

Рынок ЦФА 2.0 с барьерами

Как не упустить потенциал нового законодательства

К маю 2026 года рынок цифровых финансовых активов застыл в двойственном положении. Формально он состоялся: 21 аккредитованный оператор, 1,65 трлн рублей размещений за 2025 год, почти миллион инвесторов. Однако за этими данными — тревожная реальность: 95% сделок представляют собой примитивный долговой инструмент

Текст

АЛЕКСАНДР БУРЬЯН,

АВТОР-ТЕЛЕГРАМ КАНАЛА «ЦИФРОВЫЕ АКТИВЫ 2.0»,
СПЕЦИАЛЬНО ДЛЯ «БО»

«Мир токенизации», задуманный 259-ФЗ (акции, недвижимость, сырье, драгметаллы), так и не дал всходов. Почему при изобилии платформ большинство идей за шесть лет не дошли до инвесторов и смогут ли новый закон, налоговая гармонизация и опубликованная в феврале «Концепция токенизации активов реального сектора» запустить перемены? Ведь они способны открыть новые секторы экономики, создать новую прибавочную стоимость и увеличить налоговые поступления. Чтобы ответить на эти вопросы, разберем ключевые барьеры и конкретные шаги по их устранению.

Долговая ловушка и отсутствие системной классификации

Рынок стихийно сконцентрировался на обязательстве вернуть деньги с процентами: это не требует сложного ончейн-подтверждения активов и легко вписывается в банковскую логику и комплаенс. Производство квазиоблигаций поставлено на конвейер. Для платформ это минимальные доработки коробочных решений, а для инвестора — привычная связка «доходность — срок».

На поверхности лежат целые финансовые пласты для применения токенизации: цифровое акционирование и доли в ООО, развитие цифрового венчурного рынка, секьюритизация разного вида долга и портфелей, цифровое казначейство для финансовых групп, токенизация товарных и складских остатков, цифровой оборот жилой и деловой недвижимости, частные инвестиции в девелопмент и аренду, цифровой оборот биржевых и сырьевых товаров, цифровой факторинг и лизинг, государственные инфраструктурные и международные инвестиционные проекты, перемещение ценности и капиталов между юрисдикциями с помощью открытых сетей, цифровой оборот драгоценных металлов в слитках и драгоценных камней. Каждое из этих направлений само по себе способно стать самостоятельным сегментом рынка с отдельным регулированием и налогообложением, а также сектором бизнеса для оператора и окупить его бизнес-модель.

Сдерживающие факторы — отсутствие четких регуляторных маяков, боязнь выходить за рамки апробированных схем и нехватка кадров на стыке креатива, юридического и продуктового анализа.

Решение. Регулятор уже предпринял масштабную попытку — новый расширенный закон, гармонизация налогов, концепция будущего, интеграция с открытыми сетями. Однако нужна дальнейшая детализация, чтобы превратить обнадеживающую «Концепцию токенизации» в живые работающие нормы, а нормы — в живые рыночные инструменты. Необходимо в каждом из указанных секторов соединить теорию, новые

юридические возможности и потребности реального сектора. Очевидно, что сделать это можно в результате совместного труда представителей операторов, практиков реального сектора экономики и регуляторов. По отдельности, без подключения глубоких компетенций на каждом из этапов формирования, запуска и функционирования продуктов запустить работу в новых секторах цифрового рынка будет сложно.

Ключевой шаг — внедрение системной классификации инструментов (долговые, товарные, жилищные, венчурные, индексные и т.д.). Это фундамент, который позволит для каждого сектора точно создавать регулирование, требования к эмиссии и налоговые режимы. Регулятор должен проактивно подсвечивать приоритетные направления, переходя от широких норм к практическим «мануалам» для бизнеса. Освоение новых секторовкратно увеличит капитализацию рынка и вовлечет новые классы эмитентов — от аграриев до девелоперов, от страховых компаний до инвестфондов.

Практические примеры. Первый опыт введения понятий «долговые ЦФА» и «кредитные ЦФА» был позитивным и эффективным и сразу же направил усилия институционалов в ключевые зоны проекта. Необходимо «подсвечивать» дорогу вперед, вводя по аналогии новые категории. Например, создание «жилищных ЦФА» может позволить увязать их существование и жизненный цикл с Законом № 214-ФЗ, формализовать правила взаимоотношений с Росреестром и дать рынку новые источники финансирования.

Квалификационный тупик и тонкая настройка доступа инвесторов

Нестандартные кейсы (токенизированный урожай, доля в будущем арендном потоке) почти всегда несут неопределенность и автоматически ограничивают круг покупателей квалифицированными инвесторами (0,5% взрослого населения). Массовая аудитория законодательно отсечена от самых интересных выпусков, а наиболее креативные розничные продукты остаются институциональными игрушками.

Решение. Опираясь на детальную классификацию, необходимо дифференцировать и пороги входа. Ориентиром может служить, например, обеспеченность и гарантия тела долга. Разделение на узкие секторы позволит исключить «неквалов» из спекулятивных волатильных инструментов, но запустить их, например, в токенизированную покупку квадратных метров, где риск покрыт физическим эквивалентом и утрата всего тела инвестиции невозможна.

Тестирование и допуск инвестора тоже могут быть специализированными, с проверкой компетенций в конкретном сегменте, в который

инвестор собирается вкладывать деньги. Это формирует каналы поступления розничных инвестиций в те сегменты, в развитии которых заинтересовано государство.

Ресурсная дилемма платформ

Каждый нешаблонный выпуск требует глубокой модификации IT-ландшафта: новые смарт-контракты, интеграция с оракулами, многоуровневое тестирование. Выделять команду на месяцы ради прецедента с туманным экономическим эффектом — сложное решение для бизнес-юнитов, привыкших к понятным P&L. В итоге время вывода продукта на рынок измеряется годами.

Решение. Финансовые власти могут, даже широкими мазками, обозначать возможность реализации продуктов. Регулятор должен быть маяком, направляя активность участников в нужное государству русло. Концепция токенизации стала важным первым шагом на этом пути. Логично продолжать, переходя от прокладывания «федеральных трасс» к «дорогам регионального значения», от крупных деталей к более мелким. По сути, необходимо создать для участников «карту местности» или матрицу секторов рынка, где посадка новых ростков со стороны финансовых властей приветствуется и будет поддержана. Для этого будет достаточно запустить диалог, снять бюрократические и должностные барьеры внутри крупных компаний.

Налоговая инерция: синхронизация с классификацией

Декабрь 2025 года дал надежду: пакет поправок, гармонизирующих налоговый режим ЦФА с классическими инструментами, прошел ключевые чтения. Однако многие инновационные идеи эмитентов по-прежнему попадают в зону «нормативного арбитража». Оборот токенизированных товаров и других «активов реального сектора экономики» сдерживается отсутствием четкой скоординированной позиции по налогу на добавленную стоимость. Развитие прямого обмена ресурсами и инвестициями с помощью долговых ЦФА между крупными корпоратами без маржи банков, превращение долговых ЦФА в долгосрочный инструмент для размещения и привлечения инвестиций сдерживаются налоговыми барьерами и отсутствием льгот.

Решение. Требования налоговой инспекции по детализации условий каждого инструмента, к которому применяются определенные налоги, выглядят справедливыми и логичными. Разрешительные продуктовые решения должны быть синхронизированы с налоговыми, а для этого опять нужны подробная классификация и описание характеристики инструмента, чтобы природа продукта была понятна налоговой инспекции.

Как только природа продукта четко сформулирована (как в кейсе с долговыми ЦФА), снимаются риски потери дохода государством и смежные органы идут навстречу. Необходимо следовать правилу «один сектор — одно письмо ФНС». Это устранил налоговую неопределенность, которая сегодня реально тормозит развитие.

Венчурный сегмент: особое регулирование для прорывных проектов

Самые интересные проекты развития идут от небольших компаний, которые не проходят стандартные процедуры кредитного анализа, особенно в экзотических банковских ОИС. Рынок венчурных инвестиций в России развит слабо, хотя ЦФА отлично подходят для соединения проектов и инвесторов. Ведь платформа ЦФА не забирает на себя весь кредитный риск, как банк, а соединяет между собой встречные интересы. Вопрос — в правильной организации этого встречного движения и формулировании «правил дорожного движения». Важно, чтобы встречались только настоящие инновации и только с теми, кто понимает суть предложения и уровень риска.

Решение. Сформировать обособленный венчурный сегмент ЦФА с самостоятельным комплексным регулированием. Скоринг должен сместиться с баланса эмитента на качество проекта. Для проектов необходима сертификация через государственные институты развития. Инвесторы должны допускаться со специализированным тестированием, принимая риск «с открытыми глазами», а для институционалов должны быть введены налоговые льготы. Смарт-контракты могут автоматически переводить права требования на страховой пул, делая риск эмитента вторичным.

Пользовательский опыт и архитектура операторской среды

Токенизированный актив будет востребован, только если пользовательский опыт окажется удобнее традиционного. Пока же покупка ЦФА требует от инвестора похода в неизвестность, изучения новых правил и интерфейсов. Рядом находятся и другие проблемы: усилия операторов распыляются на разные секторы, экзотические гиганты страдают от бюрократии, независимые — от нехватки ресурса, а отраслевая специализация отсутствует.

Решение. Стимулировать встраивание ЦФА в привычные экосистемы через DeFi-надстройки. Частные компании могут и умеют создавать интуитивные интерфейсы и маркетплейсы (недвижимости, автотранспорта). Ozon и Wildberries уже выводят ЦФА в потребительские интерфейсы, формируя легкий клиентский путь. Отделение хранения и учета от каналов продаж может дать новое качество развития. Маркетплейсы создадут витрину, в то время как сами права будут жестко фиксироваться в реестрах операторов и госор-

ганов. Такая модель «оператор + маркетплейс» сочетает инновационную гибкость с надежностью и усиливает экспертизу, позволяя партнерам фокусировать ее на конкретных активах.

Частные компании станут «легкой кавалерией» новой цифровой экономики, но при этом данные и реестры можно оставить под жестким контролем государства и защитой аккредитованных операторов. Такая модель сочетает инновационную гибкость с надежностью. Возможно, для этого операторам ЦФА как хранителям прав потребуются и самостоятельные DeFi — надстройки сервисов, формирующих из уже оцифрованных прав практические решения. В качестве идеи для обсуждения на будущее — лицензия оператора размещения без функций депозитарного учета и хранения прав. Он будет иметь облегченную лицензию с упрощенными требованиями, работать в обязательной связке с депозитарием цифровых прав и только прокладывать путь от депозитария к клиенту.

Отраслевые стандарты и доверенные источники информации

Платформы прошли аудит Банка России на соответствие закону, чаще всего в виде коробочной версии с долговым функционалом. А каждый новый продукт требует фактически новой разработки: технические задания, сценарии, смарт-контракты, интерфейсы, тестирование безопасности. Этот цикл занимает месяцы и сопровождается сложными согласованиями. Одновременно с этим смарт-контракт не имеют источников информации, которым доверяют все — эмитенты, инвесторы и платформы.

Решение. Необходимы отраслевые технологические стандарты: архитектура блокчейна, стандарты обмена информацией и мостов, стандартизированные смарт-контракты, каркас информационной безопасности. Это сократит время на внедрение, позволит быстрее развиваться, исключит потенциальные пожары в будущем и позволит не повторить ошибку технологических островов ОИС и «мертвых» операторов обмена. В перспективе — унификация технологических и юридических норм с дружественными государствами для создания единого международного рынка цифровых прав.

Параллельная возможность — создание в каждом секторе якорного доверенного источника данных о собственности с закрепленным стандартом (цифровизация реестров недвижимости, складских остатков, залогов, транспорта, сырья, перевозок, интеллектуальных прав). Переход к открытым стандартам и единым доверенным источникам данных даст платформам конструкторы, из которых можно будет строить инновационные продукты, кардинально снизив издержки на запуск и предотвратив технологическую фрагмента-

цию. При этом правило единства судьбы цифрового и физического активов будет соблюдаться.

Практическая программа действий на основе Концепции Банка России и Минфина

Внутри ОИС зреет портфель идей и продуктов, но без окончательной нормативной и налоговой ясности риски сдерживают запуск. Концепция Банка России и Минфина должна стать не декларацией, а живым документом.

Решение. Дополнить Концепцию детальной дорожной картой со сроками, ответственными и KPI. Возможно, полезно будет создать проектный офис по поддержке цифрового развития и реализации Концепции, который будет отбирать пилотные проекты, снимать административные барьеры и тиражировать успешные кейсы. От рамочных норм необходимо поэтапно переходить к узким подзаконным актам, начиная с самых востребованных секторов.

Выводы

В России идет активное развитие цифрового рынка. Подход прежних пяти лет, когда рынку давали «неограниченные» широкие возможности с надеждой на то, что участники рынка сами их структурируют и принесут государству новые налоги, себя не оправдал. Рынок замкнулся в безопасном сегменте, где было достаточно регулирования и были понятны налоги.

Скоро будут приняты новые законы, регулирующие рынок цифровых прав, валют и налоги в этой сфере. Цифровой рынок России стоит на пороге качественной трансформации. Юридический фундамент готов, инфраструктура создана, первые прецеденты наработаны.

Новые условия потребуют от всех участников трансформации работы. Операторам потребуются новые компетенции, кадры, креатив и смелость в реализации новых задач. Те, кто с этим справится, снимут все сливки и превратятся в лидеров сегментов. Другие продолжают наращивать объемы долгового рынка со снижающейся маржой. Регуляторам и финансовым властям важно практическими шагами помочь рынку сохранить и поддержать тот импульс, который даст новое законодательство.

От рынка требуется одно, но решающее усилие — перейти от свободного плавления и развития нового качества рынка энтузиастами без очевидной формализованной цели к структурированной практической программе, системной классификации, точечному регулированию и технологической стандартизации с четкими очертаниями будущего, к смелым партнерствам и совместной работе в новых сегментах. Только тогда токенизация финансового и реального секторов сможет стать не надеждой на будущее, а новой быстро растущей промышленной реальностью, сопоставимой по масштабу с классическим финансовым рынком. Инвесторы и реальный сектор ждут этого. **Б.О.**