

ДЕМО-ВЕРСИЯ · БЕСПЛАТНО

Exambooster

Билеты Финансовые технологии — пробный билет

Один полный билет из пособия — посмотрите формат перед покупкой: обложка-конспект, тезисы для повторения и развёрнутый ответ. В полном пособии — все 40 билетов, 237 страниц.

НАПРАВЛЕНИЕ ПОДГОТОВКИ

38.04.08 «Финансы и кредит» · магистратура МГИМО

ПРОГРАММА

«Инновационные финансовые технологии на международных рынках» (с Альфа-Банком) — англоязычный + русскоязычный блоки

ЦИФРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ АКТИВЫ (ЦФА):

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ, ОТЛИЧИЯ ОТ ТРАДИЦИОННЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ, УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦФА, РОЛЬ В РАЗВИТИИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ



ИННОВАЦИОННЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ · БИЛЕТ F01 · ДЕМО

Цифровые финансовые активы (ЦФА): экономическая сущность, отличия от традиционных финансовых инструментов, участники рынка ЦФА, роль в развитии финансовых рынков

■ Что такое ЦФА

- ст. 1 259-ФЗ (31.07.2020): ЦФА — цифровые права (денежное требование, права по эмиссионным ЦБ, доля в непубличном АО, право требовать передачи ЦБ) записью в информационной системе на распределённом реестре;
- это не криптовалюта — регулируемый инструмент с конкретным эмитентом и юрответственностью;
- РФ — модель прямого регулирования (в ЕС/США токены приравнены к ценным бумагам).

■ 4 вида ЦФА

- денежное требование (аналог купонной облигации) — доминирует на практике;
- право участия в капитале непубличного АО;
- возможность осуществления прав по эмиссионным ЦБ;
- право требовать передачи эмиссионных ЦБ (база стейблкоин-аналогов).

■ Отличия от классики

- эмитент и инвестор — напрямую, без биржи/брокера/НРД: их функции берёт оператор информационной системы (ОИС);
- выпуск — от 1 дня вместо месяцев; порог входа на биржу — от 100 млн руб. капитализации, у ЦФА мягче;
- торговля долями (до 1/100 млн) — низкий порог для инвестора;

- смарт-контракт фиксирует сделку в реестре — прозрачность, меньше посреднических рисков.

■ Участники рынка

- эмитент (ИП/юрлицо);
- ОИС — ведёт реестр ИС, аналог биржи+депозитария;
- оператор обмена ЦФА (ООЦФА) — сводит сделки между ИС, капитал от 50 млн руб.;
- обладатель: квалинвестор без лимита, неквалиф. — лимит 600 тыс. руб./год (с 2026 — указ. ЦБ №7176-У);
- Банк России — реестры ОИС/ООЦФА и надзор.

■ Роль и динамика

- 2022 г. <1 млрд → 2023 г. 65 млрд (304 выпуска) → 2024 г. 594 млрд, рост×9, 189 эмитентов;
- 2025 г. — ≈1,7 трлн руб. размещений (×2,8 к 2024, данные ЦБ), но в обращении на конец года — лишь ≈172 млрд: рынок короткий, «проточный» (до 73% выпусков — до года);
- концентрация: 3 крупных эмитента — почти 2/3 объёма; роль — быстрое дешёвое фондирование МСП без доступа к облигациям.

■ РАЗВЁРНУТЫЙ ОТВЕТ

■ Введение: почему появились ЦФА

Классический фондовый рынок — биржи, брокеры, депозитарии, клиринговые центры — сложился ещё в доцифровую эпоху и десятилетиями почти не менялся в своей логике: выпуск ценной бумаги проходит через цепочку посредников, каждый из которых берёт комиссию и добавляет время. Для крупной компании с историей публичных размещений это приемлемо, но для среднего и малого бизнеса, а также для владельцев нестандартных, труднооборачиваемых активов (доля в непубличной компании, право требования по займу, партия драгоценного металла) классический рынок ценных бумаг зачастую попросту недоступен: биржи предъявляют жёсткие требования к капитализации эмитента и темпам роста выручки, а подготовка выпуска может занимать до года.

Развитие технологии распределённого реестра (блокчейна) и смарт-контрактов открыло альтернативный путь: перевести финансовое право не в бумажную или бездокументарную форму, а в цифровую запись, которая одновременно служит и подтверждением права, и механизмом его автоматического исполнения. В России этот путь получил юридическое оформление в 2020 году с принятием Федерального закона № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте...» (принят Госдумой 22 июля 2020 г.). Закон ввёл в правовое поле понятие цифровых финансовых активов (ЦФА) — сегодня один из наиболее динамично растущих сегментов российского финансового рынка.

■ Экономическая сущность и легальное определение

Согласно статье 1 закона № 259-ФЗ, цифровыми финансовыми активами признаются цифровые права, включающие: денежные требования; возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам; права участия в капитале непубличного АО; право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг. Ключевая особенность — выпуск, учёт и

обращение таких прав возможны только путём внесения записей в информационную систему на основе распределённого реестра (или в иные информационные системы).

Экономически ЦФА — это токенизация традиционных финансовых прав: содержание права (получить выплату, стать совладельцем компании, получить ценную бумагу) остаётся тем же, что и у привычных финансовых инструментов, но форма его фиксации меняется. Вместо бумажного сертификата или записи в депозитарии право существует как запись в цифровой системе учёта, доступ к которой инвестор получает через уникальный код. Именно эта смена формы (не содержания!) и снятие с процесса эмиссии/обращения избыточной посреднической инфраструктуры составляют экономический смысл ЦФА.

Важно чётко разграничивать ЦФА и криптовалюту. Криптовалюта — децентрализованная платёжная система без центрального регулятора, где, как правило, отсутствует конкретное обязанное лицо и юридическая защита прав держателя. ЦФА, напротив, — полностью легитимный в России, регулируемый инструмент, за которым стоит конкретный эмитент, несущий юридическую ответственность по своим обязательствам, и надзор со стороны Банка России. В этом смысле ЦФА гораздо ближе к традиционным ценным бумагам, чем к миру криптоактивов, хотя технологически использует ту же основу — распределённый реестр и смарт-контракты.

Различаются и подходы к регулированию в разных юрисдикциях. В ряде стран (США, ЕС, Бразилия) цифровые аналоги финансовых инструментов рассматриваются как цифровое представление уже существующих ценных бумаг и регулируются по аналогии с ними (модель «security token»). Россия пошла другим путём — моделью прямого регулирования, при которой ЦФА выделены в отдельный объект регулирования со своим правовым статусом и инфраструктурой учёта.

■ Четыре вида ЦФА

Закон предусматривает четыре разновидности прав, которые могут удостоверяться ЦФА. Первый и на сегодня самый распространённый вид — денежное требование: такой ЦФА функционально близок к облигации с купонным доходом, держатель получает от эмитента заранее известные (по формуле или в процентах годовых) выплаты, а по истечении срока — номинальную стоимость; передача физического актива взамен денежной выплаты невозможна, только деньги. Практически все выпуски ЦФА в России сегодня относятся именно к этой категории.

Второй вид — право участия в капитале непубличного акционерного общества, цифровой аналог акций непубличного АО; выпуск возможен, только если общество прежде не размещало «классических» акций — компания либо изначально выбирает цифровую форму капитала, либо остаётся на традиционной, но не может совмещать оба режима.

Третий вид — возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам: держатель вправе требовать от эмитента через оператора информационной системы реализации прав по конкретным облигациям или акциям (например, получения купона или дивиденда).

Четвёртый вид — право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, то есть цифровая расписка на будущую передачу ценных бумаг при наступлении срока или события. Именно на этой основе в России могут выпускаться аналоги стейблкоинов — ЦФА, привязанные по

стоимости к базовому активу, хотя без права использования для расчётов (кроме внешнеторговых договоров между резидентами и нерезидентами).

Рядом с ЦФА существуют смежные, но не тождественные категории. Утилитарные цифровые права (УЦП) — право требовать передачи вещи, результатов интеллектуальной деятельности либо выполнения работ/услуг; покупаются на инвестплатформе, лицензированной Банком России. Гибридные цифровые права сочетают признаки ЦФА и УЦП одновременно — пример: «золотой» ЦФА, держатель которого в дату погашения может выбрать слиток золота либо его денежный эквивалент.

■ Отличия от традиционных финансовых инструментов

Чтобы понять экономическую ценность ЦФА, полезно сопоставить их с проблемами, характерными для классического фондового рынка.

Выпуск традиционных ценных бумаг — процесс долгий и дорогой: он требует сбора обширного пакета документов, согласования условий со множеством участников (брокеры, андеррайтеры, Национальный расчётный депозитарий, Национальный клиринговый центр, биржа, регистраторы), маркетинговых мероприятий; вся процедура может занимать от нескольких месяцев до года и обходится компаниям в десятки миллионов рублей комиссий. Дополнительно биржи предъявляют жёсткие требования к капитализации эмитента (не менее 100 млн рублей) и темпам роста выручки (не менее 20% в год), что фактически закрывает организованный рынок ценных бумаг для среднего и малого бизнеса. Работа через длинную цепочку посредников создаёт и дополнительные риски: банкротство звена, санкционные ограничения, заморозку активов по решению регулятора — то, с чем многие российские инвесторы и эмитенты столкнулись на практике после 2022 года.

ЦФА снимают значительную часть этих ограничений. На платформе оператора информационной системы (ОИС) эмитент и инвестор взаимодействуют напрямую: функции организатора торгов, депозитария и клирингового центра берёт на себя одно юрлицо — ОИС. Это резко ускоряет и удешевляет процесс: выпуск типового «цифрового долга» занимает от одного дня после онбординга (стандартное решение) до нескольких недель (кастомизированный выпуск) — вместо месяцев или года у классических бумаг. Регуляторные требования к эмитентам ЦФА мягче биржевых, что открывает рынок компаниям, никогда не выходившим на биржу.

Ещё одно принципиальное отличие — гибкость и программируемость. Условия сделки (периодические выплаты, погашение) исполняются автоматически через смарт-контракты, что снижает документооборот и операционные издержки для обеих сторон. Для инвестора важен и низкий порог входа: ЦФА торгуются не только целыми лотами, но и долями — на практике до одной стомиллионной части, что позволяет участвовать в инвестировании даже с небольшим капиталом (например, покупка доли в инвестиционной недвижимости или дорогих акциях). Наконец, прозрачность распределённого реестра — записи о сделках невозможно подделать задним числом, а у Банка России и других внешних наблюдателей есть доступ на чтение к блокчейн-платформе ОИС, что упрощает надзор и повышает доверие к инструменту.

Отдельная экономическая функция ЦФА — придание ликвидности традиционно неликвидным активам. Права требования по займам, ипотечным договорам, будущие

денежные потоки компании можно токенизировать и превратить в оборотоспособный, делимый на доли инструмент — то, что затруднительно сделать классическими юридическими средствами.

■ Участники рынка ЦФА

Федеральный закон № 259-ФЗ формирует чёткую институциональную структуру рынка ЦФА, где каждый участник имеет закреплённую функцию.

Эмитент — индивидуальный предприниматель или юридическое лицо, которое вносит (через оператора информационной системы) запись о выпуске ЦФА в пользу первого обладателя.

Оператор информационной системы (ОИС) — центральная фигура инфраструктуры рынка. Это юридическое лицо (в том числе кредитная организация, депозитарий, организатор торгов), включённое Банком России в специальный реестр. ОИС отвечает за выпуск, учёт и обращение ЦФА в своей системе, утверждает правила системы (согласованные с требованиями закона и Банка России), ведёт реестр пользователей. По сути, ОИС совмещает в одном лице функции, которые на классическом рынке распределены между биржей, депозитарием и клиринговым центром. К руководству ОИС закон предъявляет требования по квалификации и деловой репутации, а Банк России осуществляет постоянный надзор за его деятельностью.

Оператор обмена цифровых финансовых активов (ООЦФА) — второй тип оператора, отвечающий за вторичное обращение: он обеспечивает заключение сделок купли-продажи ЦФА, в том числе между разными информационными системами, путём сбора и сопоставления встречных заявок либо путём участия в сделке за свой счёт в интересах третьих лиц. Им может быть кредитная организация, организатор торгов либо иное юридическое лицо, отвечающее требованиям закона: уставный капитал и чистые активы не менее 50 млн рублей, отсутствие связей с офшорными юрисдикциями, наличие коллегиального органа управления и служб внутреннего контроля/управления рисками. Функции ОИС и ООЦФА закон разрешает совмещать в одном юридическом лице.

Обладатель (держатель) ЦФА — инвестор, включённый в реестр пользователей информационной системы и имеющий доступ к ней через уникальный код. Закон и подзаконные акты разделяют инвесторов на квалифицированных, которые приобретают ЦФА без количественных ограничений, и неквалифицированных. До 1 января 2026 года действовало указание Банка России от 25.11.2020 № 5635-У с единым годовым лимитом 600 тысяч рублей; с 1 января 2026 года его сменило указание Банка России от 23.09.2025 № 7176-У [web], которое делит ЦФА на группы: простые долговые ЦФА с высоким кредитным рейтингом и без зависимости выплат от внешних показателей доступны неквалифицированным инвесторам без лимита, а более рискованные ЦФА (с переменной доходностью, привязкой к базовому активу без нужных условий и т. п.) — в пределах возобновляемого годового лимита 600 тысяч рублей у каждого оператора (суммы от погашения/продажи ЦФА в том же году в лимит не засчитываются); часть сложных, условных или иностранных ЦФА по-прежнему доступна только квалифицированным инвесторам — классический механизм защиты розничного инвестора от рисков нового, не до конца изученного класса активов.

Наконец, Банк России выступает регулятором: ведёт реестры ОИС и ООЦФА, устанавливает требования к их деятельности, определяет признаки ЦФА, доступных только квалифицированным инвесторам, и в целом формирует правила игры на рынке.

■ Роль в развитии финансовых рынков: динамика и текущее состояние

Рынок ЦФА в России — очень молодой: первые выпуски появились в 2022 году после включения в реестр первых операторов информационных систем, а по итогам того же года совокупный объём размещений не превысил 1 млрд рублей — рынок носил экспериментальный, штучный характер. Ситуация начала меняться во второй половине 2023 года, когда на рынок вышли крупные эмитенты из банковского сектора: по итогам 2023 года компании разместили 304 выпуска на общую сумму почти 65 млрд рублей.

2024 год стал годом взрывного роста: объём первичных размещений вырос почти в девять раз и составил 594 млрд рублей, при этом ЦФА выпустили 189 компаний (хотя почти две трети из них ограничились одним небольшим выпуском). Наиболее активным оказался четвёртый квартал — 370 выпусков на сумму более 200 млрд рублей. По данным Банка России, доля долговых ЦФА (аналогов облигаций) в структуре размещений 2024 года достигла 88% — компании пока используют инструмент преимущественно как альтернативу традиционному облигационному займу, а не как принципиально новый класс продуктов. Около 73% выпусков имели срок погашения до одного года — рынок остаётся источником в первую очередь краткосрочного рублёвого фондирования, а не длинных инвестиций.

Заметная характеристика рынка — высокая концентрация. В 2024 году из 14 ОИС, включённых в реестр Банка России, эмиссию фактически проводили только 9, при этом 72% всех выпусков пришлось на три крупнейшие информационные системы, а три эмитента (два из них — банки, связанные с этими ОИС) обеспечили почти две трети объёма размещений: пока в основном крупные финансовые институты тестируют инструмент, опираясь на собственную клиентскую базу.

2025 год подтвердил ускорение роста: по собственным итоговым данным Банка России, за 2025 год на рынок ЦФА удалось привлечь около 1,7 трлн рублей [web, cbr.ru] — почти в 2,8 раза больше показателя 2024 года (отдельные СМИ и Cbonds-based обзоры дают диапазон 1,5–1,65 трлн рублей — расхождение из-за методологии подсчёта, порядок величины тот же). Важно различать объём размещений и объём ЦФА, реально находящихся в обращении: по данным Ведомостей (со ссылкой на статистику рынка), непогашенный остаток на конец 2025 года составлял около 172 млрд рублей (+11,5% г/г) [web] — заметно меньше объёма годовых размещений, что подтверждает короткую срочность выпусков. Отдельные индексы на основе данных Cbonds (напр., оценки на конец I квартала 2026 года) показывают для «действующих выпусков» существенно более высокие значения (сотни млрд — выше 1 трлн рублей) — расхождение, по-видимому, связано с разной методологией учёта (число операторов/выпусков, охваченных индексом, момент среза), поэтому точную цифру непогашенного остатка стоит воспринимать как порядок величины, а не точное значение. В любом случае большинство ЦФА выпускается на короткий срок (до полугода-года) и быстро гасится, поэтому рынок функционирует скорее как «проточный» механизм краткосрочного рефинансирования, а не накопительный инструмент длинных вложений.

Ключевая экономическая роль ЦФА — расширение доступа к капиталу для среднего и малого бизнеса, которому классический облигационный рынок с его издержками и

требованиями к капитализации фактически недоступен. Одновременно ЦФА диверсифицируют инструментарий для инвесторов, снижают порог входа благодаря дробному владению и открывают возможность оцифровки неликвидных активов (недвижимость, металлы, права требования). Для перехода от нишевого краткосрочного инструмента к полноценной альтернативе рынку капитала нужно развитие вторичного обращения и интероперабельности информационных систем — регулятор и участники рынка называют это приоритетом на ближайшие годы.

■ Итоги и значение

Цифровые финансовые активы — не замена традиционным ценным бумагам, а параллельный, технологически более гибкий канал привлечения капитала на основе распределённого реестра и смарт-контрактов. Их экономическая суть — токенизация уже существующих финансовых прав (денежное требование, доля в капитале, права по ценным бумагам): меняется не содержание права, а форма его фиксации, что резко сокращает издержки, время выпуска и число посредников. Институциональная структура рынка (эмитент — ОИС — ООЦФА — инвестор — Банк России как регулятор) построена по аналогии с классическим рынком ценных бумаг, но с меньшим числом звеньев и более прямым взаимодействием сторон. За четыре года — с экспериментального рынка менее 1 млрд рублей в 2022 году до почти 1,7 трлн рублей размещений в 2025 году — ЦФА прошли путь от нишевого пилота до значимого, хотя всё ещё преимущественно краткосрочного и концентрированного сегмента финансового рынка, чья главная практическая ценность сегодня — быстрое и дешёвое фондирование для компаний без доступа к классическому облигационному рынку.

EXAMBOOSTER

Понравился формат? Заберите полное пособие

В полном издании «Билеты Финансовые технологии» — все 40 билетов, 237 страниц в таком же формате + доступ в закрытый Telegram-канал, где каждый билет — отдельный пост с навигацией.

Купить magistratura.exambooster.ru/materialy

Telegram-канал [@mgimo_exambooster](https://t.me/mgimo_exambooster)

Телефон [+7 \(925\) 886-41-35](tel:+7(925)886-41-35)

E-mail info@exambooster.ru

Цена — 8000 ₽, разовый платёж:
пособие в PDF + закрытый канал.

Дмитрий Санько — основатель Exambooster, выпускник МГИМО (МЭО, 2010) и Ryerson University, ex-преподаватель МГИМО. · ИП Санько Дмитрий Сергеевич, ИНН 772854182473.