



# РЕГУЛИРОВАНИЕ КРИПТОАКТИВОВ

Обоснованные правила могут создать безопасную среду для инноваций

Адитья Нарайн и Марина Моретти

**К**риптоактивы существуют уже более десяти лет, но только сейчас усилия по их регулированию стали занимать первое место в повестке дня экономической политики. Отчасти это связано с тем, что лишь в последние несколько лет криптоактивы перешли из разряда нишевых продуктов без определенной цели к более массовому использованию для спекулятивных инвестиций, хеджирования рисков слабых валют и, потенциально, в качестве платежных инструментов.

Впечатляющий, хотя и нестабильный, рост рыночной капитализации криптоактивов и их проникновение в регулируемую финансовую систему привели к активизации усилий по их регулированию. Этому также способствовал рост большого числа различных продуктов и предложений криптоактивов и развивающиеся инновации, облегчающие выпуск активов и операции с ними. Случаи краха эмитентов, бирж и хеджевых фондов, работающих с криптоактивами, а также недавнее падение их котировок придали дополнительный импульс усилиям по развитию регулирования.

Применение существующей нормативной базы к криптоактивам или разработка новых норм является сложной задачей в силу ряда причин. Во-первых, криптомир быстро развивается. Регулирующим органам с трудом удастся привлечь кадры и осваивать навыки, чтобы не отстать от происходящих изменений, ввиду ограниченных ресурсов и наличия многих других приоритетов. Мониторинг крипторынков затруднен из-за разрозненности данных, и регуляторам сложно следить за тысячами субъектов, которые могут не подпадать под типичные требования к раскрытию информации или отчетности.

## Игра в догонялки

Ситуация усугубляется тем, что терминология, используемая для описания многих различных видов деятельности, продук-

тов и заинтересованных сторон, не согласована на глобальном уровне. Сам термин «криптоактив» обозначает широкий спектр цифровых продуктов, которые выпускаются в частном порядке с использованием аналогичной технологии (криптография и часто распределенные реестры) и которые могут храниться и торговаться с использованием в основном цифровых кошельков и бирж.

Фактическое или предполагаемое использование криптоактивов может одновременно привлечь внимание нескольких внутренних регуляторов — занимающихся вопросами банков, товаров, ценных бумаг, платежей и другими аспектами — с принципиально разными структурами и целями. Некоторые регулирующие органы могут отдавать приоритет защите потребителей, другие — безопасности и надежности или финансовой добросовестности. При этом целый ряд криптосубъектов — майнеров, валидаторов, разработчиков протоколов — нелегко охватить традиционным финансовым регулированием.

Субъекты, работающие на финансовых рынках, как правило, уполномочены осуществлять определенные виды деятельности при определенных условиях и в установленных рамках. Но связанное с этим управление, пруденциальные принципы и фидуциарные обязанности нелегко переносить на участников, которых может быть трудно идентифицировать из-за используемой технологии, и участие которых в системе может носить случайный или добровольный характер. Регулирование, возможно, также должно учитывать необходимость разделения противоречащих друг другу функций, которые концентрируются в некоторых централизованных организациях, таких как криптобиржи.

Наконец, в дополнение к разработке структуры, которая может регулировать как субъектов, так и деятельность в экосистеме криптоактивов, национальным властям, возможно, также придется определиться с тем, как соотносить базовую

технологии, используемую для создания криптоактивов, с другими целями государственной политики, например, в случае огромной энергоемкости «майнинга» определенных типов криптоактивов.

По сути, криптоактивы — это просто коды, которые хранятся и доступны в электронном виде. Они могут быть или не быть подкреплены материальным или финансовым обеспечением. Их стоимость может быть или не быть стабилизирована путем привязки к стоимости фидуциарных денег или другим ценам или ценностям. В частности, электронный жизненный цикл криптоактивов усиливает весь спектр технологических рисков, которые регуляторы все еще всячески стараются охватить традиционными правилами. К ним относятся преимущественно кибер- и операционные риски, которые уже сейчас вышли на первый план из-за нескольких громких случаев потерь от взлома или случайной потери контроля, доступа или записей.

Некоторые из них вызывали бы меньшую обеспокоенность, если бы система криптоактивов оставалась закрытой. Но это уже не так. Многие функции финансовой системы, такие как предоставление заемных средств и ликвидности, кредитование и сбережение, теперь воспроизводятся в криптомире. Основные игроки конкурируют за финансирование и хотят получить свою долю. Все это приводит к более широким призывам применять к криптомиру, с необходимыми корректировками, принцип «та же деятельность, тот же риск, то же правило», в связи с чем регуляторы испытывают все большую необходимость в принятии ответных мер. Это также создает еще одну головоломку для государственной политики. Насколько тесно могут интегрироваться эти две системы, прежде чем возникнут призывы к созданию тех же механизмов и систем безопасности центрального банка для криптомира?

### Контрастные национальные подходы

Дело не в том, что национальные власти или международные регулирующие органы бездействуют — на самом деле, многое уже сделано. Некоторые страны (такие как Япония и Швейцария) внесли поправки или приняли новое законодательство, охватывающее криптоактивы и соответствующих поставщиков услуг, в то время как другие (включая Европейский союз, Объединенные Арабские Эмираты, Соединенное Королевство и США) находятся на стадии их разработки. Но власти стран в целом используют очень разные подходы к политике регулирования криптоактивов.

Одним крайним подходом был запрет на выпуск или хранение криптоактивов резидентами или возможность совершать с ними транзакции или использовать их для определенных целей, таких как платежи. Некоторые страны, напротив, были гораздо более открыты и даже стремились привлечь компании для развития рынков этих активов. В результате разобщенная глобальная реакция не обеспечивает равных условий игры и не защи-

щает от «гонки уступок», когда криптосубъекты мигрируют в самые дружественные юрисдикции с наименее строгим регулированием, оставаясь при этом доступными для всех, у кого есть доступ в Интернет.

Международное регулирующее сообщество тоже не остается в стороне. В первые годы основной задачей было поддержание добросовестности финансовой деятельности путем минимизации использования криптоактивов для содействия отмыванию денег и другим незаконным сделкам. Целевая группа по финансовым мероприятиям (ФАТФ) оперативно приняла меры по созданию глобальной сети для всех поставщиков услуг виртуальных активов. Международная организация комиссий по ценным бумагам (ИОСКО) также выпустила руководство по регулированию криптовалютных бирж. Но именно объявление Libra, которая была провозглашена «глобальным стейблкойном», приковало внимание мировой общественности и придало дополнительный импульс этим усилиям.

Совет по финансовой стабильности начал мониторинг рынков криптоактивов, выпустил набор принципов, которыми следует руководствоваться при регулировании глобальных стейблкойнов, и в настоящее время разрабатывает руководство для более широкого спектра криптоактивов, включая необеспеченные криптоактивы. Другие разработчики стандартов следуют его примеру, работая над применением принципов для инфраструктур финансовых рынков к системно значимым механизмам стейблкойнов (Комитет по вопросам платежной и рыночной инфраструктуры и ИОСКО) и над пруденциальным регулированием рисков банков в отношении криптоактивов (Базельский комитет по банковскому надзору).

На наших глазах формируется регуляторная ткань, и можно ждать появления объединяющего узора. Но есть опасность, что чем больше времени это займет, тем больше национальные власти будут привязываться к несогласованным между собой нормативным базам. Именно поэтому МВФ призывает к глобальному ответу, который будет: 1) скоординированным, чтобы заполнить пробелы в регулировании, возникающие в результате неизбежно межсекторного и трансграничного характера эмиссии активов, и обеспечить равные условия игры; 2) последовательным, для соответствия основным подходам к регулированию по всему спектру деятельности и рисков; и 3) всеобъемлющим, чтобы охватить всех участников и все аспекты экосистемы криптоактивов.

Глобальная нормативная база упорядочит функционирование рынков, поможет укрепить доверие потребителей, установит границы дозволенного и обеспечит безопасное пространство для дальнейших полезных инноваций. **ФР**

**АДИТЬЯ НАРАИН** — заместитель директора Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

**МАРИНА МОРЕТТИ** — помощник директора Департамента.