

ЦФА

Какие регуляторные или иные препятствия 2024 года необходимо устранить для более активного роста рынка ЦФА в будущем?



Алексей Илясов,
генеральный
директор
компании
«Атомайз»

На рынке есть большой запрос на поправки в налоговое регули-

рование ЦФА: сейчас они попадают в отдельную налоговую базу и их не с чем сальдировать. Отсюда возникает регуляторный арбитраж. И пока выпуск облигаций за счет налогового дисбаланса стоит дешевле, бизнес будет выбирать то, что для него выгоднее, несмотря на весь инновационный потенциал ЦФА.

Другой сдерживающий фактор — лимит в 600 тыс. рублей в год для «неквалов». Например, большое количество клиентов компании «Атомайз» еще в первом полугодии 2024 года израсходовали свой лимит и ждали 2025 года. Поэтому лимит нужно повышать, хотя бы для части инструментов, например долговых ЦФА с полным возвратом номинала, фиксированной ставкой и потенциалом роста — такая конструкция сбалансирована по риску и доходности.

Также мы ждем доступа к упрощенной идентификации через систему госуслуг и к подтверждению квалификации инвесторов через банки и брокеры, что позволит улучшить клиентский путь. Надеемся, эти моменты будут скорректированы в 2025 году.



Андрей Михайлишин, генеральный директор компании «ЦИФРОВЫЕ ПЛАТЕЖИ»

Текущая законодательная база требует значительных доработок в области признания и регулирования публичных блокчейнов. Существующие нормативные акты не учитывают мировую практику и инфраструктуру публичных блокчейн-сетей. Важно разработать комплексное законодательство, которое четко определяло бы статус публичных

блокчейнов и статус цифровых активов в таких сетях, а также порядок взаимодействия с ними.

1. Ограничения для «неквалов» значительно сдерживают рост рынка. На данный момент они могут инвестировать лишь ограниченные суммы (до 600 тыс. рублей в год), что не позволяет им полноценно участвовать в рынке ЦФА. Увеличение лимитов и числа доступных к покупке ЦФА для «неквалов» значительно увеличит объемы торгов и привлечет большее количество участников на рынок. Также это будет стимулировать выпуск на рынок более интересных предложений, включая гибридные ЦФА и ЦФА с плавающим доходом.
2. Необходимо улучшать инфраструктуру для покупок, выпуска и обращения ЦФА. Такие решения должны предполагать создание общих требований к процессу регистрации на информационных платформах ОИС и к цифровой подписи инвестора. Подобный подход создаст предпосылки для появления более удобных и доступных платформ для торговли, объединяющих несколько ОИС или все ОИС.
3. Одной из ключевых проблем для эмитентов ЦФА является невозможность включения уплаченных процентов в затраты. Это означает, что компании не могут уменьшить свою налогооблагаемую базу на сумму уплаченных процентов по обязательствам, связанным с выпуском цифровых активов. Отсутствие возможности учитывать проценты в затратах приводит к тому, что компании менее охотно используют ЦФА для финансирования своих проектов. Также это не позволяет в полной мере использовать ЦФА как инструмент рынка корпоративных заимствований. Минфину и ФНС следует рассмотреть возможность внесения изменений в налоговое законодательство для устранения этого препятствия, чтобы создать более благоприятные условия для эмитентов и инвесторов.



Алевтина Камелькова, основатель и управляющий партнер Industrial Consulting Group

Необходимо наконец решить вопрос с включением доходов от ЦФА в общую налоговую базу. Те попытки, которые предпринимались для решения этой задачи сейчас, нельзя признать эффективными. В частности, речь идет о попытках разделить ЦФА на обращаемые

и необрачаемые, а также о предложениях допустить заключение сделок с ЦФА путем бездресных заявок только при наличии лицензии биржи или торговой площадки. Такие меры напоминают стрельбу из пушки по воробьям и способны значительно осложнить деятельность операторов информационных систем.

Следует рассмотреть возможность расширения линейки допустимых ЦФА, например разрешить для обращения на платформах утилитарные права не только в составе гибридных инструментов, но и в их оригинальной форме. Также стоит задуматься о расширении перечня продуктов, доступных для неквалифицированных инвесторов.



Олег Ушаков, председатель комиссии по ЦФА Совета по финансово-промышленной и инвестиционной политике

1. Налоговая неэффективность (этим обусловлено отсутствие практики по выпуску утилитарных цифровых прав).
2. Ограничения для участия профучастников в размещениях ЦФА.
3. Невозможность использовать ЦФА для се-

кьюритизации и проектного финансирования через компании специального назначения.

4. Ограничения в отношении инструментов, которые могут быть «упакованы» в ЦФА (в том числе отсутствие ЦФА в виде акций, токенов управления).
5. Риски применения норм ГК об играх и пари (такие сделки не защищаются в суде).
6. Сложности в проведении идентификации (для небанковских операторов информационных систем по выпуску ЦФА).



Артем Лаптев, директор по развитию бизнеса платформы «Токеон»

Есть два основных регуляторных препятствия, которые не позволяют раскрыть весь потенциал финансового инструмента. Во-первых, это налогообложение операций с ЦФА. Сейчас эмитенты цифровых активов не могут снижать налог на прибыль на величину выплат по выпущенным ЦФА. Это делает ЦФА менее

выгодными, чем облигации. Во-вторых, нерешенным остается вопрос о том, как учитывать цифровые активы при расчете достаточности капитала у финансовых институтов. Например, классические низкорисковые активы учитываются по полной стоимости, а высокорисковые — частично. При этом в отношении ЦФА пока нет рекомендаций, как именно необходимо их учитывать. По этой причине ЦФА автоматически становятся неинтересными финансовым институтам. Для решения этой проблемы нужно вводить типизацию цифровых активов, чтобы долговые ЦФА учитывались как облигации, а иные ЦФА учитывались по аналогии с другими классическими инструментами со схожей экономической сутью.



Мария Аграновская, управляющий партнер компании «Аграновская и Партнеры»

Прежде всего нужны информированность населения о сути этого продукта, а также расширение утилитарного его применения.

Ограничение участников рынка только «квалами» — совершенно неоправданно.

Участников рынка, ОИС и эмитентов проверяют очень тщательно, и все сделки проходят под контролем регулятора. Иначе роста ожидать сложно — реального, без конечного потребителя.



Павел Кашицын, старший директор по рейтингам структурированного финансирования агентства «Эксперт РА»

По итогам анкетирования ОИС, проведенного «Эксперт РА» в сентябре 2024 года, платформы

определили основным фактором, препятствующим дальнейшему развитию рынка, несовершенство налогообложения операций с ЦФА как на стороне эмитентов, так и на стороне инвесторов: невозможность учета расходов и доходов по ЦФА в общей налоговой базе, а также вопросы начисления НДС по операциям с гибридными цифровыми правами. Также есть проблемы с допуском институциональных инвесторов на рынок ЦФА. Текущая нормативная база не позволяет страховым и управляющим компаниям, а также НПФ эффективно инвестировать в ЦФА. Кроме того, затруднен допуск «неквалов» к рынку. По мнению ОИС, ограничения по доступным инструментам, а также лимит в 600 тыс. рублей в год для одного ОИС создают более жесткие барьеры для развития рынка по сравнению классическим.

Мы также полагаем, что совершенствование инструментов защиты прав инвесторов могло бы дать дополнительный импульс рынку ЦФА. К ним относятся и создание возможностей интероперабельности ОИС для снижения инфраструктурного риска, и повышение прозрачности эмитентов и самих ОИС, и более широкое использование кредитных рейтингов.

Появление цифровых свидетельств и наделение брокеров статусом полноценных участников рынка ЦФА позволило бы насытить вторичный рынок ликвидностью и дало бы основу для выстраивания общего рынка ЦФА, который сейчас сильно фрагментирован.



Роман Кожура,
управляющий директор,
брокерский бизнес, Сбер

Одним из препятствий для развития ЦФА является налогообложение — финансовый результат от операций с ними учитывается в отдельной налоговой базе и не может быть

сальдирован с результатом иных операций. Это негативно выделяет ЦФА среди инструментов финансового рынка и сдерживает участников от более активных операций.

Другая сдерживающая особенность регулирования ЦФА: ограничения для институциональных инвесторов — небанковских финансовых институтов, которые являются ключевыми поставщиками ликвидности на традиционном финансовом рынке. В частности, для страховых компаний существует требование учитывать ЦФА с нулевым риск-весом.

Решением этих проблем может быть выделение категорий ЦФА, для которых текущее регулирование будет скорректировано: например, наиболее популярных и простых долговых ЦФА.



Светлана Матис, независимый эксперт в сферах ценных бумаг, проектного финансирования, ЦФА

Одним из препятствий является действующее налоговое регулирование. Сейчас налоговая база по операциям с ЦФА формируется отдельно от основной, что создает

преимущества для традиционных инструментов, где расходы учитываются в общей налоговой базе. Выравнивание налоговых условий для эмитентов ЦФА с привычными долговыми инструментами, синхронизация механизмов налогообложения ЦФА с подходами для гибридных цифровых прав, введение налоговых льгот — все это может усилить аппетит инвесторов и эмитентов к рынку ЦФА.

Среди других барьеров следует отметить жесткую денежно-кредитную политику Банка России, ориентированную на поддержание ценовой стабильности. Высокая доходность по депозитам и гособлигациям более привлекательна для инвесторов по сравнению с ЦФА. В этих условиях особое значение приобретает разработка налоговых стимулов и других поддерживающих мер, направленных на рост рынка ЦФА.

Насколько вероятно в 2025 году возникновение дефолтов на рынке ЦФА?



Алексей Илясов, генеральный директор компании «Атомайз»

Вероятность этого такая же, как на классическом финансовом рынке. Она есть, особенно при высокой ключевой ставке ЦБ, когда бизнесу сложнее справиться с долговой нагрузкой. ОИС должны уделять больше

внимания превентивной защите инвесторов.

«Атомайз» и «Т-Бизнес» первыми на рынке ЦФА внедрили ИИ в анализ эмитентов. Модель обрабатывает большие массивы данных, отслеживает информационный поток, анализирует транзакции при обслуживании в «Т-Бизнесе», чтобы точнее оценить кредитоспособность и риски дефолта компаний, выпускающих ЦФА. Это новейшие технологии — не только по меркам рынка ЦФА, но и по меркам всего финансового сектора. Кроме того, эту информацию мы хотим доносить и до инвесторов, то есть сделать некий светофор от красного к зеленому, чтобы инвестор мог понимать, какие риски он берет на себя, вкладывая деньги в тот или иной инструмент.

Для компаний это тоже плюс: чем лучше мы их понимаем, тем меньше документов запрашиваем вручную и тем адекватнее наши лимиты на выпуск ЦФА.



Андрей Михайлишин, генеральный директор компании «ЦИФРОВЫЕ ПЛАТЕЖИ»

Рынок ЦФА все еще находится на стадии формирования и развития. Все ОИС довольно консервативно подходят к оценке рисков эмитента и не хотят, чтобы первый в истории дефолт по ЦФА случился

именно на их платформе. Это позволяет считать, что при неизменности политики операторов информационных систем риски дефолтов на рынке ЦФА останутся низкими и в 2025 году.

С другой стороны, существенными факторами риска являются нарастающая экономическая нестабильность в России и довольно резкий рост ключевой процентной ставки. В условиях дальнейшего повышения ключевой ставки многие эмитенты могут столкнуться с трудностями при обслуживании своих долговых обязательств. Если эмитенты будут продолжать выпускать среднесрочные ЦФА с предложением «ключ + несколько процентов», это может привести к появлению дефолтов среди эмитентов ЦФА. В текущей реальности ЦФА конкурируют с банковскими депозитами за деньги инвесторов, и риск того, что эмитент не сможет обеспечить заявленную доходность, увеличивается.



Алевтина Камелькова,
основатель
и управляющий партнер
Industrial Consulting Group

Пока сложно прогнозировать, но дефолты, если они случатся, будут способствовать выработке механизмов взаимодействия платформ и кредиторов

эмитента. При этом основная масса выпущенных ЦФА представляет собой денежные требования, которые не предполагают введения каких-либо особых дефолтных механизмов. Другое дело, что случаи банкротства эмитентов потребуют сбалансировать законодательство о банкротстве и нормы, закрепленные в 259-ФЗ.



Мария Аграновская,
управляющий партнер
компания «Аграновская
и Партнеры»

Вряд ли — у большинства эмитентов есть существенные гарантии. Однако мы не знаем, что ждет рынок в целом.



**Олег Ушаков, председатель
комиссии по ЦФА Совета по
финансово-промышленной
и инвестиционной политике,
советник Delno**

Практически уверен, что мы увидим дефолты.



**Артем Лаптев, директор
по развитию бизнеса
платформы «Токеон»**

Нужно учитывать, что более 90% выпускаемых на рынке ЦФА являются долговыми. Безусловно, в период высокой рыночной турбулентности, как сейчас, статистическая вероятность дефолтов возрастает, но при этом одинаково для всех инструментов, независимо от того, кредит это, облигация или долговой ЦФА.

При этом одинаково для всех инструментов, независимо от того, кредит это, облигация или долговой ЦФА.



Борис Богоутдинов,
управляющий партнер
консалтинговой
компания «2Б Диалог»

Поскольку рынок ЦФА небольшой, вероятность дефолтов его эмитентов невысока. Однако такой риск существует, а процедуры защиты инвесторов

недостаточно проработаны.

Сегодня компании не могут пополнять оборотные средства и развиваться за счет банковских кредитов, которые стали значительно дороже. Помимо этого, организации, которые ранее получали займы с плавающими процентными ставками, теперь вынуждены вносить большие ежемесячные платежи. Все это может спровоцировать рост количества банкротств бизнеса и затронуть рынок ЦФА.

Сейчас компания «Реми Капитал» и платформа «Токеон» проводят эксперимент — контролируемый дефолт по ЦФА со взысканием финансовых средств в пользу инвестора. Компания подала в суд на индивидуального предпринимателя Дарью Ряхову (дело № А71-18227/2024). Платформа «Токеон», на которой состоялся выпуск ЦФА, выступает в качестве третьего лица. Арбитражный суд рассмотрит дело 15 января 2025 года. Этот кейс позволит отработать механизм защиты прав инвесторов.



**Павел Кашицын, старший
директор по рейтингам
структурированного
финансирования агентства
«Эксперт РА»**

Запас прочности эмитентов в связи с длительным периодом высоких ставок истощается на всех долговых рынках,

и рынок ЦФА не является исключением. Однако на рынке ЦФА в отличие от классического отсутствуют регламентированные правила отбора эмитентов в зависимости от профиля риска, нет достаточной судебной практики и привычных инструментов по защите прав инвесторов. У ОИС при онбординге эмитента нет законодательной обязанности проводить кредитный анализ эмитентов. В связи с этим возрастает роль повышения прозрачности эмитентов ЦФА, а также независимых оценок таких выпусков, в том числе кредитных рейтингов, особенно при стоящих задачах по расширению инвесторской базы за счет «институционалов» и «неквалов».