



Высшая
школа
бизнеса

Экспертный форум. Финансовые инновации для бизнеса.
Современный рынок цифровых финансовых активов -
продуктовые гипотезы

Москва,
июнь **2025**

Экспертный форум. Финансовые инновации для бизнеса.

Современный рынок цифровых финансовых
активов - продуктовые гипотезы



ЦФА 2025. Ожидания **ИНВЕСТОРОВ** от ЦФА как продукта. Гипотезы

Основные отличия рынка ЦФА от финрынка, взгляд инвестора (предварительно):

- преимущественно **долговые** ЦФА, доминируют **инструменты банков** (+ЦФА на золото и структурные)
- **премия** по процентной ставке
- существенные **ограничения** по составу и размеру инвестиций (для «неквалов»)
- доступны только ЦФА, выпущенные только на «своем» ОИС
- **низкая ликвидность** или ее отсутствие

Поставка ценных бумаг, утилитарные права – пока практически не используются

- **RISK** – адекватный кредитный риск (профессиональная оценка), залог, если риск слишком велик
- **PRICE** - премия к цене/ставкам схожих классических продуктов продуктам будет стимулировать приток клиентов
- **USABILITY** – клиенты (эмитенты/инвесторы) ждут от ЦФА большего удобства и гибкости, чем от классических продуктов (сейчас не всегда так, пример - первичное размещение)
- **LIQUIDITY** – необходима для инвестиционных ЦФА, чем дольше срок обращения, тем выше потребность в ликвидности
- **DIVERSIFICATION** - широкий продуктовый набор привлечет клиентов.
- **COLLATERALIZATION** – использование ЦФА как обеспечение/предмет залога повысит инвестиционную привлекательность и ликвидность
- **INNOVATION** – ЦФА-новый инструмент, который должен дать новые смыслы инвестпродуктам (драйверы инноваций – собственные проекты/ЦФА ОИС и экосистем).



ЦФА 2025. Инфраструктура: Биржа VS ЦФА – очевидное – при участии Максима Ельцова

Основные сложившиеся типы ЦФА, как продуктов:

Публичные:

1. ЦФА экосистем (собственные) продукты – драйверы роста рынка:

- долговые (**vanilla**)
- «цифровые инвестиции» и структурные
- «инвестиционные гибриды»

2. Клиентские ЦФА:

- долговые (**vanilla**), как правило, без залога
- «поставочные гибриды»

Отдельно - непубличные (**cashpulling**, пр.)

Российский рынок ЦФА развивается как рынок отдельных ОИС, конкурирующих между собой:

- Продукты и сервис
- Дистрибуция

ОИС, входящие в банковские группы, обладают большей клиентской базой и широким продуктовым набором:

- доступ к клиентским базам (инвесторы)
- возможность формирования высоконадежных банковских продуктов на платформе ОИС (долговые инструменты, структурные продукты, гибридные инструменты, программы лояльности)
- доступ к корпоративным эмитентам из базы группы

Биржа / Торговая система (0 лицензий)

Клиринговая организация

Депозитарий

Брокер

Оператор информационной системы/

+ Лицензия торговой системы ? (инициатива представлена как условие изменения налогообложения)

Оператор обмена (по состоянию на 1-е полугодие 2025 не оказывают услуг, перспективы размыты)



ЦФА 2025. Торговая система (ТС). Что и зачем? – при участии Максима Ельцова

- Понятие ТС определено Законом об организованных торгах **325-ФЗ**
- Является организатором торгов (как и Биржа, проводит организованные торги)
- Меньше чем у Биржи требования по капиталу:
 - ✓ Биржа - **100** млн.руб.
 - ✓ ТС- **50** млн.руб.
- **Ограничения – не может торговать ПФИ** (если нет нормативного акта ЦБ)
- Иных ограничений по обращаемым на организованных торгов ТС активов не установлено
- **Не ведет реестра внебиржевых договоров**
- Требования к органам управления, составу отчетности и защите информации идентичны биржевым
- Единственный прецедент получения лицензии ТС – компания ЦТС (**2021** г.), в настоящее время – **Биржа ЦТС** (основная специализация – торги товарами)



Требования к ОИС получить лицензию ТС, последствия:

- Расширение бизнеса ОИС за счет организации спот-торгов ценными бумагами, товарами, валютами; перспективы интеграции групп и широкого внедрения практики **best execution** – кроме ПФИ
- Возможность создания новых продуктов банковскими группами и интернализация на уровне ОИС/ТС большего оборота встречных клиентских потоков



Взаимосвязь с налогообложением не кажется очевидной

- Утрата действующими биржами статусов центров формирования ликвидности
- Дополнительные затраты на создание и поддержание инфраструктуры ТС для ОИС
- **Риски значительной деформации сложившейся торгово-клиринговой инфраструктуры и биржевой ликвидности**



ЦФА 2025. Концепция оператора обмена – взгляд разработчика, при участии Дениса Казымаева

Помехи для ОО

- Попытка секьюритизировать токенизированное
- Копирование традиционных инструментов инвестиций
- Нет длинных ликвидных волатильных инструментов
- Нежелание финансовых экосистем сотрудничать друг с другом

Преимущества децентрализованного ОО

- **Безопасность:** Взаимодействие идет через обмен сообщениями, без использования мостов и перемещения (или "оборачивания") активов между ОИС.
- **Атомарные расчеты (DvP)**
- **Нет контрагентского риска**
- **Скорость:** Расчеты за секунды, а не часы или дни как для внебиржевых операций.

Выгода для всех

- ОИСы
- Банки, маркетплейсы, классифайды, агрегаторы
- Клиенты
- ЦБ РФ

Денис Казымаев kazymaev@daip.pro
Евгений Кузнецов ek@daip.pro





ЦФА 2025. Внедрение Цифрового рубля для Юриц с 2026 - два варианта, при участии Дениса Казымаева



Новый рынок инструментов ЦФА, в которые можно размещать напрямую ЦР: овернайт, токенизированные депозиты, репо, облигации, кредитование





ЦФА 2025. Первичное и вторичное обращение – **LIQUIDITY&USABILITY**

Первичное размещение

Сроки процедуры размещения:

Практика - Долговой выпуск на срок **3** месяца может размещаться несколько дней по единой цене.

Результат:

1) Подавшие заявку и оплатившие стоимость ЦФА в первые дни теряют % на срок сбора заявок

2) подавшие заявку в последний день размещения, несут риск «исчерпания» **hardcap**

Гипотеза - диверсифицировать условия (стоимость размещения для заявок, поданных в разные сроки)

Аукцион – форма размещения крупных выпусков едиными лотами (крупные пакеты ЦФА, **RWA** дорогостоящих активов, партий товаров) – концентрация спроса в одно время. Эффективность токенизации уникальных и крупных активов (пакеты ценных бумаг, оборудование, др.)

Вторичное обращение

ОТСУТСТВИЕ
ЛИКВИДНОСТИ

Что является
первопричиной?

ДОМИНИРОВАНИЕ МЕЛКИХ
И КОРОТКИХ ВЫПУСКОВ

ЦФА НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ОБЕСПЕЧЕНИЕМ

Гипотетические меры:

- **Смарт-заявки.** Прием заявок на покупку, допускающих различные сценарии исполнения, например, на покупку схожих по условиям ЦФА различных эмитентов/выпусков
- **Настраиваемая фильтрация** встречных заявок и заключение сделок (практика маркетплейсов)
- **Практика маркет-мейкинга** для наиболее крупных и длинных выпусков
- **Специальные программы** от эмитентов (оферты, интервалы)
- Развитие практики **приёма в обеспечение (критерии приемлемости может определить ОИС)**



ЦФА 2025. Долговые ЦФА – залоги и защита прав инвесторов при дефолтах (1/2) – при участии Олега Ушакова

Регулирование рынка облигаций – представитель владельцев облигаций (ПВО)

Могут быть ПВО:

- брокер, дилер, депозитарий, УК, ПИФ, НПФ, кредитная организация
- юрлицо, созданное по законам РФ и существует не менее трех лет (например, юридическая компания)

Среди основных задач ПВО:

- следит за финансово-хозяйственной деятельностью эмитента и своевременностью выплат;
- организывает проведение собраний владельцев облигаций
- при дефолте предлагает сторонам условия реструктуризации долга/ взыскивает долг в судебном порядке и, получив деньги, представитель передает их владельцам.
- **взаимодействует с управляющим залогом от имени владельцев облигаций**
- в банкротстве представитель выполняет роль конкурсного кредитора в интересах владельцев облигаций

Услуги ПВО
оплачивает
эмитент –
**конфликт
интересов**

Рынок ЦФА

Законом 259-ФЗ о ЦФА не предусмотрен функционал типа ПВО для ЦФА

Небольшие по объему и «короткие» выпуски могут послужить причиной того, что сопровождать их «невыгодно»

Существующая практика - Использование профессионального скоринга для эмитентов, не имеющих кредитного рейтинга.

Лицо, отстаивающее интересы инвесторов в ЦФА (ОИС или независимое лицо):

- может участвовать в скоринге и принимать решение о требовании залога (экспертиза)
- не должно иметь конфликта интересов
- может быть управляющим залогом



ЦФА 2025. Долговые ЦФА – залоги и защита прав инвесторов при дефолтах (2/2) – при участии Олега Ушакова

ЗАЛОГ

Текущее регулирование не ограничивает залоговое обеспечение ЦФА. Существует ограниченная практика выпуска ЦФА, обеспеченных залогом:

- в виде **денежных потоков** (лизинг, факторинг, аренда), поступающих на залоговый счет
- в виде имущества, подлежащего регистрации (**недвижимость**)
- в виде **движимого** имущества

Наиболее распространенная практика возможности контроля потоков. Реализация прав владельцев ЦФА в отношении залога может быть «защита» в смарт-контракт. Такая форма залога в меньшей степени зависит от управления залогом, практика залогодержатели – владельцы ЦФА.

Предлагается наделить ОИС либо независимое уполномоченное лицо функционалом защитника прав инвесторов и управлять залогами

Предложения:

1. Цели и смарт-ковенанты (альтернативой может стать ужесточение условий предоставления финансирования)

- Устанавливать цели использования финансирования эмитентом ЦФА
- Определять ковенанты, отражающие нецелевое использование финансирования либо ухудшение финансового состояния эмитента ЦФА
- Формировать алгоритмы действий (автоматических, «защитных» в смарт-контракты и организационных)

2. Создание специализированной СРО по определению условий финансирования посредством ЦФА, стандартам скоринга, управлению залогами и дефолт-менеджмента.

Прецеденты:

Заявлено правовое сопровождение отдельных выпусков ЦФА (ТОКЕОН)



ЦФА 2025. Проектное финансирование на платформе ЦФА— при участии Олега Ушакова

Предпосылки: Проектное финансирование является прерогативой крупных проектов (~1 млрд. руб.+), задействованы банки/институтов развития

Смыслами проектного финансирования на ЦФА является:

- доступ к проектному финансированию для сторонних кредиторов – частных инвесторов, партнеров, заинтересованных в результатах проектного финансирования
- алгоритмизация денежных потоков для реализации проекта и самого проекта
- управление залогами и защита прав инвесторов
- стандартизированный скоринг не только эмитентов, но и проектов



- снижение нижнего предела проектного финансирования до **50-100** млн. руб.
- новый вид инвестирования для лиц, заинтересованных в результатах проекта при участии профессиональных организаторов
- снижение рисков инвесторов – альтернатива краудлендингу
- Развитие ЦФА, как цивилизованной формы краудфандинга проектов

Условия:

- выпуск СФО проектных ЦФА (регулирование)
- закрепление природы ЦФА на денежное требование в качестве долговых инструментов
- создание специализированных управляющих залогами и операторов скоринга и дефолт-менеджмента

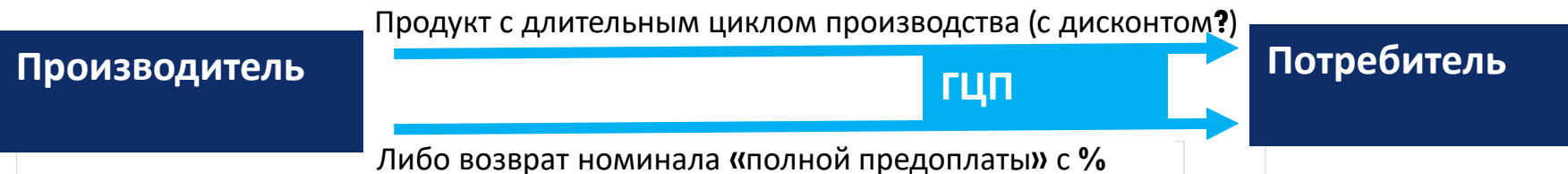


ЦФА 2025. Финансирование циклического производства и торговое финансирование

Прецедент. ГЦП на вино. Продукт позиционируется как инвестиции в авторское выдержанное вино для частных инвесторов (срок обращения – 3 года). Реализовано **ТОКЕОН** в **2024** г.

Инвестор ГЦП имеет право на **получение номинала и % в дату погашения/1 единицу товара (бутылка вина)**

Объем выпуска позволяет говорить о пилотном характере. О повторных выпусках – неизвестно.



Производитель любого товара длительного/сезонного /циклического производства получает финансирование для оборотного капитала и заказ на продукцию

По сути – обрачаемое цифровое «складское свидетельство»/ «экспедиторская расписка» с возможной встроенной опцией «выхода в деньги» (например, при снижении цены на товар). М.б. наложены залоговые обременения на товар.

Возможность реализовать ГЦП - требуется ликвидность или возможность «SPO», например в форме аукциона. В случае широкого применения может быть средством накопления товарных запасов в т.ч. для трейдинга
В случае приема в обеспечение/зalog может получить дополнительное распространение – в т.ч. в рамках торгового финансирования





ЦФА 2025. Опционы, «упакованные» в ЦФА. Гипотезы.

Практика создания ЦФА, повторяющего структуру сделок опцион (эмитент продает, частный инвестор покупает) сформировалась в 2024 г. (А-Токен). Несмотря на то, что доступ к организованному рынку ПФИ открыт для неквалифицированных инвесторов (после тестирования), очевидно, что доступ к ПФИ, «упакованные» в ЦФА до изменения регулирования будет только у квалифицированных инвесторов.

ГИПОТЕЗЫ

1. Большинство инвесторов (в т.ч. квалифицированных) **не готовы на регулярной основе контролировать позицию ПФИ, имеют низкую готовность оперировать на маржируемом для них рынке и непонимание рынка опционов**
2. ЦФА, повторяющие структуру сделок опцион:
 - не предусматривают дополнительные затраты со стороны покупателей вне зависимости от сценариев
 - дают возможность оперативно формировать ОИС/эмитентам внебиржевые опционные программы востребованных конфигураций и структурные продукты (в т.ч. с защитой капитала)
3. Такой инструмент может не быть ликвидным, у покупателя должна быть возможность «выйти» из инструмента.

Параметры инструментов:

1. Эмитент ЦФА – банк/брокер/ОИС
2. ПФИ – продажа опционов **call/put** эмитентом
3. **Срок контракта – 1 год+ ?**
4. **Особенности – право продажи опциона (амер.) , описание ценообразования в алгоритме смарт-контракта?**
5. Возможность формирования взаимосвязанных сделок, примеры:
 - опционы – хедж роста ключевой ставки для заемщиков
 - опционы – хедж падения ключевой ставки для вкладчиков/инвесторов во флоутеры



ЦФА 2025. Создание и развитие **benchmark**-ориентированных долговых ЦФА с купоном (1/2) , при участии Дарьи Обуховой

Прецедент (2025) Сбербанк - пример из серии выпусков: 7132EE59 (Денежное требование)
«ЦФА на золото с уплатой процентов» - новый инструмент инвестирования для физических и юридических лиц, доход по которому формируется не только за счет изменения цены золота, но и за счет купонного дохода с фиксированной ставкой.

- для квалифицированных и неквалифицированных инвесторов – резидентов РФ
- продолжительность размещения – **14** дней
- срок обращения/купонный период - **1** год
- индекс для расчета цены погашения - официальная учетная цена в рублях Российской Федерации за **1** (один) грамм золота
- **ставка купонного дохода: 3%**
- **цена приобретения ЦФА при выпуске – не является фиксированной**
- досрочный выкуп – право эмитента при наступлении ряда обстоятельств, не зависящих от эмитента
- иные меры по обеспечению ликвидности внутри срока обращения/спрэды- эмитент вправе, но не обязан выставлять котировки на покупку





ЦФА 2025. Создание и развитие **benchmark**-ориентированных долговых ЦФА с купоном (2/2)

- + Кредитное качество
- + Погашается по цене **benchmark**
- + **Дополнительные проценты к стоимости benchmark (интереснее чем покупка benchmark)**

Примеры **benchmarks** «базисные активы» для «квалов» и «неквалов»:

- Драгоценные металлы
- Криптовалюты
- Индексы (**MOEX, DJ, S&P** – акции, облигации, %ставки, недвижимость, **Rappaport**, др.)
- **Blue chips** (РФ и зарубежные)

Commodities – не подходит для частных инвесторов ввиду циклического ценообразования актива (к дискуссии)?

Большинство инвесторов (в т.ч. квал.) не готовы на регулярной основе контролировать позицию ПФИ
ЦФА – выручает!

- ЦФА не принимается в обеспечение
- Ограниченный срок обращения
- Выпуски не представляются ликвидными в течение срока обращения – инвестор может рассчитывать на «везение», если в момент погашения такого ЦФА не будет ценового провала – **нужны меры**

- По своей сути – ЦФА/облигация, привязанная по стоимости номинала к любому **benchmark** является подобием «простейшего варианта» структурной ноты.
- Одним из резонансных выпусков подобных облигаций последних лет являются облигации Селигдара (около **20** млрд.руб.), номинированные в граммах золота и серебра.

ЦФА – «убийца классических структурных нот» уже сейчас?

Мы это допускаем!



Высшая
школа
бизнеса

Экспертный форум. Финансовые инновации для бизнеса.
Современный рынок цифровых финансовых активов -
продуктовые гипотезы

Москва,
июнь 2025

ЦФА 2025. Развитие инструментов типа репо с ЦФА, залог ЦФА, займы в ЦФА, при участии Дениса Казымаева

Для банка-кредитора

- Быстрый, автоматизированный и удаленный процесс.
- Возврат предмета залога происходит с помощью смарт-контракта
- При дефолте - автоматическое получение залога в собственность
- Диверсификация кредитного портфеля.
- Отсутствие необходимости ИТ интеграции.

Для заемщика

- Быстрый, автоматизированный и удаленный процесс.
- Нет необходимости оформлять залог каждый раз для получении кредита.
- Возврат предмета залога происходит с помощью смарт-контракта
- Взаимодействие с банками из других регионов.
- Доступ к витрине кредитов.

Налоги РЕПО

- Налоговые риски модели репо с ценными бумагами **as is**. При первой продаже с дисконтом возникают налоговые последствия. Необходимы изменения в НК либо иная обеспечительная форма.
- **Предложения** – пока рынком не сформулирована потребность в репо с ЦФА использовать залого ЦФА и займы ЦФА.

Денис Казымаев kazymaev@daip.pro
Евгений Кузнецов ek@daip.pro





ЦФА 2025. Гипотеза - использование ЦФА и ГЦП для исполнения обязательств по поставке товаров (1/2) Встречные обязательства

Согласно
п. 10 ст.4 259-ФЗ
(Закон о ЦФА) :

Запрещается принимать цифровые финансовые активы (далее – 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), за исключением случаев, предусмотренных частью 11 настоящей статьи («трансгран»-примечание.), а также федеральными законами.

Вместе с тем:

Согласно п. 1.6
ст.3 259-ФЗ
(Закон о ЦФА) :

При выпуске необходимо определить цену приобретения ЦФА при их выпуске или порядок ее определения (при оплате выпускаемых ЦФА денежными средствами) и (или) количество вещей или стоимость (количество) имущественных прав, в том числе цифровых прав, либо иных прав, имеющих денежную оценку, которые необходимо передать для приобретения ЦФА при их выпуске, или порядок определения такого количества вещей или стоимости (количества) имущественных прав (при оплате выпускаемых ЦФА путем передачи в качестве встречного предоставления вещей или имущественных прав, в том числе цифровых прав, либо иных прав, имеющих денежную оценку).

Согласно п. 1.8
ст.3 (Закон о
ЦФА) :

Предусмотрен способ оплаты выпускаемых ЦФА - оплата денежными средствами и (или) передача иных вещей или имущественных прав, в том числе цифровых прав, либо иных прав, имеющих денежную оценку, в качестве встречного предоставления.



ЦФА 2025. Гипотеза - использование ЦФА и ГЦП для исполнения обязательств по поставке товаров (2/2) Законодательство

• Основные выводы по совокупности норм 259-ФЗ (Закон о ЦФА) :

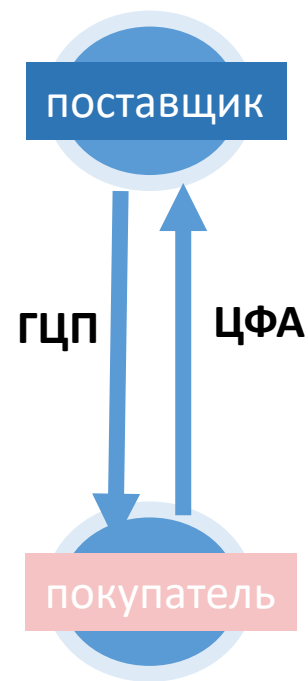
- При вторичном обращении ЦФА/ГЦП, данные активы нельзя использовать как средство платежа или иного встречного предоставления за товары/работы/услуги (кроме трансграничных операций)
- При выпуске ЦФА нет ограничений на передачу товаров/работ/услуг, иных прав на товар в т.ч. цифровых, в т.ч. в рамках договора поставки товара?

Вывод:

Не противоречит Закону о ЦФА 259-ФЗ Модель, при которой при заключении сделки / серии сделок поставки заключаются две сделки:

- поставщик выпускает ГЦП, предусматривающий поставку (товара/услуг), возврат денежных средств и штрафные санкции при непоставке с его стороны
- покупатель (товара/услуг) выпускает ЦФА (денежные обязательства) на сумму поставки

Стороны осуществляют встречное предоставление указанных цифровых прав при их выпуске



Вместе с тем в открытом доступе практика использования цифровых активов во внутрироссийском товарообороте практически отсутствует





Высшая
школа
бизнеса

Экспертный форум. Финансовые инновации для бизнеса.
Современный рынок цифровых финансовых активов -
продуктовые гипотезы

Москва,
июнь **2025**

Авторы и докладчики «in order of appearance»:

- **Сергей Киселев** , преподаватель, Высшая школа бизнеса НИУ ВШЭ
- **Максим Ельцов**, управляющий директор, Петербургская биржа
- **Денис Казымаев, CEO, DAIP Limited**
- **Олег Ушаков**, Советник, **Denuo**; Председатель комиссии по цифровым финансовым активам Совета по финансово-промышленной и инвестиционной политике Торгово-промышленной палаты РФ
- **Дарья Обухова**, директор, Сбербанк