

БАРТАШЕВИЧ Юрий Александрович
Аспирант, «Синергия» (Московский финансово-промышленный университет «Синергия»),
e-mail: Yur-bartashevich@yandex.ru

ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ В УСЛОВИЯХ ЦИФРОВИЗАЦИИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Аннотация. Статья посвящена комплексному анализу тенденций развития правового регулирования эмиссии ценных бумаг в условиях цифровизации финансового рынка. Рассматриваются эволюция эмиссионного законодательства России, влияние технологий распределённого реестра и смарт-контрактов на эмиссионные процессы, правовая природа цифровых финансовых активов и их соотношение с традиционными ценными бумагами. Анализируется зарубежный опыт регулирования цифровой эмиссии (ЕС, Швейцария, США, Сингапур, Германия). Обосновывается необходимость перехода от модели параллельного регулирования цифровых финансовых активов и ценных бумаг к конвергентной модели, предполагающей введение категории цифровых (реестровых) ценных бумаг. Исследуются проблемы правового режима смарт-контрактов, вторичного рынка цифровых финансовых активов, экспериментальных правовых режимов и роли Банка России как мегарегулятора цифровизации финансового рынка. Формулируются предложения по совершенствованию законодательства.

Ключевые слова: эмиссия ценных бумаг, цифровые финансовые активы, токенизация, блокчейн, смарт-контракт, распределённый реестр, цифровая эмиссия, правовое регулирование, финансовый рынок.

BARTASHEVICH Yuri Aleksandrovich,
Graduate student "Synergy"
(Moscow University of Finance and Industry "Synergy")

TRENDS IN THE DEVELOPMENT OF LEGAL REGULATION OF SECURITIES ISSUANCE IN THE CONTEXT OF FINANCIAL MARKET DIGITALIZATION

Annotation. The article provides a comprehensive analysis of trends in the development of legal regulation of securities issuance in the context of financial market digitalization. The evolution of Russian emission legislation, the impact of distributed ledger technologies and smart contracts on issuance processes, the legal nature of digital financial assets and their correlation with traditional securities are examined. The foreign experience of digital emission regulation (EU, Switzerland, USA, Singapore, Germany) is analyzed. The necessity of transition from a parallel regulation model of digital financial assets and securities to a convergent model involving the introduction of a category of digital (registry) securities is substantiated. Proposals for improving legislation are formulated.

Key words: securities issuance, digital financial assets, tokenization, blockchain, smart contract, distributed ledger, digital emission, legal regulation, financial market.

Введение

Цифровизация финансового рынка является одним из ключевых факторов трансформации правового регулирования оборота ценных бумаг в XXI веке. Внедрение технологий распределённого реестра (DLT), смарт-контрактов и токенизации активов ставит перед юридической наукой и законодателем фундаментальную задачу: создать правовой режим, способный обе-

спечить баланс между стимулированием инноваций и защитой прав инвесторов. Российский рынок цифровых финансовых активов (ЦФА) продемонстрировал экспоненциальный рост: кумулятивный объём выпусков превысил 1,35 трлн руб. к сентябрю 2025 г. [1], что свидетельствует о практической востребованности новых инструментов и необходимости совершенствования их правового обеспечения.

Актуальность исследования обусловлена несколькими обстоятельствами. Во-первых, российский законодатель избрал модель параллельного регулирования, при которой ЦФА не признаются ценными бумагами, несмотря на их функциональную эквивалентность, что порождает проблемы в системе защиты инвесторов. Во-вторых, зарубежные юрисдикции (ЕС, Швейцария, Сингапур, Германия) формируют собственные модели интеграции токенизированных инструментов в существующую архитектуру финансового права, что создаёт потребность в сравнительно-правовом анализе. В-третьих, стремительное развитие технологий опережает нормативное регулирование, формируя зоны правовой неопределённости.

Целью настоящего исследования является комплексный анализ тенденций развития правового регулирования эмиссии ценных бумаг в условиях цифровизации финансового рынка, выявление проблем действующего законодательства и формулирование предложений по его совершенствованию. Методологическую основу составляют формально-юридический, сравнительно-правовой, историко-правовой методы, а также метод системного анализа.

Эволюция правового регулирования эмиссии ценных бумаг в России

Правовое регулирование эмиссии ценных бумаг в России прошло несколько этапов трансформации. Базовым нормативным актом остаётся Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», содержание которого существенно модернизировано. Принципиальным шагом стал Федеральный закон от 27.12.2018 № 514-ФЗ, вступивший в силу с 1 января 2020 г., который провёл масштабную реформу эмиссионного процесса: отменена обязательная государственная регистрация отчёта об итогах выпуска, введён институт регистрирующих организаций, закреплён электронный формат подтверждения регистрации выпуска [2, с. 86].

Параллельно формировалась гражданско-правовая основа для цифровых инструментов. Федеральным законом от 18.03.2019 № 34-ФЗ в Гражданский кодекс РФ введена статья 141.1 «Цифровые права», согласно которой цифровыми правами признаются названные в таком качестве в законе обязательственные и иные права, содержание и условия осуществления которых определяются в соответствии с правилами информационной системы [3]. Тем самым законодатель легитимировал принципиально новую категорию объектов гражданских прав, ставшую фундаментом для последующего регулирования ЦФА.

Ключевым элементом нового регулирования стал Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте». Закон определил ЦФА как цифровые права, включающие денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества. Выпуск, учёт и обращение ЦФА осуществляются путём внесения записей в информационную систему на основе распределённого реестра [4]. За период 2022–2025 гг. закон претерпел значительные изменения: легализовано использование ЦФА в международных расчётах (ФЗ от 11.03.2024 № 45-ФЗ), расширено понятие ЦФА (ФЗ от 08.08.2024 № 221-ФЗ), разрешено обращение иностранных ЦФА на российских платформах (ФЗ от 08.08.2024 № 223-ФЗ).

Цифровые технологии и их влияние на эмиссионные процессы

Цифровизация финансового рынка основывается на трёх ключевых технологиях: технологии распределённого реестра (DLT), блокчейне как наиболее распространённой форме DLT и смарт-контрактах. Как справедливо отмечает Т.Я. Хабриева, право оказалось перед «вызовами цифровой реальности» [5, с. 8], требующими переосмысления устоявшихся правовых конструкций. DLT обеспечивает децентрализованное хранение и синхронизацию данных о транзакциях, исключая необходимость единого центрального посредника, что в контексте эмиссии означает возможность отказа от многоуровневой инфраструктуры учёта прав.

В России для выпуска ЦФА используются несколько блокчейн-платформ. Мастерчейн — национальная блокчейн-сеть, разработанная Ассоциацией ФинТех совместно с Банком России, сертифицированная ФСБ России, стала лидером по объёму размещений в 2024 г. Широкое применение получила также платформа Hyperledger Fabric, используемая Сбербанком, Атомайзом и СПБ Биржей [1].

Смарт-контракты — программные алгоритмы, обеспечивающие автоматическое исполнение обязательств при наступлении заранее определённых условий — играют центральную роль в цифровой эмиссии. В российском праве отсутствует нормативное определение смарт-контракта; единственная косвенная основа содержится в ст. 309 ГК РФ, допускающей исполнение обязательств «путём применения информационных технологий». Л.Г. Ефимова и О.Б. Сизимова обоснованно указывают на проблему правовой квалификации смарт-контракта, выделяя три доктринальных подхода: смарт-контракт как

новый вид договора; как условие об автоматическом исполнении существующего договора; как компьютерная программа, не имеющая договорной природы [6]. Последняя позиция представляется наиболее убедительной, поскольку смарт-контракт сам по себе не порождает обязательственного правоотношения.

На платформах операторов информационных систем смарт-контракты обеспечивают автоматический расчёт и выплату купонов, обновление реестров владельцев ЦФА в реальном времени, программируемый комплаенс. Вместе с тем ключевые правовые проблемы остаются нерешёнными: неизменяемость кода после развёртывания в блокчейне противоречит принципам изменения договора; не определён субъект ответственности за ошибки в коде; зависимость от оракулов создаёт новый центр потенциального риска [7, с. 55].

Цифровые финансовые активы и традиционные ценные бумаги

Центральной проблемой российского регулирования является двойственность правового режима ЦФА и ценных бумаг. Законодатель создал для ЦФА особый правовой режим, не интегрировав их в существующую систему ценных бумаг [8]. Данный подход принципиально отличается от зарубежных моделей: SEC США применяет тест Хоуи, квалифицируя инвестиционные токены как ценные бумаги, а Регламент MiCA исключает из своего охвата токены, квалифицируемые как финансовые инструменты по MiFID II. Российское право проводит формальную границу вне зависимости от экономического содержания.

ЦФА отсутствуют в перечне объектов гражданских прав (ст. 128 ГК РФ) в качестве ценных бумаг — они квалифицируются как цифровые права (ст. 141.1 ГК РФ). Как указывают Л.В. Санникова и Ю.С. Харитонova, правовая сущность новых цифровых активов требует переосмысления категориального аппарата гражданского права, поскольку многие токены обладают всеми сущностными признаками ценных бумаг [9, с. 90]. Параллельное регулирование порождает практические проблемы: на ЦФА не распространяются нормы о защите прав инвесторов в полном объёме; невозможно применение института добросовестного приобретателя ценных бумаг; возникает правовая неопределённость при трансграничных сделках.

Статистика подтверждает стремительное развитие рынка ЦФА. Объём эмиссий вырос с 44 млрд руб. в 2023 г. до 550 млрд руб. в 2024 г. [1]. Вместе с тем 96% рынка составляют долговые ЦФА, а вторичный рынок остаётся крайне нелик-

видным. Рынок характеризуется высокой концентрацией: на три крупнейших оператора приходится 72% всего объёма размещений.

Зарубежный опыт правового регулирования цифровой эмиссии

Европейский союз сформировал наиболее комплексную модель регулирования. Регламент (ЕС) 2023/1114 (MiCA), полностью применяемый с 30 декабря 2024 г., создаёт единый лицензионный режим для провайдеров услуг в сфере криптоактивов. Для токенизированных финансовых инструментов принят Регламент (ЕС) 2022/858 о пилотном режиме для рыночных инфраструктур на основе DLT, предусматривающий три типа DLT-инфраструктур с возможностью прямого допуска розничных инвесторов и совмещения функций торговли и расчёта [10].

Швейцарский DLT Act реализовал принципиально иной подход — модификацию существующих законов вместо создания параллельного регулирования. Введена категория реестровых ценных бумаг (*Registerwertrechte*, ст. 973d–973i Швейцарского обязательственного кодекса) — прав, зарегистрированных в электронном реестре, которые могут быть заявлены и переданы исключительно через этот реестр. Формулировки технологически нейтральны; создана защита добросовестного приобретателя по аналогии с физическими сертификатами [11].

Регулирование в США основывается на применении теста Хоуи к цифровым активам. В 2025 г. произошёл существенный сдвиг: создана *Crypto Task Force*, прекращены многие *enforcement*-действия. Сингапур применяет деятельностный подход: *security tokens* регулируются как продукты рынка капитала по *Securities and Futures Act*. Германия с 2021 г. применяет Закон об электронных ценных бумагах (*eWpG*), допускающий выпуск электронных ценных бумаг посредством записи в крипто-реестры [12].

Сравнительный анализ выявляет общий принцип всех исследованных юрисдикций: токенизированные ценные бумаги остаются ценными бумагами, а технология не меняет правовую природу удостоверяемого права. Россия отстывает от этого принципа, создавая параллельный режим ЦФА.

Экспериментальные правовые режимы и роль Банка России

Федеральный закон от 31.07.2020 № 258-ФЗ «Об экспериментальных правовых режимах в сфере цифровых инноваций» создал правовую основу для «регулятивных песочниц» — временного специального регулирования, позволяющего тестировать инновации в ограниченном

масштабе. С 1 сентября 2024 г. в рамках ЭПР решены внешнеторговые расчёты и биржевые торги цифровой валютой. Зарубежный опыт (FCA Regulatory Sandbox в Великобритании, MAS FinTech Sandbox в Сингапуре) подтверждает эффективность данного подхода [13].

Банк России выступает ключевым институтом формирования политики цифровизации финансового рынка, осуществляя тройную функцию: ведение реестров операторов информационных систем и операторов обмена ЦФА; функцию уполномоченного органа по ЭПР в финансовой сфере; определение стратегических направлений развития рынка. В стратегическом плане утверждены «Основные направления развития финансового рынка РФ на 2025 год и период 2026–2027 годов», включающие развитие рынка ЦФА в качестве приоритета [14].

Особое значение имеет проект цифрового рубля — третьей формы национальной валюты. Пилотирование ведётся с августа 2023 г., массовое внедрение перенесено на 1 сентября 2026 г. Интеграция ЦФА и цифрового рубля рассматривается как стратегическое направление: цифровой рубль может стать единым расчётным средством для первичного и вторичного рынка ЦФА, упростив клиентский путь и повысив ликвидность.

Заключение

Проведённое исследование позволяет сформулировать ряд выводов. Российская модель параллельного регулирования ЦФА и ценных бумаг представляет собой временное решение. Зарубежный опыт — Швейцарии, Германии и ЕС — демонстрирует движение к интеграции токенизированных инструментов в существующую систему правового регулирования ценных бумаг. Целесообразно рассмотреть возможность введения категории «цифровых (реестровых) ценных бумаг» как подвида эмиссионных ценных бумаг.

Действующая ст. 309 ГК РФ создаёт лишь косвенную основу для смарт-контрактов. Требуется легальное определение смарт-контракта, установление порядка разрешения споров, определение субъекта ответственности за ошибки в коде. Вторичный рынок ЦФА остаётся критическим узким местом: при кумулятивном объёме эмиссий свыше 1,35 трлн руб. вторичные торги минимальны. Предлагается нормативно закрепить обязанность интероперабельности платформ, стимулировать маркетмейкерскую деятельность.

Институт экспериментальных правовых режимов доказал свою состоятельность. Необходимо расширить практику ЭПР на токенизацию

традиционных ценных бумаг, что позволит протестировать модель интеграции до внесения системных изменений в законодательство. Проект цифрового рубля, интегрированный с инфраструктурой ЦФА, способен стать катализатором развития вторичного рынка. Таким образом, российское правовое регулирование эмиссии ценных бумаг находится на этапе перехода от модели параллельного регулирования к конвергентной модели, предполагающей постепенную интеграцию цифровых и традиционных инструментов.

Список литературы:

- [1] Цифровые финансовые активы: обзор рынка в 2025 году / SberCIB Investment Research. — 30.10.2025.
- [2] Гирич М. Г., Ермохин И. С., Левашенко А. Д. Сравнительный анализ правового регулирования цифровых финансовых активов в России и других странах // Вестник международных организаций. — 2022. — Т. 17. — № 4. — С. 176–192.
- [3] Василевская Л. Ю. Токен как новый объект гражданских прав: проблемы юридической квалификации цифрового права // Актуальные проблемы российского права. — 2019. — № 5. — С. 111–119.
- [4] Гонгало Б. М., Новосёлова Л. А. Есть ли место «цифровым правам» в системе объектов гражданского права // Пермский юридический альманах. — 2019. — № 2. — С. 179–192.
- [5] Хабриева Т. Я. Право перед вызовами цифровой реальности // Журнал российского права. — 2018. — № 9. — С. 5–16.
- [6] Ефимова Л. Г., Сизимова О. Б. Правовая природа смарт-контракта // Банковское право. — 2019. — № 1. — С. 21–28.
- [7] Гринь О. С., Гринь Е. С., Соловьёв А. В. Правовая конструкция смарт-контракта: юридическая природа и сфера применения // Lex russica. — 2019. — № 8. — С. 51–62.
- [8] Санникова Л. В., Харитонов Ю. С. Правовая сущность новых цифровых активов // Закон. — 2018. — № 9. — С. 86–95.
- [9] Санникова Л. В., Харитонов Ю. С. Цифровые активы: правовой анализ : монография. — М. : 4 Принт, 2020. — 304 с.
- [10] Белицкая А. В., Лаутс Е. Б. Правовая концепция «умного регулирования» финансового рынка // Банковское право. — 2023. — № 2. — С. 7–15.
- [11] Сеницын С. А. Российское и зарубежное гражданское право в условиях роботизации и цифровизации : монография. — М. : Инфотропик Медиа, 2021. — 212 с.
- [12] Lee J., Geidel D. A. Mapping an Investor Protection Framework for the Security Token Offering Market: A Comparative Analysis of UK and German Law // SSRN Working Paper. — 2021.

[13] Momtaz P. P. Security Tokens // The Oxford Handbook of Crypto and Digital Assets. — Oxford University Press, 2021.

[14] Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026–2027 годов / Банк России. — М., 2024.

[15] Carapella F. et al. Tokenization: Overview and Financial Stability Implications // FEDS Working Paper. — 2023. — No. 2023-060.

References:

[1] Digital Financial Assets: Market Outlook in 2025/SberCIB Investment Research — 30.10.2025.

[2] Girich M.G., Ermokhin I.S., Levashenko A.D. Comparative analysis of the legal regulation of digital financial assets in Russia and other countries//Bulletin of International Organizations. — 2022. - VOL. 17. — № 4. - S. 176-192.

[3] Vasilevskaya L. Yu. Token as a new object of civil rights: problems of legal qualification of digital law//Actual problems of Russian law. — 2019. — № 5. - S. 111-119.

[4] Gongalo B.M., Novosyolova L.A. Is there a place for “digital rights” in the system of civil law objects//Perm legal almanac. — 2019. — № 2. - S. 179-192.

[5] Khabrieva T. Ya. Right before the challenges of digital reality//Journal of Russian Law. — 2018. — № 9. - S. 5-16.

[6] Efimova L. G., Sizemova O. B. The legal nature of a smart contract//Banking law. — 2019. — № 1. - S. 21-28.

[7] Grin O.S., Grin E.S., Solovyov A.V. Legal construction of a smart contract: legal nature and scope//Lex russica. — 2019. — № 8. - S. 51-62.

[8] Sannikova L. V., Kharitonova Yu. S. Legal essence of new digital assets//Law. — 2018. — № 9. - S. 86-95.

[9] Sannikova L. V., Kharitonova Yu. S. Digital assets: legal analysis: monograph. - M.: 4 Print, 2020. - 304 s.

[10] Belitskaya A. V., Lauts E. B. The legal concept of “smart regulation” of the financial market//Banking law. — 2023. — № 2. - S. 7-15.

[11] Sinitsyn S. A. Russian and foreign civil law in the conditions of robotization and digitalization: monograph. - M.: Infotropic Media, 2021. - 212 p.

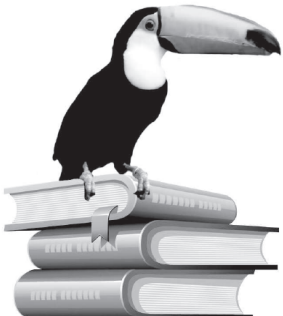
[12] Lee J., Geidel D. A. Mapping an Investor Protection Framework for the Security Token Offering Market: A Comparative Analysis of UK and German Law // SSRN Working Paper. — 2021.

[13] Momtaz P. P. Security Tokens // The Oxford Handbook of Crypto and Digital Assets. — Oxford University Press, 2021.

[14] The main directions of development of the financial market of the Russian Federation for 2025 and the period 2026-2027/Bank of Russia. - M., 2024.

[15] Carapella F. et al. Tokenization: Overview and Financial Stability Implications // FEDS Working Paper. — 2023. — No. 2023-060.





ЮРКОМПАНИ

www.law-books.ru

Юридическое издательство
«ЮРКОМПАНИ»

Издание учебников,
учебных и методических
пособий, монографий,
научных статей.

Профессионально.

В максимально
короткие сроки.

Размещаем
в РИНЦ, E-Library.