из которых является сам стейблкоин, а второй может быть так называемым токеном управления (позволяет владельцам голосовать по вопросам, связанным с изменением параметров стейблкоина или модификацией его архитектуры) или токеном вознаграждения (предоставляет возможность получать долю вознаграждения). Оба типа токенов – управления и вознаграждения – имеют свою ценность и могут торговаться на сторонних торговых площадках.

Смарт-контракты блокируют полученные от заемщика средства, пока не будет погашен заем. Количество стейблкоинов, которые могут быть выпущены смарт-контрактом, зависит от суммы предоставленных заемщиком средств. Смарт-контракт также принимает стейблкоины и возвращает ранее предоставленные средства, ликвидируя долговые позиции заемщика. При этом стейблкоины погашаются, поскольку они больше не обеспечиваются.

Если же стоимость криптовалюты, предоставленной в качестве обеспечения, падает, минимальный размер обеспечения не поддерживается и запускается механизм принудительной реализации обеспечения по фиксированной дисконтированной цене. Заемщику возвращается оставшееся обеспечение за вычетом комиссий и штрафов.

Цена стейблкоина стабилизируется посредством арбитража. Если цена стейблкоина на сторонних рынках падает ниже заданного значения, то заемщики могут приобрести стейблкоины по дисконтной цене и использовать их для погашения своих долговых позиций (получения прибыли). Когда долговые позиции погашаются, стейблкоины ликвидируются. Это снижает общее предложение стейблкоинов, что оказывает давление на цену в сторону повышения.

Другим способом поддержания стабильности является использование платы (комиссии за предоставление займа (выпуск стейблкоинов), погашение кредита (погашение стейблкоинов) или удержание кредита), которая может изменяться с целью стимулирования или сдерживания заимствований, косвенно влияя на предложение стейблкоинов и их цену.

б) **Полностью обеспеченные «обернутые» стейблкоины** основаны на конвертации нативных криптовалют<sup>19</sup> в токены криптовалюты. Нативные криптовалюты обычно доступны только на своем блокчейне и не совместимы с другими блокчейнами. Будучи конвертированными в токены криптовалют, нативные криптовалюты соответствуют стандартам токенов (например, ERC-20) и становятся совместимыми с сервисами, поддерживающими принятый стандарт.

<sup>18</sup> Архитектура стейблкоинов с «избыточным обеспечением» может потребовать обеспечения в размере как минимум 150%. В этом случае, чтобы получить стейблкоин на 100 долл. США, необходимо внести обеспечение в размере 150 долл. США.

<sup>19</sup> Нативные криптовалюты (токены) – токены, представляющие активы, для которых блокчейн является первостепенным реестром учета.

Например, как отмечалось выше, стейблкоин BUSD (Binance) выпускался на нескольких блокчейнах, в том числе непосредственно на блокчейне Ethereum с обеспечением токенов долларами США, на собственном блокчейне Binance Chain с обеспечением в виде «обернутых» нативных токенов Ethereum.

Аналогичным образом нативные токены BTC блокчейна Bitcoin могут токенизироваться («обертываться») на блокчейне Ethereum с использованием смарт-контракта, становясь, таким образом, также стейблкоинами. Выпущенный «обернутый» BTC затем может быть погашен посредством отправки его обратно через смарт-контракт блокчейна Ethereum для возврата (распаковки) обеспечения на блокчейне Bitcoin.

По сути, такие стейблкоины выступают «отражением» криптовалюты, которой обеспечены, и волатильность таких стейблкоинов зависит от волатильности «обернутой» криптовалюты, рисков инфраструктуры, конвертации.

### **1.2.2. Необеспеченные алгоритмические стейблкоины**

Стоимость необеспеченных алгоритмических стейблкоинов стабилизируется за счет алгоритма, который сокращает или увеличивает их предложение с целью корректировки цены. Например, к таким стейблкоинам относится Frax, который привязан к доллару с помощью алгоритма<sup>20</sup>.

Алгоритмические стейблкоины поддерживают заданное значение путем самостоятельного изменения (сокращения или увеличения) предложения стейблкоинов. Алгоритм зашифровывается в смарт-контракте стейблкоинов и действует автоматически. Чисто алгоритмические стейблкоины не хранят обеспечения для поддержания стоимости. Однако на практике большинство алгоритмических стейблкоинов являются гибридными токенами, сочетающими алгоритмический подход с частичным обеспечением.

В отсутствие обеспечения цена токена зависит от устойчивого спроса на него. Его цена поддерживается благодаря уверенности пользователей в надежности алгоритма. Использование такого механизма сопряжено с рядом рисков, поэтому многие алгоритмические стейблкоины являются гибридными, предусматривающими тот или иной уровень обеспечения.

Существует два основных типа алгоритмических необеспеченных стейблкоинов: стейблкоины по модели сеньоража и стейблкоины по модели ребалансировки.

Стейблкоины по модели ребалансировки (например, Ampleforth) предполагают автоматическое сокращение или увеличение предложения стейблкоинов путем периодического изменения баланса на счетах пользователей или, например, введения комиссии (отрицательного процента за хранение стейблкоинов). Смарт-контракты автоматически принимают решения с целью стабилизации цены стейблкоинов путем выпуска и погашения части токенов. Например, если курс токена слишком высокий, смарт-контракт выпускает новые стейблкоины с целью увеличить предложение (они поступают на счета пользователей), а если курс токена слишком низкий, стейблкоины ликвидируются с целью сокращения предложения (они пропорционально списываются с баланса пользователей).

Стейблкоины по модели сеньоража (например, TerraUSD (UST), Neutrino USD (USDN)) достигают стабильности курса благодаря сочетанию алгоритмических механизмов выпуска и погашения стейблкоинов и экономических стимулов для инвесторов покупать и продавать

<sup>20</sup> Сайт проекта [Frax](#).

стейблкоины (в период, когда курс опускается ниже целевого, предложение сокращается – часть токенов выкупается за криптовалюту или токены вознаграждения, дающие право на часть будущего дохода, который будет получен в дальнейшем при расширении предложения – при выпуске и продаже дополнительных токенов в период повышения курса стейблкоинов выше целевого).

#### Врезка 4. TerraUSD и его крах

Использование алгоритмического стейблкоина TerraUSD (UST) в течение 2021–2022 гг. стремительно расширялось, и до своего краха в середине 2022 г. он был третьим по величине стейблкоином с пиковой рыночной капитализацией почти в 19 млрд долл. США.

UST был привязан к доллару США в соотношении 1:1, конвертируясь в 1 единицу другой криптовалюты – Luna – на блокчейне Terra. При отклонении курса UST от 1 долл. США владельцы погашали UST в обмен на Luna. Например, если курс Terra упадет до 99 центов, пользователь сможет купить UST на бирже за 99 центов, а затем обменять UST на новые единицы Luna стоимостью 1 доллар на платформе Terra. Так предложение UST снижалось, а курс возвращался в прежнее состояние.

Пока пользователи были уверены в стабильной стоимости UST и устойчивой рыночной капитализации Luna, система оставалась устойчивой. Однако как только инвесторы потеряли уверенность, механизм дестабилизировался.

В мае 2021 г. TerraUSD подвергся заметному отклонению от привязки (упав с 1 до 0,96 долл. США в течение 1 недели). Несмотря на то что стейблкоин вернулся к цене привязки, его владельцы стали опасаться, что данная экономическая модель в долгосрочной перспективе будет нежизнеспособна.

Эмитент постарался восстановить доверие путем создания резервов из корзины волатильных активов на сумму 3,5 млрд долл. США. Однако в мае 2022 г. стоимость UST упала с 1 до 0,044 долл. США, началось бегство инвесторов, которые стремились не потерять свои средства. Пользователи массово погашали свои UST, чтобы получить Luna, пока она еще сохраняла силу. Но, учитывая масштаб и скорость данного процесса, доверие инвесторов было потеряно, и вслед за этим цена на Luna рухнула<sup>1</sup>.

ДИНАМИКА КУРСА UST И СВЯЗАННОЙ КРИПТОВАЛЮТЫ LUNA (ДОЛЛ. США)

Рис. 5



Источник: по данным [CoinDesk](https://www.coindesk.com/), переведено авторами доклада.

<sup>1</sup> BIS (2023). BIS report to be submitted ahead of the July 2023 G20 FMCBG meeting. [The crypto ecosystem: key elements and risks.](#)

## 2. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПРИРОДА И ОПЫТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СТЕЙБЛКОЙНОВ

В различных зарубежных источниках отмечается, что стейблкоины, как и другие цифровые активы, расширяют возможности пользователей, позволяя:

- выполнять в рамках криптоиндустрии функции платежного средства, по сути, денежного суррогата;
- использовать стейблкоины как дополнительный финансовый инструмент для получения инвестиционного дохода или хеджирования рыночных рисков.

### 2.1. Соотношение стейблкоинов с другими финансовыми инструментами

В дискуссии по вопросу экономической сущности и правовой природы стейблкоинов часто встречается их сравнение с рядом других цифровых и традиционных финансовых активов. В большинстве проанализированных источников данный термин используется скорее для описания группы цифровых активов, а не как точное правовое определение (как отмечает ФАТФ, стейблкоин является по большей части маркетинговым термином, см. врезку 11). На практике сформированное или формирующееся в различных юрисдикциях регулирование оперирует более широким понятием цифровых или виртуальных активов, многие особенности и риски которых присущи и стейблкоинам.

При разнообразии архитектуры стейблкоинов отдельные их виды действительно могут обладать схожими чертами существующих цифровых и традиционных финансовых инструментов, воспроизводя их функционал в различных комбинациях.

В то же время для них, как и для других цифровых активов, характерны возможности и риски, связанные с использованием токенизации и смарт-контрактов. В частности, помимо механизма стабилизации, в ряде источников отмечаются и такие свойственные более широкому кругу цифровых активов потенциальные преимущества, как точность и неизменность информации, свойственные технологии распределенного реестра, повышение скорости и снижение стоимости операций на основе смарт-контрактов и другие.

При этом многообразии стейблкоинов и гибкость в комбинации отдельных свойств различных инструментов предоставляют пользователям дополнительные возможности.

Далее приведены примеры сравнения характеристик стейблкоинов с характеристиками наиболее распространенных цифровых инструментов, а также отдельных финансовых инструментов, с которыми, исходя из текущего хода дискуссии по стейблкоинам, принято сравнивать стейблкоины как наиболее близкие по своим характеристикам.

**Цифровые валюты.** В иностранных источниках стейблкоины рассматриваются как платежные токены, и в некоторых юрисдикциях алгоритмические стейблкоины и стейблкоины с обеспечением, не соответствующим установленным требованиям, рассматриваются как разновидность криптовалют<sup>21</sup> (примеры – Япония, Сингапур). Ключевое отличие заключается в том, что, как уже отмечалось, многие стейблкоины, в отличие от классических криптовалют, являются обязательствами их эмитента.

<sup>21</sup> См., например: [обзор S&P Global](#).



Если говорить о российском правовом порядке, то в контексте Федерального закона от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – Закон о ЦФА) алгоритмические стейблкоины могут соотноситься с правовой конструкцией цифровых валют.

Соответственно, к ним могут применяться регуляторные требования, действующие в отношении цифровой валюты (в том числе запрет использования в качестве средства платежа на территории России). При этом в отдельных случаях обеспеченные стейблкоины могут не рассматриваться в качестве цифровой валюты, если у них есть обязанное лицо, осуществляющее их выпуск.

### **Врезка 5. Соотношение определений и требований к обращению стейблкоинов и цифровых денежных средств в Сингапуре**

В ноябре 2023 г. Денежно-кредитное управление Сингапура (MAS) представило промежуточные подходы к использованию цифровых денежных средств (digital money) в Сингапуре<sup>1</sup>. Цифровые денежные средства планируется использовать в целях формирования глобальной платежной системы (позволяющей осуществлять платежи, клиринг и взаиморасчеты мгновенно и беспрепятственно в одной инфраструктуре).

MAS выделяет три формы цифровых денежных средств:

- 1) оптовая или розничная цифровая валюта центрального банка (CBDC);
- 2) токенизированные безналичные деньги на банковских счетах (TBL);
- 3) регулируемые стейблкоины (это цифровые платежные токены, предназначенные для поддержания постоянной привязки по отношению к определенным фиатным валютам).

При этом к цифровым денежным средствам MAS ранее также планировало отнести криптовалюты (соответствующее исследование проводилось отдельно). Сообщается, что криптовалюты плохо зарекомендовали себя, в частности, как средство обмена или сбережения стоимости.

В августе 2023 г. MAS объявило, что завершает разработку нормативной базы для стейблкоинов в Сингапуре<sup>2</sup>. MAS считает обеспечение стабильности стоимости ключевым элементом в их регулировании.

Стейблкоины, которые соответствуют всем нормативным требованиям, могут быть признаны стейблкоинами, регулируемые MAS. Это позволяет пользователям легко отличать стейблкоины, регулируемые MAS, от других цифровых платежных токенов<sup>3</sup>, в том числе других стейблкоинов.

Планируется, что нормативная база MAS будет применяться к одновалютным стейблкоинам (SCS), привязанным к сингапурскому доллару или любой валюте «Группы десяти»<sup>4</sup>, которые выпущены в Сингапуре. Эмитенты таких криптовалют должны будут выполнять ключевые требования, касающиеся:

- стабильности стоимости (к резервным активам SCS будут предъявляться требования по достаточности, составу, оценке, хранению и аудиту);

<sup>1</sup> См. [пресс-релиз MAS](#), [выступление](#) управляющего директора Денежно-кредитного управления MAS.

<sup>2</sup> См. [пресс-релиз MAS](#).

<sup>3</sup> Согласно Закону Сингапура о платежных услугах 2019 г. (вступил в силу в январе 2020 г.), «цифровой платежный токен» означает любое цифровое представление ценности (кроме исключенного цифрового представления ценности), которое (a) выражено в единицах измерения; (b) не деноминировано в какой-либо валюте и не привязано его эмитентом к какой-либо валюте; (c) является или должно быть средством обмена, принимаемым населением или частью населения в качестве оплаты товаров или услуг или для погашения долга; (d) может передаваться, храниться или продаваться в электронном виде; (e) удовлетворяет другим характеристикам, которые могут быть предписаны компетентным органом.

<sup>4</sup> «Группа десяти» – Бельгия, Канада, Франция, Германия, Италия, Япония, Нидерланды, Швеция, Великобритания, США и Швейцария. В качестве наблюдателя в работе «Группы десяти» принимают участие Банк международных расчетов, Европейская комиссия, Международный валютный фонд и Организация экономического сотрудничества и развития. Ассоциированный член – Люксембург.

- капитала и ликвидности (эмитенты должны поддерживать минимальный базовый капитал и ликвидные активы, чтобы снизить риск неплатежеспособности и обеспечить возможность упорядоченного сворачивания бизнеса в случае необходимости);
  - погашения по номиналу (эмитенты должны вернуть держателям SCS номинальную стоимость в течение 5 рабочих дней с момента запроса на погашение);
  - раскрытия информации (эмитенты должны предоставлять пользователям соответствующую информацию, включая информацию о механизме стабилизации стоимости SCS, правах владельцев SCS, а также результатах аудита резервных активов).
- Для стейблкоинов, которые не соответствуют установленным требованиям, будут применяться те же требования, что и для криптовалют.

**Цифровые активы (регулируемые виртуальные активы).** В иностранных юрисдикциях для стейблкоинов может создаваться либо отдельный регуляторный режим, либо регуляторный режим в рамках общего регулирования цифровых активов (см. раздел 3.1).

При этом отдельные стейблкоины представляют собой разновидность цифровых активов (существуют цифровые активы, не являющиеся стейблкоинами). В свою очередь, существуют стейблкоины, не подпадающие под устанавливаемые определения цифровых активов. Так, например, в России эмитированные иностранными лицами стейблкоины, в том числе наиболее распространенные, не рассматриваются как цифровые права.

Вместе с тем в России действующее законодательство позволяет выпускать цифровые права (ЦФА, УЦП, ГЦП), с характеристиками которых могут быть схожи характеристики отдельных стейблкоинов<sup>22</sup>.

#### **Врезка 6. Российский опыт выпуска ЦФА, выплаты по которым привязаны к активам**

Первые выпуски ЦФА, размер обязательств эмитента по которым определяется стоимостью актива, состоялись на российском рынке в 2022 году. Такими активами в дебютных выпусках ЦФА выступали финансовые обязательства в иностранной валюте по дебиторской задолженности, а также финансовые обязательства, денежные требования по которым эквивалентны рыночной стоимости драгоценного металла или корзине драгоценных металлов.

В 2023 и 2024 гг. состоялись выпуски ЦФА, выплаты по которым привязаны к котировкам акций, драгоценных металлов, стоимости квадратных метров жилья, выпуски «гибридных» цифровых прав, позволяющие получить актив (например, в виде драгоценного металла) или эквивалент его стоимости.

Состоявшиеся выпуски ЦФА не носят масштабного характера и, как правило, не рассчитаны на широкий круг рыночных инвесторов. Особенностью российского финансового рынка является небольшая ликвидность вторичного рынка обращения ЦФА.

С марта 2024 г. ЦФА, УЦП и ГЦП могут использоваться в расчетах по внешнеторговым контрактам между резидентами и нерезидентами в качестве встречного предоставления за передаваемые (выполняемые, оказываемые) товары (работы, услуги), информацию и результаты интеллектуальной деятельности, в том числе исключительные права на них.

Так, некоторые разновидности стейблкоинов, обращающихся в регулируемых информационных системах, имеющих оператора, по сути, могут рассматриваться как аналог цифровых прав, размер обязательств обязанного по ним лица привязан к стоимости каких-либо активов.

<sup>22</sup> При этом использование как цифровых финансовых активов, так и цифровых валют в качестве средства платежа на территории России запрещено.

**Электронные денежные средства (ЭДС).** В отдельных юрисдикциях могут устанавливаться критерии, при соответствии которым стейблкоины могут выпускаться и обращаться в соответствии с требованиями, предусмотренными для ЭДС. При этом ЭДС обращаются непосредственно только в информационной системе эмитента (централизованное обращение), в отличие от стейблкоинов, которые могут обращаться децентрализованно.

Так, в отдельных юрисдикциях (Сингапур, ЕС, Япония) на стейблкоины, выпущенные на фиатную национальную валюту, распространяются требования, определенные для ЭДС.

При этом наиболее распространенные в настоящее время стейблкоины, эмитированные иностранными лицами, критериям ЭДС не соответствуют, точно так же, как таким критериям не соответствуют, например, ЦФА, которые не могут использоваться в качестве средства платежа на территории России и для которых наличие «резерва» в фиатных денежных средствах не является обязательным условием выпуска.

### **Врезка 7. Опыт ЕС, Сингапура и Японии по распространению на стейблкоины требований, аналогичных требованиям к ЭДС**

#### **Япония**

Япония разрешила использование в стране стейблкоинов, выпущенных лицензированными банками в установленном законом порядке.

Так, в июне 2022 г. в Закон Японии о платежных услугах, регулирующий использование электронных денег, были внесены изменения, предусматривающие необходимость соответствия стейблкоинов нормативным требованиям с целью обеспечения защиты пользователей и устранения рисков для финансовой стабильности<sup>1</sup>. С этой целью разрешение на выпуск стейблкоинов, признаваемых цифровыми деньгами, предоставлено только лицензированным банкам, операторам по переводу денежных средств и трастовым компаниям, поскольку указанные субъекты находятся под строгим регулированием. При этом установлено, что стейблкоины могут быть привязаны к одной или нескольким фиатным валютам и должны предусматривать обязательство эмитента по погашению стейблкоинов по их номинальной стоимости.

Иные стейблкоины, не признаваемые цифровыми деньгами, регулируются как необеспеченные криптоактивы или инвестиционные токены. Однако в случае их широкого использования в качестве платежного средства они могут быть признаны Агентством по финансовым услугам Японии цифровыми деньгами.

#### **ЕС**

В ЕС действуют правила MiCA (Markets in Crypto-Assets), которые подразделяют стейблкоины на две категории:

- 1) e-money tokens (токены, привязанные к одной фиатной валюте, или моновалютные токены), основная цель которых заключается в их использовании в качестве платежного средства и которые поддерживают стабильную стоимость благодаря привязке к фиатной валюте. Данная категория стейблкоинов считается электронными деньгами в соответствии с Директивой об электронных деньгах;
- 2) asset-referenced tokens (токены, привязанные к нескольким фиатным валютам (мультивалютные токены) или другим активам, в том числе криптовалютам), которые поддерживают стабильную стоимость благодаря привязке к какому-либо активу или комбинации активов.

В соответствии с MiCA эмитенты стейблкоинов должны иметь лицензию на соответствующую деятельность (кредитной организации или оператора электронных денег). Аналогичные требования применяются к эмитентам в Директиве об электронных деньгах. Кроме того, устанавливаются жесткие требования к резервам эмитентов, наличие планов погашения обязательств в случае

<sup>1</sup> См. обзор [Clifford Chance](#).

несостоятельности, а крупные эмитенты попадают под надзор Европейского банковского управления<sup>2</sup>.

### Сингапур

Стейблкоины, которые привязаны к сингапурскому доллару или валюте стран «Большой десятки» (SCS), подлежат нормативному регулированию, предусмотренному для ЭДС в сферах, не связанных с выпуском (последний происходит в соответствии с отдельным актом). Деятельность посредников регулируется Законом об ЭДС, что означает подчинение организаций, осуществляющих операции с SCS, Закону о платежных услугах.

Компании должны иметь минимальный капитал и дополнительную ликвидность для уменьшения рисков неплатежеспособности<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> EBA (2024), [Consultation paper on draft Guidelines on redemption plans under MiCAR](#).

<sup>3</sup> Monetary Authority of Singapore (2023). [Response to Public Consultation on Proposed Regulatory Approach for Stablecoin-related Activities](#).

**Токенизированные безналичные деньги на счетах в банках (ТБДБ)**<sup>23</sup>. С общепринятой точки зрения, стейблкоины не являются ТБДБ, поскольку выпуск ТБДБ не предполагает выделения безналичных денежных средств, а только их учет на иной технологической основе (блокчейне, а не привычной автоматизированной банковской системе). В то же время стейблкоин предполагает выпуск отдельного цифрового актива, который, хотя и может быть привязан к курсу валюты, ею не является, его обмен на национальную валюту не гарантирован, как и стабильность курса стейблкоина. Однако в отдельных юрисдикциях некоторые стейблкоины, выпущенные банками, курс которых привязан к курсу национальной валюты, могут рассматриваться как токенизированные деньги<sup>24</sup>.

Между тем большинство существующих в настоящее время иностранных стейблкоинов, в отличие от ТБДБ, выпускаются не банками, а небанковскими организациями – эмитентами и не признаются безналичными деньгами. В отличие от стейблкоинов, выпускаемых любыми частными лицами, ТБДБ всегда формируются в коммерческих банках, то есть организациях, устойчивость которых обеспечивается действующими нормами банковского регулирования и надзора.

**Облигации.** Сравнивая облигации со стейблкоинами, можно выделить следующие сходства. Стейблкоины<sup>25</sup> – по аналогии с правом требования владельца облигации к эмитенту погасить по номиналу облигации – могут предоставлять своим владельцам право требования погашения стейблкоина по стоимости актива привязки. Требования владельцев облигаций могут обеспечиваться залогом денежных требований и (или) иного имущества<sup>26</sup>, что сближает такие облигации с обеспеченными стейблкоинами, предполагающими выделение имущества для целей обеспечения требований их владельцев. Кроме того, как и облигации, стейблкоины являются объектами торговли на вторичном рынке.

Вместе с тем есть ряд отличий стейблкоинов от облигаций. Облигации, как правило, предполагают эмиссию сериями, в то время как эмиссия обеспеченных стейблкоинов

<sup>23</sup> Информационно-аналитический доклад Банка России «Токенизированные безналичные деньги на счетах в банках» (2023 г.).

<sup>24</sup> Monetary Authority of Singapore (2023). [Response to Public Consultation on Proposed Regulatory Approach for Stablecoin-related Activities](#).

<sup>25</sup> Стейблкоины, привязанные к фиатной валюте и предусматривающие право требования к эмитенту о погашении стейблкоинов.

<sup>26</sup> Статья 27.5-3 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

обычно осуществляется без ограничений как по количеству выпускаемых стейблкоинов, так и по периоду эмиссии. Требование о погашении стейблкоинов обычно может быть предъявлено в любой момент времени, тогда как облигации обычно предусматривают срок погашения (то есть эмитент производит погашение облигаций через определенный срок после эмиссии)<sup>27</sup>.

Существенное отличие стейблкоинов от облигаций также состоит в том, что последние могут предусматривать получение дохода в виде процентов от номинальной стоимости, то есть облигации имеют инвестиционное назначение. Тогда как в большинстве случаев обеспеченные стейблкоины<sup>28</sup> напрямую не предоставляют владельцу возможность получения дохода<sup>29</sup>, что стало одной из причин невозможности признания таких стейблкоинов ценными бумагами на основе теста Хауи в США и, как следствие, распространения на них компетенции Комиссии по ценным бумагам (SEC)<sup>30</sup>.

### Врезка 8. Тест Хауи

На основании решения Верховного Суда США 1946 г.<sup>1</sup> в Америке был выработан механизм (тест Хауи, англ. *Howey Test*), позволяющий определить применимость Закона о ценных бумагах (*Securities Act (1933)*) к тому или иному инструменту, тем самым квалифицируя его в качестве ценной бумаги, распространя на него квалификацию SEC.

Для квалификации какого-либо инструмента в качестве ценной бумаги («инвестиционного контракта») он должен одновременно предусматривать следующее<sup>2</sup>:

- 1) вложение (инвестирование) денег;
- 2) ведение совместного предприятия;
- 3) обоснованное ожидание прибыли, получаемой исключительно в результате деятельности других лиц.

В качестве примера применения теста Хауи к криптоактивам можно привести [судебное решение](#) Федерального окружного суда Нью-Йорка по делу SEC vs Coinbase. SEC выступил с позицией, что Coinbase ведет деятельность в качестве национальной биржи ценных бумаг, брокера и клирингового агентства в отношении сделок с 13 выявленными криптоактивами<sup>3</sup>, которые, как утверждал SEC, являются ценными бумагами в соответствии с федеральным законодательством<sup>4</sup>.

27 марта 2024 г. Суд признал деятельность Coinbase подпадающей под действие федерального законодательства о ценных бумагах и под компетенцию SEC.

<sup>1</sup> [US Supreme Court \(1946\), SEC v W.J. Howey Co., 328 U.S. 293.](#)

<sup>2</sup> European Parliament (2023), [Non-EU countries' regulations on crypto-assets and their potential implications for the EU.](#)

<sup>3</sup> А именно SOL, ADA, MATIC, FIL, SAND, AXS, CHZ, FLOW, ICP, NEAR, VGX, DASH и NEXO.

<sup>4</sup> Суд указал, что поскольку ответчик не оспаривает, что покупатели криптоактивов совершают «инвестирование денег», то его анализ будет сосредоточен на двух других составляющих теста. Суд установил, что «эмитенты, разработчики и промоутеры криптовалют (токенов) часто указывают, что доходы от продажи криптовалют (токенов) будут объединены для дальнейшего развития экосистем криптовалют (токенов)». Эти сообщения были направлены не только на покупателей на первичном рынке, но и на тех потенциальных инвесторов, которые рассматривают вопрос о приобретении криптоактивов на вторичном рынке. Суд пришел к выводу, что способность покупателя криптовалют (токенов) получать прибыль «зависит как от успешного запуска криптовалют (токенов), так и от развития и расширения экосистемы криптовалют (токенов) после запуска. Если развитие экосистемы криптовалют (токенов) остановится, все покупатели криптовалют (токенов) пострадают в равной степени и потеряют возможность получать прибыль. Таким образом, по мнению суда, SEC была права, заявляя, что инвесторы и эмитенты присоединились к общему ориентированному на прибыль предприятию.

<sup>27</sup> Редко владельцы облигаций наделяются правом досрочно требовать их погашения в любой момент. Есть особый вид облигаций – бессрочные облигации, которые не имеют определенного срока погашения, однако бессрочность таких облигаций не делает их похожими на стейблкоины, поскольку бессрочность проявляется в том, что владелец облигаций фактически лишен права требовать от эмитента погашения их номинальной стоимости.

<sup>28</sup> Архитектура некоторых алгоритмических и гибридных стейблкоинов может предусматривать начисление их владельцам новых токенов.

<sup>29</sup> Congressional Research Service (2023), [Stablecoin Policy Issues for the 118th Congress.](#)

<sup>30</sup> Там же. Кроме того, см. European Parliament (2023), [Non-EU countries' regulations on crypto-assets and their potential implications for the EU.](#)

Наиболее распространенные структурные облигации в понимании российского законодательства предоставляют своему владельцу право на получение выплат по ним в зависимости от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств<sup>31</sup>. Такие выплаты могут быть поставлены в зависимость от цен на товары, ценные бумаги, курсов валют, величин процентных ставок, уровня инфляции и прочего. При этом в зависимости от наступления или ненаступления обстоятельств может выплачиваться или не выплачиваться номинальная стоимость облигаций.

Стейблкоины, предусматривающие право на получение стоимости актива, отличного от фиатной валюты, которая может меняться, могут быть схожи со структурными облигациями в случае, если сама возможность права требования погашения стейблкоинов будет поставлена в зависимость от наступления или ненаступления соответствующего обстоятельства.

**Производные финансовые инструменты (ПФИ).** В международной практике имеются примеры квалификации стейблкоинов в качестве производных (деривативных) инструментов. Так, Комиссия по торговле товарными фьючерсами США (CFTC) квалифицировала отношения, связанные с оборотом стейблкоинов, как отношения по передаче товаров, подпадающие под правила о товарных биржах<sup>32</sup>, то есть оценила стейблкоины в качестве производных инструментов на товары<sup>33</sup>. FINMA, соотнося стейблкоины с иными финансовыми инструментами, указала, что правила о производных инструментах могут быть применены к стейблкоинам, привязанным к товарам или ценным бумагам, архитектура которых предусматривает договорное право требования владельца к эмитенту<sup>34</sup>.

Как сходство стейблкоинов с ПФИ можно отметить следующее. Стейблкоины могут предоставлять требование к обязанному лицу о выплате стоимости или передаче актива, к которому привязан стейблкоин, в натуре, что экономически схоже с правами, предоставляемыми ПФИ.

Вместе с тем есть и отличия. По российскому праву ПФИ представляют собой договор, а не являются отдельным объектом гражданских прав. Стейблкоины не имеют дат экспирации. Право владельца на погашение стейблкоинов, как правило, не обременяется дополнительными условиями (измениться может лишь объем предоставления в связи с изменением стоимости актива привязки или утратой привязки стейблкоина), в то время как в ПФИ обязанность стороны по осуществлению предоставления может не возникнуть совсем в зависимости от наступления или ненаступления обстоятельств.

**Паи инвестиционных фондов (ПИФ).** Архитектура некоторых стейблкоинов может иметь черты, схожие с инструментами коллективного инвестирования<sup>35</sup>, в частности паями

<sup>31</sup> Применительно к российскому законодательству см. статью 27.1-1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

<sup>32</sup> См. [сайт](#) CFTC.

<sup>33</sup> См. European Parliamentary (2023), [Non-EU countries' regulations on crypto-assets and their potential implications for the EU](#).

<sup>34</sup> FINMA (2019), [Supplement to the guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings \(ICOs\)](#).

<sup>35</sup> FINMA (2019), [Supplement to the guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings \(ICOs\)](#).



инвестиционных фондов. В США стейблкоины неоднократно сравниваются с фондами денежного рынка (Money Market Funds – MMF)<sup>36</sup>.

Владельцы стейблкоинов несут риск убытков, связанных с изменением стоимости актива, к которому привязан стейблкоин, так же, как владельцы паев несут риск убытков, связанных с изменением рыночной стоимости имущества, составляющего ПИФ. Имущество, составляющее обеспечение стейблкоинов, обеспеченных некриптовалютными активами, может обособляться (сегрегироваться) (см. раздел 3) от имущества эмитента стейблкоинов с целью защиты интересов их владельцев (в том числе в случае банкротства эмитента) по аналогии с имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд<sup>37</sup>. Если владельцы стейблкоинов наделяются правом собственности в отношении имущества, составляющего обеспечение, данные стейблкоины, представляющие собой долевой, а не долговой инструмент, становятся еще более похожими на паи инвестиционных фондов.

При погашении пая пайщик вправе требовать выплаты денежной компенсации стоимости пая либо в некоторых случаях выдела доли в праве общей собственности на имущество, составляющее фонд. Владельцам стейблкоинов при их погашении также может быть предоставлено право требовать выплаты стоимости стейблкоинов или передачи в натуре актива, к которому они привязаны.

Вместе с тем стоит отметить, что пайщики не имеют никаких прав требований к управляющей компании фонда, если стоимость имущества фонда становится фактически равной нулю, за исключением случаев недобросовестного поведения управляющей компании фонда, в то время как владельцы стейблкоинов, как правило, вправе требовать реализации права погашения вне зависимости от наличия резервных активов.

Кроме того, стейблкоины, как правило, не предусматривают выплату их владельцам дополнительного дохода и начисления процентов, как в случае с MMF<sup>38</sup>.

## 2.2. Возможности и текущая практика использования стейблкоинов

**Стейблкоины как платежное средство.** В международной повестке, в том числе имеющих исследованиях, принято отмечать возможность доступа и совершения операций в криптоиндустрии с помощью стейблкоинов как менее волатильного, чем криптовалюта, платежного средства, по сути, денежного суррогата.

Вместе с тем важно еще раз подчеркнуть, что стейблкоины не соответствуют требованиям к платежным средствам и не являются деньгами, выпуск и обращение которых обеспечены центральными банками. Стейблкоины не обладают свойством универсальности (обязательности к приему), и использование как эмитированных иностранными лицами стейблкоинов, так и выпущенных в соответствии с российским законодательством цифровых прав, с характеристиками которых могут быть схожи характеристики отдельных

<sup>36</sup> См., например: Gorton G.B., Zhang J.Y. (2021), University of Chicago Law Review, Vol. 90, Forthcoming, [Taming Wildcat Stablecoins](#); Federal Reserve Bank of New York (2023), Anadu K., Azar P.D., Cipriani M., Staff Reports No. 1073, [Runs and Flights to Safety: Are Stablecoins the New Money Market Funds?](#); NASAA (2023), Letter to Congress Regarding H.R. 4766, [Clarity for Payment Stablecoins Act 2023](#).

<sup>37</sup> У необеспеченных стейблкоинов / стейблкоинов с несегрегированным обеспечением кредитные риски и риски ликвидности являются повышенными в сравнении с ПИФ, учитывая, что имущество, составляющее ПИФ, подлежит сегрегации.

<sup>38</sup> См., например: Gorton G.B., Zhang J.Y. (2021), University of Chicago Law Review, Vol. 90, Forthcoming, [Taming Wildcat Stablecoins](#); NASAA (2023), Letter to Congress Regarding H.R. 4766, [Clarity for Payment Stablecoins Act 2023](#).

стейблкоинов, создает риски для единства денежного обращения. Кроме того, стейблкоины в высокой степени подвержены кредитным рискам эмитента, мошенническим операциям и кибератакам, активно используются в нелегальной деятельности, а также не соответствуют требованиям ценовой и финансовой стабильности (см. раздел 2.3). В связи с этим зачастую в мировой практике, в том числе в России, использование стейблкоинов во внутренних расчетах недопустимо<sup>39</sup>.

Для обеспечения потребностей цифровой экономики во многих странах проектируются или уже созданы цифровые валюты центральных банков (ЦВЦБ), эмитентами которых являются центральные банки и которые представляют собой законное платежное средство в цифровой форме.

В некоторых юрисдикциях (например, ЕС, Сингапур), как отмечалось выше, стейблкоины, соответствующие специальным регуляторным требованиям, могут рассматриваться в качестве ЭДС и использоваться в некоторых внутренних расчетах.

В России с ее высоким уровнем цифровизации платежей и расчетов, развитием сервисов СБП, пилотированием и планируемым запуском цифрового рубля вопрос о возможности введения аналогичного ЭДС регуляторного режима для стейблкоинов не рассматривается.

При этом использование стейблкоинов, как и других частных цифровых активов, может иметь некоторые преимущества перед традиционными платежными сервисами в трансграничных расчетах (с сохранением при этом связанных с ними рисков, как будет показано далее).

**Стейблкоины как финансовый инструмент.** Стейблкоины могут быть использованы для получения дохода за счет прироста капитала, связанного с повышением стоимости актива, к которому привязан стейблкоин, а также совершения различных сделок. При этом такие сделки могут быть и аналогичны традиционным финансовым продуктам (например, сделкам репо), и иметь свою специфику.

В этом случае это может быть кредитование протокола владельцем стейблкоинов с последующим автоматизированным перечислением средств подавшим заявки соискателям финансирования. Услуга может быть доступна как на централизованных, так и на децентрализованных платформах.

#### **Врезка 9. Фарминг и другие специфические способы использования стейблкоинов**

**Фарминг** представляет собой инструмент пассивного заработка для владельца стейблкоинов в виде вознаграждения за хранение активов. Хранение активов происходит не на кошельке самого владельца стейблкоинов: стейблкоины предоставляются в качестве ликвидности провайдеру услуг / децентрализованному приложению в сфере виртуальных активов, в частности бирже, для использования в пуле (смарт-контракте) определенной пары токенов, одним из которых является стейблкоин. Доход формируется за счет комиссии, которую платят пользователи за покупку/продажу токенов в пуле. Основным риском является падение цены криптовалюты с соответствующим уменьшением дохода, а также то, что стейблкоины хранятся уже не на собственном кошельке владельца стейблкоинов, а находятся во внешнем кошельке / приложении.

**Флеш-кредиты.** Это особый кредитный продукт, который предоставляется без обеспечения и без проверки заемщика. Гарантия возврата закладывается в соответствующий смарт-контракт,

<sup>39</sup> В соответствии с частью 10 статьи 4 Федерального закона от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» запрещается принимать ЦФА в качестве средства платежа или иного встречного предоставления за передаваемые товары, выполняемые работы, оказываемые услуги, а также иного способа, позволяющего предполагать оплату цифровым финансовым активом товаров (работ, услуг).

который разворачивает сделку в случае ее невыполнения (кредит выдается и погашается в рамках обработки сетью одного блока, то есть до его закрытия и придания всем транзакциям необратимого характера).

**Страхование.** Стейблкоины можно разместить в пул ликвидности, предназначенный для предоставления страхового покрытия того или иного проекта, биржи, события в криптоиндустрии.

Сфера охвата страхования включает в себя страхование от взлома или некорректной работы смарт-контракта, инфраструктуры, финансовых и управленческих рисков. Страховое возмещение при таком виде страхования номинировано в соответствующих стейблкоинах.

Процесс страхования схож с обычным и содержит два этапа:

- а) выбор страхователем объекта страхования, страховой суммы и срока страхования;
- б) формирование заявки на возмещение при наступлении страхового случая, которая или нуждается в одобрении, или одобряется автоматически.

Кроме того, стейблкоины могут использоваться в качестве способа хеджирования рыночных рисков в криптоиндустрии. Однако приобретение традиционных активов для таких целей является менее рискованным вариантом хеджирования. В то же время хеджирование с использованием стейблкоинов может быть актуальным за счет своего удобства и постоянного доступа, особенно при отсутствии доступа к традиционным финансовым инструментам с аналогичными характеристиками.

### 2.3. Риски использования стейблкоинов

Как уже отмечалось выше, в настоящее время мировой масштаб выпуска и оборота стейблкоинов относительно традиционных финансов небольшой, поэтому их влияние на риски глобальной финансовой системы, по оценке международных организаций, ограничено.

При этом для стейблкоинов (особенно если речь идет о нерегулируемой деятельности) характерны кредитный и иные риски, присущие финансовым инструментам, с которыми они схожи, в том числе свойственные цифровым активам технологические риски. Кроме того, в контексте наиболее распространенных стейблкоинов важно учитывать также риск полной блокировки выпущенных стейблкоинов (по инициативе эмитента или при наступлении определенных событий – например, в силу санкционных ограничений).

В случае же значительного распространения и отсутствия регулирования оборот стейблкоинов может привести к реализации широкого набора рисков, часть из которых свойственна для сферы традиционных финансов, а часть – для широкого круга цифровых активов, связанных с использованием технологий распределенного реестра, смарт-контрактов, а также архитектурой стейблкоинов. Понимая возможные риски, международные организации и зарубежные регуляторы рассматривают введение или вводят регулирование стейблкоинов (см. раздел 3).

**Денежно-кредитная политика.** Эффект использования стейблкоинов аналогичен эффекту валютизации<sup>40</sup>, который особенно ярко проявляется в странах с развивающимися и формирующимися рынками.

<sup>40</sup> Замещение национальной валюты в экономике иностранными валютами (в зависимости от степени замещения) способно подорвать экономический суверенитет государства.

## РИСКИ ДЛЯ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, СВЯЗАННЫЕ С РЫНКОМ КРИПТОАКТИВОВ

Рис. 6



Источники: доклад Консультативной группы директоров по финансовой стабильности (BIS (2023), Consultative Group of Directors of Financial Stability (CGDFS), [BIS Papers No. 138: Financial stability risks from cryptoassets in emerging market economies](#), переведено авторами доклада.

использование во внутренних расчетах цифровых активов, не являющихся деньгами, выпущенными центральным банком, в том числе стейблкоинов, может привести к рискам для эффективности денежно-кредитной политики и ценовой стабильности.

Широкое использование стейблкоинов также может способствовать массовому изъятию средств из отдельных банков, особенно если стейблкоин покажется банковскому вкладчику новым защитным активом в период стресса на традиционном финансовом рынке. По аналогии с международным рынком капитала использование стейблкоинов, особенно трансграничное, может повлиять на денежно-кредитную политику через курсовой канал, что, в свою очередь, может повлиять на финансовые условия национального рынка.

**Финансовая стабильность**<sup>41</sup>. В случае существенного распространения стейблкоинов, как и других видов цифровых активов, а также роста его взаимосвязи с традиционным финансовым рынком возможно возникновение угрозы для финансовой стабильности (рис. 6).

Вследствие перетока капитала из традиционной финансовой системы (в том числе банковских депозитов) на рынок стейблкоинов существует риск снижения финансовой устойчивости банков, фрагментации ликвидности и сокращения объемов и повышения стоимости финансирования реального сектора экономики. Дополнительным негативным фактором может стать распространение на финансовый рынок эффекта заражения – снижения доверия, вызванного потерей пользователями своих активов в результате вложений в стейблкоины по причине реализации кредитных рисков, волатильности, проблем кибербезопасности, сбоев и других рисков.

Отдельным вопросом для изучения является управление рисками, связанными с вложениями регулируемых участников финансового рынка в подобные высокорисковые цифровые активы (особенно необеспеченные или имеющие неподтвержденное и (или) высоковолатильное обеспечение).

<sup>41</sup> См. в том числе доклад для общественных консультаций Банка России [«Криптовалюты: тренды, риски, меры»](#) (2022 г.).

### Врезка 10. О международных подходах к учету рисков инвестиций в стейблкоины в банковском регулировании

В декабре 2022 г. БКБН опубликовал стандарт по криптоактивам<sup>1</sup>, при этом БКБН отметил, что отдельные вопросы будут подлежать дополнительному мониторингу и детальному рассмотрению в связи с быстрыми темпами развития рынка. По результатам проверок, проведенных в 2023 г., было предложено обновить требования, касающиеся рисков банков в отношении стейблкоинов.

Хотя прямая зависимость глобальной банковской системы от криптоактивов остается относительно низкой, БКБН признает важность наличия сильной глобальной пруденциальной системы для банков в целях снижения рисков, связанных с криптоактивами. В связи с этим проводится оценка событий на рынках криптоактивов, связанных с банками, включая роль банков как эмитентов стейблкоинов, кастодианов и более широких потенциальных каналов взаимосвязей традиционного финансового рынка и крипторынка. В более общем плане БКБН сотрудничает с другими органами, устанавливающими стандарты, и Советом по финансовой стабильности, чтобы обеспечить последовательное глобальное регулирование стейблкоинов.

В опубликованных в декабре 2023 г. предложениях конкретизируются критерии состава резервных активов, обеспечивающих стейблкоины. Также рассматриваются вопросы кредитного качества, сроков погашения и ликвидности резервных активов. Требования определяют, будут ли стейблкоины, с которыми могут работать банки, подлежать включению в категорию криптоактивов группы 1b (криптоактивы с эффективным механизмом стабилизации) и, таким образом, подпадать под льготный режим регулирования. Активы этой группы учитываются в капитале банка с определенным коэффициентом риска, но в рамках стандартных процедур, в то время как иные криптоактивы не только активируют дополнительные риск-процедуры, но и ограничены по объему на уровне 2% капитала.

В качестве отдельного источника риска выделяется инфраструктура. В зависимости от обнаружения в ней недостатков и уязвимостей возможно введение дополнительного требования к капиталу банка в части вложений в стейблкоины.

Согласно предложениям, банки также должны будут проводить комплексные проверки, чтобы убедиться, что они имеют адекватное понимание механизмов стабилизации стейблкоинов, которые они держат на балансе, и того, насколько эти механизмы эффективны. В рамках этой проверки банки должны будут регулярно проводить статистические и другие тесты, демонстрирующие, что стейблкоины поддерживают стабильную привязку к эталонному активу. Внедрение стандартизированных тестов, разработанных БКБН, на данном этапе признано преждевременным.

<sup>1</sup> [Пресс-релиз](#) БКБН.

Хотя риски, связанные с вложениями участников финансового рынка в стейблкоины, пока не являются системными<sup>42</sup>, представляется важным вопрос выработки методов их оценки и управления ими.

Особого внимания требуют стейблкоины, имеющие перспективу превращения в глобальные стейблкоины, поскольку в странах с нестабильной национальной валютой стейблкоины могут создавать дополнительный импульс для оттока капитала.

Другим фактором, который заслуживает внимания в контексте вопросов стабильности, является высокая концентрация сегмента стейблкоинов на одном эмитенте, проблемы с финансовым положением которого могут повлечь за собой эффект домино.

**Платежная сфера.** Бесперебойное функционирование платежной системы необходимо для потребителей, финансового рынка и экономики в целом. Главным риском использования стейблкоинов на рынке платежных услуг является высокая подверженность сбоям в связи

<sup>42</sup> См., например: [данные на сайте проекта btctools](#).

с потерей финансовой устойчивости эмитента (особенно в нерегулируемой сфере) и в связи с реализацией операционных рисков.

Так, при работе со стейблкоинами не исключены сбои в работе инфраструктуры, в том числе при массовом (алгоритмическом) совершении расчетных операций вследствие нештатной работы крупных участников или ограниченной производительности, при совершении целенаправленных атак.

Кроме того, данный вид рисков может усиливаться, из-за того что с точки зрения клиентского пути использование стейблкоинов, как и других цифровых активов, очень похоже на традиционные платежные сервисы и может задействовать их отдельные элементы (платежные карты), что будет ошибочно восприниматься потребителем как единый надежный платежный контур, объединяющий регулируемую и прозрачную среду финансового рынка с нерегулируемой сферой обращения наиболее распространенных стейблкоинов.

Дополнительные проблемы способна вызывать фактически матричная организационная структура стейблкоинов. Например, эмитент стейблкоинов и кастодиан могут быть двумя разными организациями, расположенными в разных юрисдикциях, местонахождение которых, в свою очередь, может отличаться от местонахождения поставщика кошелька или других финансовых посредников. Отсутствие координации между частями схемы, расположенными в нескольких юрисдикциях, может усугублять погрешности существующих трансграничных платежных систем. На это будут накладываться различия юрисдикционных стандартов и правил, а также разница во времени, влияющие на доступность местных услуг и инфраструктуры, в том числе на вход в киберпространство и выход из него в традиционный финансовый сектор.

**Защита конкуренции.** Внедрение инноваций в финансовом секторе является одним из двигателей конкуренции, однако неконтролируемое распространение и использование стейблкоинов может привести к необоснованному регуляторному арбитражу в сравнении с регулируемыми традиционными финансовыми инструментами.

Высокая концентрация в сегменте стейблкоинов может создавать риски и для антимонопольной политики, особенно с учетом действия сетевых эффектов. В настоящее время уже можно наблюдать значительную долю одного эмитента на рынке (см. врезку 1). Как и в случае с иными цифровыми активами, сосредоточение в руках одного или очень небольшого количества участников сервисов, ресурсов и управления, включая возможность контроля и даже блокировки активов, может привести к формированию у этих участников значительной рыночной власти и системных угроз при злоупотреблении такой властью.

Дополнительным фактором, который нужно учитывать, является изначальная диспропорция в готовности (прежде всего технологической) участников рынка к работе с инновациями – крупнейшие игроки заведомо имеют преимущество в ресурсах (в том числе кадровых) для разработки и использования токенизации и смарт-контрактов.

**Рыночный риск.** Стейблкоины, как и другие цифровые и традиционные финансовые инструменты, подвержены риску возникновения финансовых потерь (убытков) вследствие изменения их текущей (справедливой) стоимости.

В отличие от криптовалют, основное влияние на которые оказывает баланс спроса и предложения, носящий спекулятивный характер, главными факторами риска для обеспеченных стейблкоинов являются качество и волатильность лежащих в основе этих стейблкоинов резервных активов.



Несмотря на то что стейблкоины ориентированы на поддержание стабильной стоимости относительно стоимости актива, к которому они привязаны, это не гарантирует, что их стоимость будет неизменна. Стейблкоины могут обладать повышенной волатильностью относительно традиционных финансовых инструментов, о чем свидетельствуют в том числе случаи утраты привязки стейблкоинов (например, BitUSD (2018), TerraUSD (2022), USDC (2023)). Кроме того, как отмечалось выше, дополнительные риски могут создавать колебания стоимости самого актива, к которому привязан стейблкоин.

Волатильности цен на вторичном рынке также может способствовать концентрация владения токенами. Когда небольшая группа лиц контролирует значительную часть общего предложения определенного цифрового актива, она может влиять на рынок посредством координированных покупок и продаж, что может привести к значительным колебаниям цен (относится по большей части к алгоритмическим стейблкоинам).

Еще одним источником рыночного риска является низкий уровень подотчетности и прозрачности на рынке. Это связано с ограниченным объемом информации о собственности, организационной структуре, обеспечении и так далее, поскольку на цифровые активы, в том числе стейблкоины, изначально не распространяются требования к раскрытию информации, предусмотренные для традиционных финансовых активов.

**Риск ликвидности.** Использование стейблкоинов подвержено риску неспособности эмитента или децентрализованного протокола финансировать свою деятельность и без существенных убытков выполнять обязательства по мере наступления сроков их исполнения.

Источниками указанного риска являются недостаточный объем резервов стейблкоинов или их размещение в недостаточно ликвидные активы, а также операционные уязвимости.

Как уже говорилось выше, уровень ликвидности стейблкоинов также зависит от типа стейблкоинов, способа их выпуска и обращения (централизованные/децентрализованные). Стейблкоины, выпускаемые централизованно, как правило, обладают лучшей ликвидностью. Однако и такие стейблкоины не защищены от риска ликвидности, в частности в случае затруднения доступа к активам, формирующим обеспечение, а также в случае принятия биржами, на которых они обращаются, решения о приостановке вывода средств или торговли, что приведет к блокировке ликвидности на всей платформе. Риск ликвидности может особенно остро проявиться в ситуации набега инвесторов с целью массового погашения стейблкоинов. Кроме того, риск ликвидности обеспеченного стейблкоина зависит от ликвидности актива, к которому он привязан.

**Кредитный риск.** Стейблкоины также подвержены рискам, возникающим в связи с вероятностью невыполнения эмитентом (для централизованных стейблкоинов) или алгоритмом (для децентрализованных стейблкоинов) обязательств перед инвесторами, то есть кредитному риску.

Данный риск усугубляется за счет специфических особенностей структуры рынка цифровых активов – значительной доли операций с аффилированными лицами, недостаточно эффективного корпоративного управления, а также чрезмерного использования заемных средств и отсутствия регулирования, в том числе требований к раскрытию информации.

Кроме того, из-за отсутствия регулирования и прозрачности деятельности эмитентов стейблкоинов риск невозможности исполнения ими своих обязательств в полном объеме значительно увеличивается, в том числе в результате ликвидации эмитента и недостаточности его активов для погашения всех обязательств (как, например, Terraform Labs (Luna-UST)).

В связи с этим в ряде стран устанавливаются требования к раскрытию эмитентами стейблкоинов существенной информации об их деятельности, к проведению регулярного аудита и к достаточности обеспечения и их капитала для покрытия обязательств по стейблкоинам (см. раздел 3). Кроме того, ряд эмитентов декларирует соблюдение аналогичных стандартов на добровольной основе.

**Риски противоправной деятельности.** Стейблкоины могут использоваться в противоправной деятельности (отмывание доходов, наркоторговля, финансирование терроризма и прочее). Их неконтролируемый оборот является вызовом для глобальной системы противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма (ПОД/ФТ).

#### **Врезка 11. Подходы Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (FATF) к стейблкоинам**

В своих документах FATF указывает на возможность потенциального широкого распространения стейблкоинов в глобальном масштабе ввиду их более высокой стабильности, безопасности операций с ними и простоты их использования по сравнению со стандартными виртуальными активами, особенно в тех случаях, когда они спонсируются крупными технологическими, телекоммуникационными или финансовыми компаниями. При этом FATF также обращает внимание на то, что распространение стейблкоинов значительно повышает риски ОД/ФТ.

Согласно пояснениям FATF, приведенным в докладе «О так называемых стейблкоинах для Группы 20» (2020)<sup>1</sup>, термин «стейблкоин» не относится к разряду юридической или технической терминологии, а является по большей части маркетинговым термином. FATF использует четко определенные термины, такие как «виртуальные активы»<sup>2</sup>, для обозначения криптоактивов и других подобных цифровых активов, а также «провайдеры услуг в сфере виртуальных активов» (ПУВА) для обозначения бирж, обменников, провайдеров кошельков и других субъектов, оказывающих услуги, связанные с виртуальными активами.

FATF указывает на возможность применения своих стандартов в зависимости от характеристик стейблкоинов, которые могут быть отнесены к категории традиционных финансовых активов (например, ценных бумаг) или являться одним из видов виртуальных активов<sup>3</sup>. При этом FATF отдельно указывает на недопустимость возникновения ситуации, при которой стандарты FATF не распространяются на стейблкоины.

<sup>1</sup> FATF (2020), [Report to G20 on so-called stablecoins](#).

<sup>2</sup> Под виртуальными активами FATF понимает цифровое выражение ценности, которое может цифровым образом обращаться или переводиться и может быть использовано для целей осуществления платежей или инвестиций. Виртуальные активы не включают в себя цифровое выражение фиатных валют, ценных бумаг и других финансовых активов, регулируемых иными рекомендациями FATF.

<sup>3</sup> В соответствии со стандартами FATF «виртуальные активы» – это термин, используемый FATF для обозначения криптоактивов и других цифровых активов, которые не функционируют в качестве законного средства платежа. Определение виртуальных активов сформулировано FATF широко и без упоминания конкретных технологий, в связи с чем все соответствующие активы подпадают под требования стандартов FATF.

**Риски для информационной безопасности.** Сами стейблкоины, как и другие цифровые активы, подвержены угрозам мошенничества, хакерских атак и иных недобросовестных действий. Поэтому отдельным вопросом при анализе возможных рисков является обеспечение безопасности технологий, используемых для создания стейблкоинов, так как несанкционированные действия или компьютерные атаки на стейблкоины могут привести к негативным последствиям, например:

- к утечке, модификации, нарушению доступности или уничтожению защищаемой информации;
- к совершению операций без согласия клиентов, краже активов;
- к несанкционированной эмиссии стейблкоинов, обесцениванию стейблкоинов.

Данные вопросы становятся особенно актуальными в контексте необратимости операций, осуществленных с использованием блокчейна, а также их публичности (в случае открытых блокчейнов).

Еще одним важным аспектом в случае с наиболее распространенными стейблкоинами с централизованным выпуском, как упоминалось выше, является риск необоснованной блокировки эмитентом выпущенных им стейблкоинов.

**Риски при использовании смарт-контрактов.** Ошибки в написании смарт-контрактов и их последующая некорректная работа, в том числе при выполнении алгоритмов стабилизации стоимости цифровых активов, выпуске и уничтожении токена, нарушение подлинности, легитимности токенов, их двойное расходование могут существенным образом отразиться на использовании стейблкоинов. Кроме того, уязвимости в смарт-контрактах могут использоваться злоумышленниками в целях мошенничества и кражи активов, манипулирования ценой цифровых активов<sup>43</sup>.

**Технологические риски.** Высокая зависимость от сложных и стремительно развивающихся технологий, в частности технологий распределенного реестра, влечет за собой возможные негативные последствия, связанные в том числе:

- с возможной перегрузкой сети (ограниченная пропускная способность приводит к задержкам и повышению стоимости транзакций) или, наоборот, недогрузкой из-за недостатка критической массы пользователей (малое количество узлов) и связанного с этим ослаблением безопасности;
- с разделением сети (форк), при котором блокчейн раздваивается по причине того, что часть пользователей поддерживает изменения принципов работы блокчейна, тогда как другая часть с этими изменениями не согласна (частным случаем является хардфорк, когда несогласные пользователи не могут пользоваться новой веткой блокчейна).

#### Врезка 12. Трилемма масштабируемости блокчейна

Трилемма может ограничить способность блокчейна удовлетворять растущие потребности в транзакциях и связанной с ними ликвидности. Ее идея заключается в том, что сети блокчейнов могут достичь двух из трех свойств: безопасности, масштабируемости или децентрализации. Другими словами, в сети блокчейна сложно реализовать все три свойства. Трилемма масштабируемости может повлиять на ликвидность несколькими способами. Во-первых, если сеть блокчейнов не может эффективно масштабироваться, то это может привести к замедлению обработки транзакций и высоким комиссиям на них. Во-вторых, если сеть блокчейнов недостаточно децентрализована, она может быть уязвима к манипуляциям со стороны нескольких крупных участников рынка. И наконец, если сеть блокчейна жертвует безопасностью ради масштабируемости, то она может быть более уязвима для взлома, мошенничества и других форм операционного риска.

**Риски для защиты прав потребителя.** Для существующих стейблкоинов характерны присущие и другим цифровым активам риски, например отсутствие защиты прав потребителей и инвесторов, в том числе в связи с тем, что требования к раскрытию информации для осуществления осознанного выбора, сегрегации резервных активов, нарушения конфиденциальности данных пользователей для стейблкоинов не определены.

Данные риски могут также усиливаться за счет отсутствия у потребителя специальных навыков и подготовки, что может приводить к неосознанным ошибкам и утрате активов.

Кроме того, средства, вложенные в стейблкоины, не подлежат страхованию, как это предусмотрено для банковских вкладов, поэтому при потере эмитентом стейблкоинов финансовой устойчивости страховые выплаты для владельцев стейблкоинов не предусмотрены.

<sup>43</sup> Примером может послужить ситуация 2016 г. с The DAO, вызванная уязвимостью в смарт-контракте.

### Врезка 13. Требования к инвестициям в стейблкоины неквалифицированных инвесторов в Гонконге

В декабре 2023 г. Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам (SFC) и Денежно-кредитное управление Гонконга (НКМА) выпустили совместный циркуляр, который в том числе регулировал вопрос инвестирования в стейблкоины неквалифицированными инвесторами.

В документе отмечаются риски, связанные с инвестированием в виртуальные активы. Например, эмитенты могут либо не регулироваться совсем, либо регулироваться только в целях ПОД/ФТ. Таким образом, они могут не подвергаться такому же строгому регулированию, как участники традиционных финансовых рынков, что порождает дополнительные риски контрагента. Кроме того, при отсутствии единого подхода к регулированию с большей вероятностью будут появляться проблемы с защитой инвесторов, начиная от отсутствия прозрачности цен и заканчивая потенциальными манипуляциями на рынке.

Для того чтобы сократить данные риски, регуляторы ввели следующие фильтры:

- 1. Ограничения на продажу.** За исключением ограниченного выбора виртуальных активов, остальные, считающиеся сложными, должны предлагаться только профессиональным инвесторам.
- 2. Тест на знание виртуальных активов.** Посредники должны оценить, есть ли у неквалифицированных инвесторов знания об инвестировании в виртуальные активы, прежде чем совершать транзакцию от их имени. Если клиент не обладает такими знаниями, посредник должен действовать только в том случае, если он предоставил клиенту подробную и достоверную информацию о природе и рисках виртуальных активов. Посредникам также следует гарантировать, что их клиенты обладают достаточными средствами, чтобы иметь возможность взять на себя риски и нести потенциальные убытки<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> НКМА-FSTB (2023), [Legislative proposal to implement the regulatory regime for stablecoin issuers in Hong Kong](#).

**Риски информационной асимметрии.** Принципиально важным вопросом является обеспечение прозрачного ценообразования и в целом устранение асимметрии информации.

У большинства владельцев и приобретателей стейблкоинов могут отсутствовать необходимые сведения об эмитентах, обеспечении стейблкоинов, контроле за их сохранностью и иная значимая информация. Изучение информации, которая находится в публичном доступе (в том числе в открытом блокчейне), требует определенного уровня знаний и квалификации.

В совокупности с наличием полной и достоверной информации у ограниченного круга лиц эта асимметрия может способствовать большей волатильности и распространению нарушений, таких как, например, инсайдерская торговля.

### 3. ЗАРУБЕЖНЫЕ МОДЕЛИ РЕГУЛИРОВАНИЯ СТЕЙБЛКОЙНОВ

В мировой практике в настоящее время отсутствует единое мнение относительно подходов к регулированию стейблкоинов, в том числе механизма сегрегации и защиты активов, составляющих обеспечение стейблкоинов. Пока глобальное видение регуляторного отношения к стейблкоинам находится на начальном этапе развития. При этом заметны тенденции:

- к рассмотрению стейблкоинов в контексте более широкого круга цифровых или виртуальных активов, многие особенности, возможности и риски которых присущи стейблкоинам;
- к признанию целесообразности не запрета стейблкоинов, а их регулирования, что может в большей степени отвечать балансу защиты интересов потребителей, задачам недопущения противоправных действий и стимулирования инновационного развития. Исследователи и эксперты склоняются к тому, что одну из ведущих ролей в регулировании стейблкоинов должно сыграть международное сотрудничество.

ПОДХОДЫ СТРАН К РЕГУЛИРОВАНИЮ СТЕЙБЛКОЙНОВ

Табл. 1

Запрет стейблкоинов	Создание специального регулирования / адаптация действующего регулирования	Применение уже существующих норм	Формирующийся подход
Китай	ЕС Гонконг Сингапур Япония Турция Великобритания Казахстан ОАЭ	США Швейцария Австралия	Индия*

\* Законодательный запрет на использование стейблкоинов был введен, но впоследствии отменен по решению суда.  
Источник: составлено авторами доклада.

Активную позицию занимают международные организации, которые изучают стейблкоины как явление, возможности и риски их использования (в том числе в контексте попыток отдельных участников рынка создать глобальные стейблкоины), подходы и примеры регулирования, дают соответствующие рекомендации.

Что касается конкретных юрисдикций, то существуют примеры (Китай) введения запрета на использование стейблкоинов так же, как и криптовалют.

В ряде юрисдикций сформировано или находится в процессе формирования специальное нормативно-правовое регулирование стейблкоинов путем внесения поправок в существующее законодательство или создания новой правовой базы. При этом такое регулирование в целом строится на принципе «схожая деятельность – схожие риски – схожее регулирование» и подходах, близких к регулированию традиционного финансового рынка (лицензирование, пруденциальные требования и другие). К примеру, в ЕС, Гонконге, Сингапуре, Японии и ряде иных юрисдикций установлены требования к выпуску и обращению стейблкоинов, включая требования к обеспечению стейблкоинов и их погашению.

В отдельных юрисдикциях к стейблкоинам применяется уже существующее нормативно-правовое регулирование. Это наблюдается, например, в США, где в настоящее время позиция относительно федерального регулирования окончательно не сформирована,

а на практике к тем или иным стейблкоинам применяются требования, предусмотренные в отношении ценных бумаг.

В иных юрисдикциях, например в Индии, подход к регулированию стейблкоинов только предстоит определить.

### 3.1. Установление запрета на эмиссию и использование стейблкоинов

FATF в Рекомендации 15 и Пояснительной записке к ней указывает, что страны могут принять решение о запрете виртуальных активов и деятельности ПУВА, при этом вне зависимости от выбранного подхода необходимо регулярно проводить оценку рисков ОД/ФТ, связанных с виртуальными активами и деятельностью ПУВА, а также выявлять лиц, осуществляющих нелегальную деятельность, связанную с виртуальными активами, и применять к ним соразмерные и сдерживающие санкции<sup>44</sup> (см. врезку 12). На возможность запрета деятельности, связанной со стейблкоинами, указывается и в рекомендациях FSB<sup>45</sup>.

Вместе с тем существует мнение, например экспертов Международного валютного фонда (IMF), что запрет использования цифровых активов, в том числе стейблкоинов, актуален скорее для развивающихся экономик, где стейблкоины создают системные риски, и может быть привлекателен только в краткосрочной перспективе<sup>46</sup>.

#### Врезка 14. О рекомендациях FATF по регулированию стейблкоинов

К стейблкоинам, организаторам их обращения и пользователям должны применяться международные стандарты в сфере ПОД/ФТ. В 2018 г. в Рекомендацию 15 «Новые технологии» FATF были включены положения о том, что страны в целях управления рисками ОД/ФТ и их снижения должны обеспечить регулирование деятельности ПУВА, их лицензирование или регистрацию, а также контроль за соблюдением ПУВА требований из рекомендаций FATF либо ввести запрет на осуществление деятельности, связанной с виртуальными активами.

При этом вне зависимости от выбранного подхода странам необходимо регулярно проводить оценку рисков ОД/ФТ, связанных с виртуальными активами и деятельностью ПУВА. В 2019 г. FATF утвердила Пояснительную записку к Рекомендации 15, в которой разъясняются требования стандартов FATF в отношении виртуальных активов и сектора ПУВА. В октябре 2019 г. FATF сообщила, что для целей применения рекомендаций FATF стейблкоин может рассматриваться либо как виртуальный актив, либо как традиционный финансовый актив, а поставщик услуг в сфере стейблкоинов – либо как ПУВА, либо как финансовое учреждение<sup>1</sup>. В соответствии с Пояснительной запиской к Рекомендации 15 странам следует обеспечить, чтобы ПУВА-отправители получали и хранили требуемую и точную информацию об отправителях и требуемую информацию о получателях переводов виртуальных активов, оперативно передавали эту информацию в защищенном режиме получающему ПУВА или финансовому учреждению (если имеется) и предоставляли ее соответствующим органам по их запросам.

<sup>1</sup> Заявление FATF, [Money laundering risks from "stablecoins" and other emerging assets](#).

<sup>44</sup> [FATF Recommendations](#) (2023).

<sup>45</sup> FSB (2023). [High-level recommendations for the regulation, supervision and oversight of global stablecoin. Final report](#).

<sup>46</sup> IMF (2022), Bains P., Ismail A., Fintech Note 2022/008, [Regulating the Crypto Ecosystem: The Case of Stablecoins and Arrangements](#).



### Китай: запрет эмиссии и использования стейблкоинов

В Китае стейблкоины и криптовалюты находятся [под полным запретом](#). В 2013 г. Народный банк Китая (НБК) запретил финансовым учреждениям обрабатывать транзакции с биткойнами. В 2017 г. НБК опубликовал [«Объявление о предотвращении финансовых рисков при выпуске токенов»](#), запретив обменные операции между стейблкоинами, криптовалютой и законным платежным средством.

В сентябре 2021 г. НБК совместно с иными ведомствами, включая Верховный народный суд, Комиссию по регулированию банковской деятельности и страхования Китая и Комиссию по регулированию ценных бумаг Китая, опубликовал [«Уведомление о дальнейшем предотвращении и устранении спекулятивных рисков операций с виртуальной валютой» \(«Уведомление 9.15»\)](#) о запрете и пресечении незаконной финансовой деятельности, связанной с валютой, включая незаконную продажу токенов, несанкционированный публичный выпуск ценных бумаг, незаконный фьючерсный бизнес, незаконный сбор средств и прочее. В соответствии с этим актом стейблкоины и криптовалюты не признаются законными платежными средствами в Китае, коммерческая деятельность, связанная со стейблкоинами и криптовалютами, квалифицируется как незаконная финансовая деятельность, доступ к иностранным платформам, оказывающим услуги в сфере стейблкоинов и криптовалют, подлежит отслеживанию и блокировке, а финансовым учреждениям и поставщикам платежных услуг запрещается предлагать любые услуги, связанные с операциями со стейблкоинами и криптовалютами.

Кроме того, было выпущено [уведомление](#) о предостережении от использования USDT с призывом применять более строгие меры за использование стейблкоинов в трансграничных расчетах.

## 3.2. Создание специального правового регулирования стейблкоинов

В ряде юрисдикций устанавливается и развивается специальное регулирование стейблкоинов, стандарты такого регулирования предлагаются и на уровне международных организаций, в частности FSB.

### Врезка 15. О рекомендациях FSB по регулированию глобальных стейблкоинов

FSB выработал следующие рекомендации по регулированию глобальных стейблкоинов:

1. Регуляторы должны обладать надлежащими полномочиями и достаточными ресурсами для осуществления всестороннего регулирования глобальных стейблкоинов.
2. Необходимо применять комплексные требования к экосистемам глобальных стейблкоинов в области регулирования, надзора и наблюдения в соответствии с международными стандартами.
3. Требуется осуществлять взаимодействие и координацию действий на национальном и международном уровнях в целях эффективной коммуникации и консультирования, с тем чтобы обеспечить всестороннее регулирование, надзор и наблюдение за экосистемами глобальных стейблкоинов в разных странах и секторах, а также способствовать достижению согласованных результатов в регулировании и надзоре.
4. Регуляторы должны требовать от экосистем глобальных стейблкоинов внедрения и раскрытия информации о структуре управления, в которой имеется четкое распределение обязанностей и ответственности.
5. Необходимо обеспечить внедрение экосистемами глобальных стейблкоинов эффективного управления рисками.

6. Регуляторы должны обязать экосистемы глобальных стейблкоинов обеспечить наличие надлежащих систем и процессов сбора, хранения и защиты данных, а также своевременное и точное предоставление данных.
7. Необходимо обеспечить наличие у экосистем глобальных стейблкоинов планов восстановления и урегулирования несостоятельности.
8. Регуляторы должны обязать эмитентов и других участников экосистем глобальных стейблкоинов предоставлять всем пользователям и заинтересованным лицам полную и прозрачную информацию о функционировании таких экосистем.
9. Регуляторы должны требовать от экосистем глобальных стейблкоинов, чтобы они обеспечили закрепление за всеми пользователями прав требований в отношении эмитентов глобальных стейблкоинов и резервных активов и гарантировали их своевременное погашение.
10. Экосистемы стейблкоинов должны соответствовать всем применимым в юрисдикции регуляторным и надзорным требованиям еще до момента запуска каких-либо операций, а также должны надлежащим образом адаптироваться к новым требованиям.

Международные организации предлагают разрабатывать национальное регулирование на основе принципа «одинаковая деятельность – одинаковые риски – одинаковое регулирование», чтобы эмитенты стейблкоинов, формирующие риски, аналогичные рискам в другой финансовой деятельности, так же и регулировались. При этом может быть применен индивидуальный подход к управлению рисками, присущими отдельным видам стейблкоинов. Так, создание комплексной и согласованной нормативной базы является важным инструментом развития конкурентного ландшафта, позволяющим избежать регуляторного арбитража<sup>47</sup>.

В частности, по мнению FSB, законодательно должно быть установлено, что выпуск стейблкоинов может осуществляться одним или несколькими идентифицируемыми и принимающими на себя ответственность юридическими или физическими лицами. Структура стейблкоинов должна предусматривать системы и процессы для сбора, хранения, защиты и своевременного и точного представления данных. Органы власти должны иметь доступ к данным по мере необходимости<sup>48</sup>. Всем владельцам стейблкоинов и заинтересованным лицам должна предоставляться всесторонняя и прозрачная информация о функционировании стейблкоинов, в том числе органах управления, любых конфликтах интересов и их урегулировании, праве на погашение, механизме стабилизации, операциях, системе управления рисками и финансовом состоянии.

Одним из основных требований законодательства должно быть наличие у владельцев стейблкоинов прав требований к эмитенту или прав на резервные активы, которые гарантировали бы своевременное погашение стейблкоинов. При этом для стейблкоинов, привязанных к одной валюте, погашение должно происходить по номиналу. Кроме того, должны быть обеспечены эффективный механизм стабилизации стейблкоинов, четкие права на их погашение, а также пруденциальные требования.

Применительно к праву выкупа предполагается в качестве требования к архитектуре стейблкоинов предусматривать наличие надежных прав требований к эмитенту и своевременное погашение стейблкоинов всем пользователям в течение обоснованного короткого периода времени. Запросы на погашение должны производиться без неоправданных затрат для владельцев.

<sup>47</sup> См., например: CPMI (2023), CPMI Report, [Considerations for the use of stablecoin arrangements in cross-border payments](#); FSB (2023), [High-level recommendations for the regulation, supervision and oversight of global stablecoin. Final report](#). По мнению FSB, такой подход, в свою очередь, влечет за собой смягчение регуляторного арбитража.

<sup>48</sup> FSB (2023), [High-level recommendations for the regulation, supervision and oversight of global stablecoin. Final report](#).

Метод стабилизации должен эффективно обеспечивать поддержание стоимости стейблкоинов в любое время. Эффективный метод стабилизации должен включать в себя формирование обеспечения<sup>49</sup>, размер которого по крайней мере должен быть равен стоимости находящихся в обращении стейблкоинов, если только эмитент стейблкоинов не подчиняется адекватным пруденциальным требованиям, надзору и гарантиям, эквивалентным стандартам БКБН, обеспечивающим уровень защиты, аналогичный тому, который характерен для денег коммерческих банков. Резервы должны состоять только из высококачественных и высоколиквидных активов. Требования должны обеспечивать обособление резервных активов стейблкоинов от активов их эмитента и активов кастодиана (резервные активы должны быть защищены от требований кредиторов эмитента стейблкоинов, в том числе в случае неплатежеспособности эмитента).

### **ЕС: создание специального правового регулирования с возможностью применения к стейблкоинам правил, установленных для традиционных финансовых инструментов**

В 2023 г. ЕС принял отдельное регулирование цифровых активов ([MiCA](#)), которое касается цифровых активов, не подпадающих под регулирование европейского законодательства о финансовых услугах ([Директива о рынках финансовых инструментов MiFID II](#)).

То есть если стейблкоины будут соответствовать критериям ценной бумаги, инструмента денежного рынка, инструмента коллективного инвестирования либо ПФИ, они могут подпадать под регулирование законодательства о финансовых инструментах<sup>50</sup>.

В 2022 г. был принят Регламент о [пилотном режиме](#) для финансовых инструментов в значении MiFID II, функционирующих на основе распределенного реестра. Данный режим, который можно отнести к регулятивной «песочнице», освобождает некоторых участников эксперимента от соблюдения ряда требований европейского законодательства, создавая намеренный регуляторный арбитраж для тестирования новых финансовых технологий и сбора информации о возможных специфических рисках. В частности, пункт 34 Регламента позволяет участникам эксперимента в рамках своей деятельности использовать токены электронных денег вместо расчетов в деньгах центрального банка в случае их недоступности либо непрактичности.

Регулирование, устанавливаемое [MiCA](#), предусматривает, что лицо, не являющееся кредитной организацией, которое хочет осуществлять продажу стейблкоинов публично, обязано получить специальное разрешение от компетентного органа либо, если лицо является кредитной организацией, подготовить проспект выпуска стейблкоинов (whitepaper) и уведомление в компетентный орган с определенным перечнем документов.

Эмитент стейблкоинов должен раскрывать информацию о количестве находящихся в обращении стейблкоинов, а также о стоимости и составе резервных активов, обновляя ее не реже 1 раза в месяц. Кроме того, каждые 6 месяцев в отношении резервных активов должен составляться аудиторский отчет.

Резервные активы должны быть отделены от имущества эмитента стейблкоинов, и их стоимость должна быть не ниже совокупной стоимости прав требований владельцев стейблкоинов к эмитенту. Часть резервных активов должна быть представлена высоколиквидными финансовыми инструментами с минимальными рыночными и кредитными рисками для целей инвестирования.

<sup>49</sup> FSB указывает на несоответствие алгоритмических стейблкоинов своим рекомендациям.

<sup>50</sup> ESMA (2024), [Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments](#).

Особенность регулирования MiCA заключается в предоставлении владельцам стейблкоинов права получать при их погашении выплаты стоимости актива, к которому привязан стейблкоин, а если это невозможно, то путем передачи непосредственно самого актива. При этом погашение не может ограничиваться какими-либо комиссиями.

Лицо, которое планирует осуществлять выпуск стейблкоинов, должно обладать собственными средствами, уровень и состав которых определяется регулированием.

Кроме того, MiCA устанавливает предельные значения объема и количества транзакций, по достижении которых эмитент стейблкоинов обязан приостановить их выпуск и направить в компетентный орган план, обеспечивающий снижение количества и объема транзакций до установленных значений. Данной процедуре предшествует признание стейблкоинов в качестве системно значимых. Соответствующими критериями являются количество владельцев стейблкоинов, объем и количество транзакций, а также совокупная стоимость выпущенных стейблкоинов.

### **Гонконг: специальное регулирование**

Регулирующие органы Гонконга приняли за основу технологически нейтральный принцип «одинаковая деятельность – одинаковые риски – одинаковое регулирование» с точечной правовой адаптацией, например в вопросах обеспечения признания доказательств права собственности.

НКМА планирует ввести специальное регулирование для стейблкоинов – завершены консультации по его условиям<sup>51</sup>.

Регулирование будет применяться к стейблкоинам, которые используются в Гонконге или привязаны к гонконгскому доллару. Стейблкоины должны иметь полное обеспечение, а их эмитенты – лицензию от НКМА и Бюро финансовых услуг и казначейства (FSTB) на работу в Гонконге. Стейблкоины, эмитенты которых не имеют лицензий в стране, могут использоваться только квалифицированными инвесторами.

---

<sup>51</sup> [Пресс-релиз](#) НКМА.

### Врезка 16. Регулирование стейблкоинов в Гонконге

В декабре 2023 г. FSTB совместно с НКМА выпустило доклад для общественных консультаций с предложениями по внедрению регулирования эмитентов стейблкоинов в Гонконге<sup>1</sup>. Такое регулирование призвано обеспечить постепенное и безопасное развитие экосистемы виртуальных активов (ВА) в Гонконге. По мнению авторов доклада, стейблкоин – виртуальный актив, свойства которого призваны снижать риски, традиционно ассоциируемые с ВА (такие как волатильность и фрагментация, а часто и дефицит ликвидности). Поскольку востребованность и будущее развитие стейблкоинов будут определяться их конечными пользователями, задача регуляторов – обеспечить адекватную защиту пользователей стейблкоинов по мере их развития.

Предлагается среди прочего в целях снижения рисков для розничных инвесторов ограничить перечень лиц, которые могут распространять фиатные стейблкоины, выпущенные лицензированным эмитентом, среди неограниченного количества пользователей следующими категориями:

- сами эмитенты стейблкоинов, лицензируемые НКМА;
- авторизованные организации (лицензированный банк, банк с ограниченной лицензией или депозитные учреждения);
- лицензированные корпорации (корпорация, имеющая лицензию на проведение операций с ценными бумагами и получившая разрешение Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга на осуществление операций с виртуальными активами);
- лицензированные торговые платформы виртуальных активов.

При этом последние три категории также могут предлагать к продаже фиатные стейблкоины, выпущенные нелицензированными эмитентами, но только профессиональным инвесторам.

Таким образом, основным фильтром для обеспечения защиты прав и интересов розничных инвесторов становятся лицензионные требования к эмитентам фиатных стейблкоинов, в частности:

- уставный капитал эмитента должен составлять наибольшее значение из двух: 25 млн гонконгских долларов или 2% от номинала стейблкоинов в обращении;
- эмитент должен быть зарегистрирован в Гонконге (там преимущественно должна базироваться его управленческая команда);
- у эмитента должен быть настроен эффективный стабилизационный механизм, обеспечивающий поддержание пула высококачественных и высоколиквидных резервных активов (например, банковские депозиты в релевантной валюте, краткосрочные долговые инструменты), и депозитарий, который позволит держателям фиатных стейблкоинов при желании погашать их по номиналу;
- эмитенту не разрешается совмещать иные виды деятельности с основной без одобрения регулятора;
- эмитент должен соответствовать ряду требований в части корпоративного управления, раскрытия информации, риск-менеджмента, аудита и ПОД/ФТ.

Регулирование также предусматривает одобрение регулятором каждого последующего выпуска стейблкоинов, осуществляемого одним эмитентом, с целью предотвращения рисков неисполнения им обязательств по ранее выпущенным стейблкоинам.

<sup>1</sup> НКМА-FSTB (2023), [Legislative proposal to implement the regulatory regime for stablecoin issuers in Hong Kong](#).

Кроме того, НКМА введет механизм регулятивной «песочницы» для формирования рекомендаций по соблюдению требований для организаций, которые заинтересованы в выпуске стейблкоинов в Гонконге и имеют разумный план по их выпуску, а также для получения отзывов таких организаций о предлагаемых нормативных требованиях с целью содействия последующему внедрению режима регулирования<sup>52</sup>.

<sup>52</sup> [Пресс-релиз](#) НКМА.

### **Сингапур: адаптация действующего регулирования**

MAS в результате проведенных консультаций<sup>53</sup> в целом рассматривает различные виды стейблкоинов как электронные деньги, ценные бумаги, производные финансовые инструменты. В рамках регулирования MAS уделяет особое внимание обеспеченности стейблкоинов, подробно рассматривая и регулируя сегрегацию имущества и хранение резервных активов в финансовых учреждениях.

В отношении резервных активов устанавливается требование к составу, который обеспечивал бы низкие кредитные риски и риски ликвидности. Стоимость резервных активов при этом должна быть не менее 100% от стоимости непогашенных стейблкоинов, находящихся в обращении, в любое время.

Хранение резервных активов предполагается на счетах, отдельных от собственных активов эмитента, не являющихся резервами. Хранение активов иностранными лицами может быть разрешено при условии, что такие лица имеют высокий кредитный рейтинг, а также филиал в Сингапуре, лицензированный регулятором для предоставления услуг хранения.

Аудит резервов должен производиться эмитентом не реже 1 раза в месяц, результаты аудита резервов подлежат опубликованию на сайте эмитента и отправке в MAS не позднее конца следующего месяца.

Предусмотрены также пруденциальные требования. Так, эмитент должен располагать капиталом в размере минимум 1 млн сингапурских долларов или 50% от годовых операционных расходов, в случае если эта сумма превышает 1 млн сингапурских долларов. Эмитенту стейблкоинов не разрешается осуществлять другие виды деятельности, которые создают для него дополнительные риски. Капитал эмитента также подлежит ежегодному независимому аудиту.

Погашение стейблкоинов предполагает возвращение эмитентом стейблкоинов номинальной стоимости держателю в течение срока, не превышающего 5 рабочих дней. В исключительных обстоятельствах, например во время рыночных потрясений, MAS может продлить срок погашения для реализации резервных активов.

### **Япония: адаптация действующего регулирования**

В целях регулирования выпуска и обращения стейблкоинов с 1 июня 2023 г. вступили в силу изменения в Закон о платежных услугах, направленные на создание стабильной и эффективной системы расчетов.

Законодательно закреплено требование, чтобы 100% активов, обеспечивающих стейблкоины, хранились в трастовых фондах Японии и инвестировались исключительно в банковские депозиты японских банков.

Чтобы соответствовать требованиям законодательства, стейблкоины должны быть привязаны к японской иене и гарантировать владельцам право на погашение токенов по номинальной стоимости. Это означает, что такие стейблкоины, как Tether или USDC, которые выпущены за пределами Японии и привязаны к доллару США, не получают правового признания. Децентрализованные алгоритмические стейблкоины, такие как TerraUSD, стейблкоины в долларах США, которые можно выпускать с помощью DeFi-платформы MakerDAO, также не соответствуют требованиям принятого закона.

<sup>53</sup> Monetary Authority of Singapore (2023). [Response to Public Consultation on Proposed Regulatory Approach for Stablecoin-related Activities](#).



## Турция: адаптация действующего регулирования

В Турции в настоящий момент не установлено регулирование стейблкоинов. Однако разрабатываются поправки в Закон о рынках капитала, которые должны будут урегулировать вопросы, касающиеся криптоактивов, криптобирж, криптокошельков, кастодианов, и установить статус ПУВА. Для осуществления деятельности ПУВА необходимо будет получить лицензию от Совета по рынкам капитала Турции (СМВ)<sup>54</sup>.

### Врезка 17. Опыт добровольного применения стандартов ПОД/ФТ компанией BiLira

Отсутствие правовой базы не стало препятствием для создания турецкой компанией BiLira стейблкоина, привязанного к турецкой лире. TRYB (стейблкоин, эмитируемый BiLira) является вторым по величине стейблкоином, обеспеченным фиатной валютой и не привязанным к доллару США (после EURT Tether, привязанного к евро)<sup>1</sup>.

На сайте проекта BiLira [в пользовательском соглашении](#) указывается, что соглашение подпадает под регулирование законодательства Турции, а также вся информация и документы (сведения о личности и адресе, селфи и так далее), запрошенные компанией у пользователя, получены в целях соблюдения законодательства Турции, в том числе о предотвращении отмывания доходов, полученных преступным путем, и о предотвращении финансирования терроризма. При необходимости соответствующая информация будет передана в компетентные органы без уведомления пользователя, а также подлежит хранению в установленные законом сроки.

Кроме того, на сайте проекта есть [раздел, информирующий о рисках](#), связанных с операциями со стейблкоинами, – например о том, что их рыночная стоимость непредсказуема и подвержена высокой изменчивости в течение короткого времени. Представлен также [раздел с аудиторскими отчетами](#).

<sup>1</sup> По [данным](#) Binance.

## Великобритания: создание специального регулирования

В Великобритании стейблкоины, обеспеченные фиатной валютой, рассматриваются как токены электронных денег. Требования к эмитентам таких стейблкоинов соответствуют требованиям к эмитентам электронных денег. Иные стейблкоины в зависимости от особенностей могут рассматриваться как аналоги ПФИ, ценных бумаг и ПИФ.

В настоящее время Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FCA) проводит общественные консультации в отношении обновленных предложений по регулированию стейблкоинов<sup>55</sup>. Так, предполагается, что стейблкоины, которые выпускаются в Великобритании или используются на ее территории для осуществления платежей, будут подлежать регистрации в FCA.

Компании, уполномоченные FCA и занимающиеся платежами, должны будут обеспечивать соответствие зарубежных стейблкоинов нормативным актам Великобритании.

Документ не наложит прямого запрета на использование в регулируемых платежах необеспеченных фиатными валютами стейблкоинов, в том числе алгоритмических, однако операции с подобными стейблкоинами будут вне правового поля. К таким операциям станут применяться те же требования, что и к необеспеченным криптоактивам.

Что касается обеспеченных стейблкоинов, то FCA намерено требовать от эмитентов держать обеспечение в доверительных трастах. Условия работы траста и обязательства выкупа в случае банкротства компании-эмитента будут изложены в правилах FCA.

<sup>54</sup> См. [обзор](#) Norton Rose Fulbright.

<sup>55</sup> Financial Conduct Authority (FCA) (2023), [Discussion Paper \(DP23/4\): Regulating cryptoassets – Phase 1: Stablecoins](#).

## Врезка 18. Требования к обеспечению стейблкоинов в разных странах

### Сингапур

Обеспечение должно быть представлено в той валюте, к которой привязана стоимость стейблкоина (доллар США, евро, китайский юань и другие), и храниться в виде денежных средств / их эквивалентов / долговых ценных бумаг, по которым срок погашения истекает в течение 3 месяцев и эмитентом которых является правительство или центральный банк страны, к валюте которой привязан стейблкоин, либо государственные или международные организации с минимальным кредитным рейтингом «AA-».

Резервы должны быть как минимум равными стоимости погашения находящихся в обороте стейблкоинов в любой момент времени, причем данная информация должна обновляться на ежедневной основе.

Кроме того, они должны храниться или в трастовых компаниях, или в организациях, специально получивших соответствующее разрешение: финансовых организациях, имеющих лицензию на данные услуги, и иностранных организациях с минимальным кредитным рейтингом «A-», которые имеют представительство в Сингапуре и находятся под контролем MAS.

Соответствие обеспечения требованиям законодательства подтверждается ежемесячными отчетами, публикуемыми на веб-сайте и направляемыми в MAS, а также ежегодным аудитом, который проводит MAS<sup>1</sup>.

### Великобритания

FCA предлагает следующие требования к обеспечению стейблкоинов.

Резервы должны позволять погасить все находящиеся в обращении стейблкоины (при увеличении количества стейблкоинов должны, соответственно, возрастать и резервы), обладать стабильной стоимостью и высокой ликвидностью.

Резервы должны быть надлежащим образом идентифицированы, записаны и защищены в случае банкротства эмитента, а когда последний выбирает место хранения обеспечения, он должен руководствоваться требованиями разумности и добросовестности.

Клиенты должны получать понятную и достоверную информацию об обеспечении стейблкоинов (включая сведения об их стабильности, достаточности и местонахождении)<sup>2</sup>.

### ОАЭ

Дубайская служба по регулированию виртуальных активов (VARA) установила следующие требования к обеспечению стейблкоинов.

Эмитенты должны иметь резервы как минимум в размере 100% находящихся в обращении стейблкоинов.

Резервы должны быть номинированы в валюте, к которой привязан стейблкоин, и могут состоять из денежных средств или их аналогов (включая ЦБЦБ) или высоколиквидных финансовых инструментов с минимальными рыночными и кредитными рисками (например, государственными долговыми ценными бумагами со сроком погашения не более 90 дней).

Эмитенты должны хранить резервы только в компаниях, оказывающих финансовые услуги и лицензированных VARA.

Эмитенты обязаны внедрить механизмы, обеспечивающие оперативный доступ к резервам и их конвертацию в валюту, к которой привязан стейблкоин, для того чтобы клиенты могли погасить стейблкоины.

<sup>1</sup> Monetary Authority of Singapore (2023), [Response to Public Consultation on Proposed Regulatory Approach for Stablecoin-related Activities](#).

<sup>2</sup> Financial Conduct Authority (FCA) (2023), [Discussion Paper \(DP23/4\): Regulating cryptoassets – Phase 1: Stablecoins](#).

Эмитенты также проводят регулярную оценку рисков для определения надлежащего состава резервных активов (включая диверсификацию типов имеющихся резервных активов).

Резервные активы должны быть юридически обособлены от собственных активов эмитентов и не являются частью имущества эмитентов.

### Казахстан

1 апреля 2023 г. в Республике Казахстан вступил в силу [Закон о цифровых активах в Республике Казахстан](#), который призван урегулировать деятельность в сфере выпуска и оборота цифровых активов (ЦА). Среди прочего закон уточнил определения обеспеченных и необеспеченных ЦА. Обеспеченными ЦА в соответствии с новой нормой являются цифровые активы, зарегистрированные посредством цифровой платформы по хранению обеспеченных цифровых активов, которые удостоверяют права на материальные, интеллектуальные услуги и активы (за исключением денег и ценных бумаг), и их обмену. Таким образом, ЦА, обеспеченные фиатными валютами, не могут быть классифицированы как обеспеченные ЦА.

Исключением является только территория Международного финансового центра «Астана» (МФЦА), где с 1 января 2024 г. вступили в силу правила [выпуска и оборота стейблкоинов](#) провайдерами услуг в сфере виртуальных активов, лицензированных Комитетом МФЦА по регулированию финансовых услуг (далее – Комитет).

Правила МФЦА предусматривают выпуск и обращение только обеспеченных фиатной валютой стейблкоинов. Не предусматривается выпуск стейблкоинов, обеспеченных невалютными активами, криптовалютой, а также алгоритмических стейблкоинов.

В рамках регулирования эмитент стейблкоинов должен получить лицензию от Комитета, для чего должны выполняться следующие требования:

- капитал не менее 200 тыс. долл. США<sup>3</sup>;
- выпускаемые стейблкоины должны быть обеспечены резервами в соответствующей валюте<sup>4</sup>;
- номинальная стоимость стейблкоинов и резервов должна быть одинаковой;
- резервы на 95% должны храниться в высоколиквидных активах (наличные или их эквиваленты, высоколиквидные финансовые инструменты);
- ежегодная публикация независимой аудированной отчетности о резервных активах;
- ежеквартальная публикация данных о количестве стейблкоинов в обращении, стоимости и составе резервных активов;
- запрос на продажу стейблкоинов со стороны держателей должен удовлетворяться эмитентом не позднее 5 рабочих дней с момента его поступления.

Комитет также вправе ограничить объем эмиссии стейблкоинов или минимальный номинал<sup>5</sup>. Кроме того, Комитет выдает лицензии провайдерам услуг в сфере виртуальных активов (в том числе операторам платформ торговли цифровыми активами, брокерам, управляющим компаниям, консультантам), поскольку их основная лицензия для работы в данном секторе не действует, и регулятор верифицирует таких участников на предмет компетентности в сфере цифровых активов.

Правила лицензируемых Комитетом провайдеров услуг в сфере виртуальных активов также должны пройти процедуру одобрения. В данный момент держателями такой лицензии являются Vinance, Bybit, ATAIX Eurasia, Biteeu, CaspianEx, BigOne, Delta DA и Xignal&MT (все они также могут исполнять функцию кастодиана).

<sup>3</sup> Правилами также предусмотрена обязанность эмитента поддерживать оборотный капитал на уровне 2% средней стоимости каждой выпущенной им соответствующей категории стейблкоинов в обращении. Среднюю стоимость предлагается исчислять исходя из среднего объема резервных активов на конец каждого календарного дня на горизонте 6 месяцев.

<sup>4</sup> В данный момент в таком качестве возможно использование американского доллара, евро, британского фунта стерлингов, японской иены, китайского юаня, австралийского доллара, канадского доллара, новозеландского доллара, норвежской кроны, шведской кроны, швейцарского франка, а также другой валюты (кроме тенге) при условии согласования с Комитетом.

<sup>5</sup> Такая возможность предусмотрена, если Национальный банк Республики Казахстан сочтет определенные фиатные стейблкоины серьезной угрозой для денежно-кредитной политики, бесперебойного функционирования платежных систем или монетарного суверенитета.

Для розничных инвесторов предусмотрен ежемесячный лимит в 1 тыс. долл. США. Чтобы преодолеть такой лимит, инвестор должен пройти профильное тестирование для подтверждения своих знаний и понимания рисков вложений в секторе ЦА.

В части налогообложения льготные режимы МФЦА не распространяются на ЦА. Таким образом, доход от их реализации и оборота не освобождается от корпоративного подоходного налога и налога на добавленную стоимость.

Несмотря на исключение тенге из перечня возможных фиатных валют, разрешенных для обеспечения стейблкоинов, которые можно выпускать на территории МФЦА, в конце 2023 г. Bīnānse, Национальный банк Республики Казахстан и Национальная платежная корпорация Казахстана объявили о выпуске тестового стейблкоина, обеспеченного цифровым тенге. Выпуск был осуществлен в тестовой сети BNB Smart Chain (BSC) в рамках проверки совместимости блокчейна, на котором будет работать цифровая национальная валюта Казахстана. Основная новация – обеспечение прозрачности за счет использования сервиса доказательства обеспечения<sup>6</sup> в режиме реального времени. На основе полученных результатов регулятором будут разработаны сценарии для тестирования совместимости различных платформ, а также нормативная база для использования стейблкоинов.

<sup>6</sup> Доказательство обеспечения – это проверяемая процедура аудита, которая помогает конечным пользователям убедиться в том, что их стейблкоины полностью обеспечены цифровым тенге без привлечения сторонних аудиторов.

### **3.1.3. Применение уже существующих нормативно-правовых норм**

Рабочая группа Большой семерки (G7) указывала на то, что стейблкоины в некоторых юрисдикциях могут представлять собой ценную бумагу, финансовый инструмент, например долговой, или удостоверяют права к какому-либо фонду или коллективному инвестиционному инструменту. Следовательно, стейблкоины должны подчиняться соответствующему законодательству, регулирующему ценные бумаги или финансовые инструменты<sup>56</sup>. В частности, если стейблкоины подпадают под регулирование ценных бумаг, то их выпуск должен производиться с учетом установленных правил эмиссии ценных бумаг. По мнению рабочей группы Большой семерки, к стейблкоинам должны применяться существующие нормативные документы в области финансовой стабильности, защиты данных и прав потребителей и инвесторов.

Отдельно рассматривается вопрос применения стандартов к системообразующим стейблкоинам, в частности стандартов CPMI-IOSCO PFMI<sup>57</sup>, которые направлены на повышение безопасности и эффективности расчетов и включают методологию оценки и надзора<sup>58</sup>. Применение данных принципов ставится в зависимость от масштабов выпуска и оборота стейблкоинов и влияния на платежную систему<sup>59</sup>.

Применение принципа «одинаковая деятельность – одинаковые риски – одинаковое регулирование» к стейблкоинам может повлечь за собой необходимость применения соответствующих правил и стандартов, например правил для эмитентов электронных денег, компаний по переводу денежных средств, инфраструктуры финансового рынка, включая платежные системы, схемы коллективного инвестирования, а также операции по привлечению депозитов и (или) выпуску ценных бумаг и торговле ими. Требуется также

<sup>56</sup> G7 (2019) Working Group on Stablecoins, [Investigating the impact of global stablecoins](#).

<sup>57</sup> PFMI формулирует высокоуровневые принципы (а также некоторые конкретные количественные минимальные требования) для выявления рисков и управления ими в многосторонних системах среди участников, включая операторов систем, используемых для целей клиринга, расчета или учета платежей, ценных бумаг, производных финансовых инструментов или других финансовых операций.

<sup>58</sup> G7 (2019) Working Group on Stablecoins, [Investigating the impact of global stablecoins](#).

<sup>59</sup> IOSCO (2020), [Global Stablecoin Initiatives Report](#).

применение прочих норм законодательства о защите прав потребителей и инвесторов, соответствующих гарантий (таких как обязательства по прозрачности, правила о конфликте интересов), требований к раскрытию информации, правил распределения ответственности в случае несанкционированных сделок и мошенничества, а также правил, регулирующих безотзывность передаточных поручений («окончателность расчетов»)<sup>60</sup>.

В частности, по мнению сотрудников МВФ<sup>61</sup>, для стейблкоинов, привязанных к фиатной валюте и предполагающих погашение по номиналу, которые могут быть использованы для платежей, следует применять режим регулирования, аналогичный режиму электронных денег, – такие стейблкоины должны быть полностью обеспечены совершенно безопасными и ликвидными активами<sup>62</sup>. Для стейблкоинов, предлагающих выкуп по текущей рыночной стоимости активов, к которым привязаны эти стейблкоины, или передачу таких активов в натуре, регулирование может также основываться на фондах денежного рынка (MMF)<sup>63</sup>.

### **США: распространение действующих норм**

На данный момент в США SEC определяет необходимость распространения требований на цифровые активы, включая стейблкоины, индивидуально в каждом конкретном случае.

В целом токенизированные активы подпадают под регулирование по тем же принципам и законам, что и традиционные инструменты. В частности, схожесть с ценными бумагами определяется согласно тесту Хауи (см. раздел 2.1). В отдельных штатах есть примеры, когда стейблкоины не проходят этот тест ввиду своего платежного назначения (фактически стейблкоины с фиатным обеспечением выступают аналогами дорожных чеков). В штате Нью-Йорк фиатно обеспеченные стейблкоины с фиксированной ценой погашения рассматриваются как долговое обязательство и требуют наличия лицензии банка или трастовой компании, а в штате Техас такие стейблкоины фактически приравниваются к фиатным деньгам, а их эмитенты регулируются как посредники по переводу денежных средств.

Вместе с тем, в случае прохождения стейблкоином указанного теста, для его эмитента будут применяться те же требования, что и для традиционных финансовых организаций (например, в случае с криптообеспеченными или необеспеченными стейблкоинами).

### **Швейцария: распространение действующих норм**

В сентябре 2019 г. Швейцарская служба по надзору за финансовыми рынками (FINMA) опубликовала дополнение к своим рекомендациям по проведению ICO, в котором было изложено мнение FINMA относительно так называемых «стабильных монет» и дано представление о том, как будет применяться к ним соответствующее швейцарское законодательство (см. табл. 2). На тот момент FINMA уже получила запрос от базирующейся в Женеве Ассоциации Libra на оценку ее проекта в соответствии со швейцарским законодательством<sup>64</sup>.

<sup>60</sup> FSB (2023). [High-level recommendations for the regulation, supervision and oversight of global stablecoin. Final report.](#)

<sup>61</sup> Fintech Notes предлагают практические рекомендации от сотрудников МВФ политикам по важным вопросам. Мнения, выраженные в Fintech Notes, принадлежат авторам и не обязательно отражают мнение МВФ, его Исполнительного совета или руководства МВФ.

<sup>62</sup> IMF (2022), Bains P., Ismail A., Fintech Note 2022/008, [Regulating the Crypto Ecosystem: The Case of Stablecoins and Arrangements.](#)

<sup>63</sup> Там же.

<sup>64</sup> [Пресс-релиз](#) FINMA.

## КЛАССИФИКАЦИЯ СТЕЙБЛКОЙНОВ И ПРИМЕНИМОЕ К НИМ РЕГУЛИРОВАНИЕ В ШВЕЙЦАРИИ\*

Табл. 2

Категоризация стейблкоинов	Классификация по виду возможного применимого надзора (в дополнение к законодательству об отмывании денег)
Стейблкоины, привязанные к фиатной валюте или криптовалюте, с фиксированным требованием о погашении	Депозиты в соответствии с банковским законодательством
Стейблкоины, привязанные к корзине фиатных валют или криптовалют, с требованием о погашении в зависимости от изменения цен	В зависимости от того, кто управляет корзиной валют: – если управление корзиной осуществляется эмитентом стейблкоина, то депозит в соответствии с банковским законодательством; – если управление корзиной осуществляется владельцем стейблкоина, то схема коллективного инвестирования
Стейблкоины, привязанные к товарам (в том числе к драгоценным металлам банков), с договорным требованием	В зависимости от привязки: – если привязаны к драгоценным металлам банков, то депозиты в соответствии с банковским законодательством; – если привязаны к иным товарам, то ценные бумаги или производные финансовые инструменты
Стейблкоины, привязанные к корзине товаров (в том числе к драгоценным металлам банков), с правом погашения в зависимости от изменения цен	Схемы коллективного инвестирования
Стейблкоины, привязанные к корзине товаров (в том числе к драгоценным металлам банков), с правами собственности на них	Нет специальных требований
Стейблкоины, привязанные к недвижимости, с правом погашения в зависимости от изменения цен	Схемы коллективного инвестирования
Стейблкоины, привязанные к определенным ценным бумагам, с договорным требованием	Ценные бумаги или производные финансовые инструменты
Стейблкоины, привязанные к корзине ценных бумаг, с правом погашения в зависимости от изменения цен	Схемы коллективного инвестирования

\* FINMA (2019), [Supplement to the guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings \(ICOs\)](#).

FINMA указывает, что регулирование финансовых рынков Швейцарии основано на принципах и не зависит от технологий: основное внимание уделяется экономической функции и назначению токена («сущность превыше формы»). Решения по конкретным стейблкоинам будут приниматься исходя из принципа «одинаковая деятельность – одинаковые риски – одинаковое регулирование», а также специфических особенностей каждого случая. Стейблкоины могут сильно различаться между собой в зависимости от активов, обеспечивающих стейблкоины, и законных прав владельцев стейблкоинов. Так, некоторые стейблкоины предоставляют лишь договорные права требования к резервным активам (в частности, право требования о погашении), в то время как другие могут наделять их владельцев правом собственности на резервные активы<sup>65</sup>. Регулирование ценных бумаг, банковского дела, управления фондами, а также финансовых инструментов может применяться к стейблкоинам<sup>66</sup>. Например, стейблкоины, обеспеченные фиатными валютами, с фиксированной ценой погашения классифицируются как депозиты. В ряде случаев некоторые стейблкоины рассматриваются как аналоги банковских металлических счетов, ценных бумаг, ПФИ.

FINMA разъяснила инвесторам, что стейблкоины не обязательно обеспечивают низкую волатильность и не всегда являются по своей сути безопасными инвестициями. Риски для инвесторов всегда зависят от конкретного продукта и точной структуры. Кроме того, остается юридическая неопределенность в отношении возможности погашения и принудительного исполнения в соответствии с гражданским законодательством требований, связанных с токенами.

Исходя из информации на сайте FINMA, в настоящее время в Швейцарии лицензируемых эмитентов стейблкоинов нет<sup>67</sup>.

<sup>65</sup> FINMA (2019), [Supplement to the guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings \(ICOs\)](#).

<sup>66</sup> [Пресс-релиз](#) FINMA от 11.09.2019.

<sup>67</sup> [Пресс-релиз](#) FINMA от 16.04.2020, [пресс-релиз](#) FINMA от 12.05.2021.



### **Австралия: применение действующего регулирования**

В Австралии отсутствует специальное регулирование деятельности со стейблкоинами. Продажа и использование стейблкоинов и других цифровых активов регулируются существующим финансовым законодательством Австралии<sup>68</sup>.

Компании, предоставляющие финансовые услуги в Австралии, должны иметь австралийскую лицензию на осуществление финансовых услуг – AFSL (Australian Financial Services License), если их услуги и продукты считаются «финансовыми услугами» или «финансовыми продуктами» по закону Австралии.

Как заявила Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям (ASIC), она исходит из того, что на цифровые активы, в том числе криптовалюты и стейблкоины, с функциями, аналогичными существующим финансовым продуктам или ценным бумагам, распространяются соответствующие требования, установленные законом.

### **3.1.4. Формирующийся подход к регулированию стейблкоинов**

#### **Индия: опыт введения и отмены запрета на эмиссию и использование стейблкоинов**

Резервный банк Индии и Правительство Индии до 2020 г. запрещали операции с цифровыми активами, включая стейблкоины. Однако в своем решении от 4 марта 2020 г. Верховный суд отменил уведомление Резервного банка Индии о запрете цифровых активов, после чего индийские криптовалютные биржи и трейдеры смогли возобновить свои операции.

В 2021 г. в Индии был разработан законопроект, предусматривающий регулирование криптоактивов, однако он так и не был принят. При этом были внесены изменения в законодательство, в частности в Закон о компаниях 2013 г. (в части требований об отчетности в отношении виртуальных цифровых активов), Закон о предотвращении отмывания денежных средств 2002 г. (в части операций, связанных с виртуальными цифровыми активами), законодательство о налогах (в части подоходного налога).

При этом Резервный банк Индии отмечает, что стейблкоины могут быть полезны только для использования в трансграничных операциях между несколькими связанными между собой странами и представляют реальную угрозу политическому суверенитету других стран.

<sup>68</sup> См. ASIC (2021), [Информационный листок \(Information Sheet\) 225](#).

## 4. РОССИЯ: ВОПРОСЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ СТЕЙБЛКОЙНОВ

В настоящее время в России, как и в мире, существуют разные мнения относительно природы стейблкоинов, их классификации, а также правовых конструкций, которые могут быть применимы к стейблкоинам.

В частности, обсуждается вопрос формирования механизма, который позволит определить, по каким правилам могут обращаться стейблкоины в российской юрисдикции: по правилам, установленным для ЦФА, иных цифровых прав, цифровых валют, либо по иным правилам.

Например, существует мнение о необходимости отдельного определения стейблкоинов как самостоятельной сущности и соответствующего регулирования, но пока с точки зрения международного опыта такая позиция не находит существенного распространения, а скорее превалирует позиция, близкая к распространенному в международной практике подходу, предполагающему использование имеющихся более общих правовых конструкций.

Учитывая, что в России уже существует регулирование цифровых прав и цифровых валют и оно активно развивается, в ходе дискуссии обсуждаются также возможности применения положений этого более общего регулирования к таким конструкциям, как стейблкоины.

При этом независимо от того, рассматривать ли применение отдельного или общего регулирования, необходимо учитывать, что стейблкоины не обладают свойствами универсального платежного средства, каким является национальная валюта, и использование стейблкоинов в качестве средства платежа между резидентами России недопустимо. В России единственным платежным средством является национальная валюта – российский рубль.

Если же говорить о стейблкоинах с точки зрения инвестирования, то в России действующее законодательство предусматривает регулирование цифровых прав (ЦФА, УЦП, ГЦП) и цифровых валют, с характеристиками которых могут быть схожи характеристики отдельных стейблкоинов в зависимости от наличия эмитента, степени централизации среды выпуска и обращения. Некоторые разновидности стейблкоинов, являющиеся обязательствами своего эмитента, по существу могли бы рассматриваться как цифровые права, по которым размер обязательств эмитента привязан к стоимости каких-либо активов. В свою очередь, алгоритмические децентрализованные стейблкоины без права погашения могут соотноситься с уже предусмотренной российским законодательством правовой конструкцией цифровых валют.

Применительно к цифровым правам данный рынок пока только формируется, и на начальном этапе цифровые права как новый сегмент получили более гибкое и простое регулирование в сравнении с традиционными инструментами.

Одним из аспектов, которые требуют обсуждения, является вопрос необходимости специального регулирования цифровых прав, направленных по экономической сущности в первую очередь на предоставление инвесторам возможности инвестировать в базисные активы, минимизируя принятие инвесторами кредитного риска на их эмитента. Законодательством предусмотрена возможность обеспечения прав владельцев цифровых прав, в частности в виде залога, однако это не предполагает необходимости обособления соответствующего имущества от имущества лица, выпустившего цифровые права, или залогодателя, а также обеспечения соответствия его размера стоимости выпущенных цифровых прав и поддержания его размера на протяжении всего срока действия выпуска.

Кроме того, возможность выпуска цифровых прав с обеспечением до настоящего времени не получила распространения на практике.

При этом важно подчеркнуть, что возможные подходы к регулированию стейблкоинов требуют тщательного и всестороннего изучения, а также обсуждения с заинтересованными органами власти, участниками рынка, экспертным сообществом.

С учетом того что в рамках текущих дискуссий в России и в мире существуют разные точки зрения в отношении определения стейблкоинов, их классификаций, возможности применения к ним существующих правовых конструкций цифровых прав и цифровых валют, данная тема является предметом для отдельной дискуссии, дополнительный вклад в которую может внести настоящий аналитический доклад.

## ВОПРОСЫ ДЛЯ КОММЕНТАРИЕВ

1. Видите ли вы потенциал использования стейблкоинов как финансового инструмента? Способны ли стейблкоины, исходя из своих характеристик, конкурировать с иными существующими цифровыми активами и традиционными финансовыми инструментами?
2. Какие риски из перечисленных в докладе вы считаете наиболее актуальными для розничного инвестора? Может ли широкое распространение стейблкоинов, на ваш взгляд, стать источником системных рисков для финансового рынка?
3. Какие способы контроля указанных в докладе рисков представляются вам наиболее актуальными? Есть ли отличия для разных видов стейблкоинов или в целом эти способы контроля схожи? Какие подходы и элементы регулирования стейблкоинов, реализованные и проектируемые в зарубежных странах, представляются вам наиболее важными?
4. Каким, с вашей точки зрения, должен быть механизм, который позволит определить правила обращения стейблкоинов, используемых российскими резидентами или выпускаемых ими (правила, установленные для ЦФА, иных цифровых прав, цифровых валют, либо иные правила)?

## ПРИЛОЖЕНИЕ. ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТЕЙБЛКОЙНОВ В РАЗНЫХ ИСТОЧНИКАХ

Стейблкоины – это категория криптоактивов, которые стремятся поддерживать стабильную стоимость относительно определенного актива или корзины активов, обеспечивая заметную стабильность в сравнении с высокой волатильностью необеспеченных криптовалют ([FCA Discussion Paper \(DP23/4\): Regulating cryptoassets – Phase 1: Stablecoins. November 2023](#)).

Стейблкоины – это тип цифровых активов, направленных на поддержание стабильной стоимости относительно фиатной валюты путем хранения активов (которые могут иметь различную стоимость) в качестве обеспечения ([Bank of England discussion paper: Regulatory regime for systematic payment systems using stablecoins and related service providers. November 2023](#)).

Стейблкоины – это криптокотены, являющиеся взаимозаменяемой единицей денежной стоимости, привязанные к валюте, некоторым другим активам или индексу. Стейблкоины могут свободно торговаться напрямую между сторонами и обмениваться на другие валюты или активы, к которым они привязаны ([National Institute of Standards and Technology, Gaithersburg, MD, NIST Interagency or Internal Report \(IR\) NIST IR 8408](#)).

Стейблкоины – это криптоактивы, которые обещают стабильную стоимость относительно официальной валюты (например, доллара США, евро, британского фунта стерлингов и японской иены) или корзины валют или ценностей ([European Parliamentary Research Service: Non-EU countries' regulations on crypto-assets and their potential implications for the EU. September 2023](#)).

Стейблкоины – это централизованно или децентрализованно выпускаемые криптоактивы, направленные на поддержание стабильной цены с помощью резервных активов или алгоритмов, которые реагируют на спрос и предложение ([IMF Policy Paper: Elements of effective policies for crypto assets. February 2023](#)).

Стейблкоины – это цифровые токены, которые обычно обращаются в распределенном реестре и используют методы криптографического подтверждения транзакций, имеющие целью достижение стабильной стоимости по отношению к фиатным валютам ([G7 Working Group on Stablecoins. Investigating the impact of global stablecoins. October 2019](#)).

Стейблкоины – это криптоактивы, которые стремятся поддерживать стабильную стоимость относительно определенного актива либо пула или корзины активов ([IMF-FSB Synthesis Paper: Policies for Crypto-Assets. September 2023](#); [Consultative Group of Directors of Financial Stability \(CGDFS\) BIS Papers No. 138: Financial stability risks from cryptoassets in emerging market economies. August 2023](#)).

Стейблкоины – это один из видов криптоактивов, «целью которого является стабилизация стоимости конкретного актива либо пула или корзины активов в привязке к другим активам» (FATF (2020), [Report to G20 on so-called stablecoins](#)).

Стейблкоины – это криптоактивы, обычно позиционирующиеся как имеющие меньшую волатильность цен, чем другие криптоактивы. Хотя стейблкоины стремятся отразить набор характеристик (например, стабильность цен), они не образуют самостоятельный тип криптоактива. Стейблкоины могут быть привязаны к определенным активам и (или) быть обеспечены ими, контролироваться алгоритмически либо их стоимость может свободно плавать ([IOSCO \(2020\), Global Stablecoin Initiatives](#)).

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Bank of England (2023), [Discussion paper: Regulatory regime for systematic payment systems using stablecoins and related service providers](#).
2. [BiLira](#) (сайт проекта).
3. BIS (2023), BIS report to be submitted ahead of the July 2023 G20 FMCBG meeting, [The crypto ecosystem: key elements and risks](#).
4. BIS (2023), Consultative Group of Directors of Financial Stability (CGDFS), [BIS Papers No. 138: Financial stability risks from cryptoassets in emerging market economies](#).
5. BIS (2023), [Papers No. 141: Will the real stablecoin please stand up?](#)
6. [CoinGecko](#) (сайт проекта).
7. Congressional Research Service (2023), [Stablecoin Policy Issues for the 118th Congress](#).
8. CPMI (2023), CPMI Report, [Considerations for the use of stablecoin arrangements in cross-border payments](#).
9. EBA (2024), [Consultation paper on draft Guidelines on redemption plans under MiCAR](#).
10. ESMA (2024), [Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments](#).
11. European Parliamentary (2023), [Non-EU countries' regulations on crypto-assets and their potential implications for the EU](#).
12. FATF (2020), [Report to G20 on so-called stablecoins](#).
13. Federal Reserve Bank of New York (2023), Anadu K., Azar P.D., Cipriani M., Staff Reports No. 1073, [Runs and Flights to Safety: Are Stablecoins the New Money Market Funds?](#)
14. Financial Conduct Authority (FCA) (2023), [Discussion Paper \(DP23/4\): Regulating cryptoassets – Phase 1: Stablecoins](#).
15. FINMA (2019), [Supplement to the guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings \(ICOs\)](#).
16. [Frax](#) (сайт проекта).
17. FSB (2023), [High-level recommendations for the regulation, supervision and oversight of global stablecoin. Final report](#).
18. G7 (2019) Working Group on Stablecoins, [Investigating the impact of global stablecoins](#).
19. Gorton G.B., Zhang J.Y. (2021), University of Chicago Law Review, Vol. 90, Forthcoming, [Taming Wildcat Stablecoins](#).
20. HKMA (2023), [Conclusion of discussion Paper on Crypto-assets and stablecoins](#).
21. HKMA-FSTB (2023), [Legislative proposal to implement the regulatory regime for stablecoin issuers in Hong Kong](#).
22. IMF (2022), Bains P., Ismail A., Fintech Note 2022/008, [Regulating the Crypto Ecosystem: The Case of Stablecoins and Arrangements](#).
23. IMF (2023), [Policy Paper: Elements of effective policies for crypto assets](#).
24. IMF-FSB (2023), [Synthesis Paper: Policies for Crypto-Assets](#).
25. IOSCO (2020), [Global Stablecoin Initiatives Report](#).
26. Monetary Authority of Singapore (2023), [Response to Public Consultation on Proposed Regulatory Approach for Stablecoin-related Activities](#).



27. National Institute of Standards and Technology, Gaithersburg, MD (2023), Mell P., Yaga D. [IR 8408 Understanding Stablecoin Technology and Related Security Considerations](#).
28. Olywer Wyman (2022), [Deposit Tokens. A foundation for Stable digital money](#).
29. PwC (2023), [Global CBDC index and stablecoin overview 2023](#).
30. [USD Tether](#) (сайт проекта).

## ГЛОССАРИЙ

**Алгоритмический стейблкоин** – стейблкоин, поддержание стабильности обменного курса которого достигается путем использования набора алгоритмов, обычно реализуемых с помощью смарт-контрактов, для динамического сопоставления предложения стейблкоинов со спросом.

**Блокчейн** – один из вариантов структурирования данных в виде цепи (последовательности) криптографически связанных блоков транзакций, который применяется при реализации сети распределенных реестров. Каждый последующий блок содержит зашифрованную информацию из предыдущего блока, чтобы обеспечивать последовательность и неизменность записей.

**Взаимозаменяемый токен** – цифровой актив со стандартными одинаковыми параметрами, записанный в распределенном реестре.

**Гибридный стейблкоин** – стейблкоин, который предусматривает совмещение обеспечительного и алгоритмического механизмов поддержания стабильности стоимости стейблкоина по отношению к стоимости актива (корзины активов).

**Децентрализованные финансы (DeFi)** – модель организации финансов, в которой отсутствует посредник, сделки осуществляются автоматически при помощи смарт-контрактов, исполняющихся на базе технологии распределенного реестра, а пользователи осуществляют непосредственный контроль над своими активами.

**Криптовалюты** – цифровые активы, которые характеризуются отсутствием обеспечения и не могут быть погашены у эмитента; они предназначены для использования в качестве объекта инвестирования или средства расчетов.

**Нативный токен** – токен, представляющий актив, для которого блокчейн является первостепенным реестром учета.

**Невзаимозаменяемый токен (NFT)** – цифровой актив с уникальным идентификационным кодом, записанный в распределенном реестре, который может являться подтверждением наличия у обладателя невзаимозаменяемого токена права в отношении уникального материального либо нематериального актива и (или) может удостоверить его подлинность.

**Обеспеченный стейблкоин** – стейблкоин, предусматривающий обеспечение стабильности стоимости за счет выделения активов на отдельном балансе эмитента (в виде банковских депозитов, драгоценных металлов, ценных бумаг, криптовалют).

**Погашение (сжигание) токена** – процесс, обратный токенизации, перевод из токенизированного формата в традиционный с одновременным упразднением условных единиц, токенов, с соответствующей записью в блокчейн.

**Смарт-контракт** – цифровое представление набора обязательств между сторонами, включающее в себя протокол исполнения этих обязательств, в котором все условия или их часть записываются, исполняются, подтверждаются и (или) обеспечиваются компьютерным алгоритмом автоматически в специализированной информационной системе.

**Стейблкоин** – класс цифровых (виртуальных) активов, отличительной чертой которых является привязка их стоимости к стоимости какого-либо актива или корзины активов<sup>69</sup>.

**Технология распределенного реестра (DLT)** – тип технологии, в результате использования которой информация распределяется между всеми участниками сети.

**Токен** – цифровой код, который выпускается и обращается в информационной системе (блокчейне) в соответствии с правилами (алгоритмами) платформы.

**Токенизация** – процесс оцифровки и перевода прав на актив в машиночитаемый формат (токен), позволяющий хранить информацию о таких правах и сделках с ними в информационной системе (блокчейне), с целью быстрой и безопасной работы с ними.

**Токенизированный актив** – актив, который существует в виде токенов, предоставляющий их обладателям определенные права и (или) являющийся цифровой формой какого-либо актива, права на которые записаны в виде программного кода в распределенном реестре.

**Токенизированные безналичные деньги на счетах в банках (ТБДБ)** – цифровой формат безналичных денег на счетах в банках, учет и обращение которых осуществляется с применением технологии токенизации, в том числе для программирования финансовых операций.

**Фарминг** – инструмент пассивного заработка для владельца стейблкоинов в виде вознаграждения за хранения активов.

**Флеш-кредиты** – особый кредитный продукт, который предоставляется без обеспечения и проверки заемщика. Гарантия возврата закладывается в соответствующий смарт-контракт, который разворачивает сделку в случае ее невыполнения (кредит выдается и погашается в рамках обработки сетью одного блока, то есть до его закрытия и придания всем транзакциям необратимого характера).

**Централизованные финансы (CeFi)** – альтернативная DeFi модель организации финансов при помощи смарт-контрактов, исполняющихся на базе технологии распределенного реестра (DLT), но с финансовыми посредниками.

**Цифровая валюта центрального банка (ЦВЦБ)** – национальная валюта, которая эмитируется центральным банком в цифровом виде.

**Цифровой актив (криптоактив)** – актив, который существует в цифровом виде или является цифровым представлением другого актива и создан с применением технологии распределенного реестра.

**Электронные деньги** – цифровая альтернатива наличным деньгам, выпущенная частным эмитентом.

<sup>69</sup> При этом, как показано в докладе, такая привязка не гарантирована, стейблкоин может временно или даже полностью утратить привязку, что может привести к его краху.