

СТАТЬИ

УДК 336.763
DOI 10.17513/fr.43525

**ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СДЕЛОК
С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ЦИФРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ
В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ**

Аникина И.Д.

*ФГБОУ ВО «Волгоградский государственный университет», Волгоград,
e-mail: anikina@volsu.ru*

Цель исследования – изучение инвестиционных сделок с цифровыми финансовыми активами (ЦФА) в отечественной практике, систематизация выпущенных видов ЦФА, обоснование сложностей и перспектив развития сделок с анализируемыми финансовыми инструментами. В статье систематизирована субъектно-объектная структура сделок с ЦФА в российской экономике (уточнены субъекты, объекты и инфраструктура сделок), проведен анализ сделок с ЦФА на российском рынке и определены преимущества данных финансовых инструментов: источник финансирования для субъектов не только крупного, но и малого и среднего бизнеса; сокращение посредников в сделках; снижение стоимости финансирования; повышение прозрачности сделок, сокращение времени на проведение сделок; расширение круга инвесторов; гибкость условий финансирования и разнообразие финансовых инструментов; увеличение надежности сделок. Выделены особенности ЦФА на современном этапе становления рынка: разнообразие видов ЦФА, низкие объемы и краткосрочность привлекаемых ресурсов, отсутствие вторичного рынка. Раскрыты сложности, препятствующие развитию рынка ЦФА: недостаточная четкость нормативно-правового регулирования сделок с ЦФА, отсутствие национальных стандартов учета и методических рекомендаций по учету данных активов; отсутствие практики регулирования юридических споров; отсутствие стандартов и подходов к оценке рисков ЦФА; разная терминология в отечественном и международном законодательстве и практике. Сделан вывод о тенденциях и перспективности развития рынка ЦФА для российской экономики (рост объемов сделок, увеличение разнообразия видов ЦФА, рост ликвидности ЦФА, диверсификация финансовых инструментов для эмитентов и инвесторов).

Ключевые слова: цифровые активы, цифровые финансовые активы, инвестиционные сделки, субъекты и объекты сделок с цифровыми финансовыми активами, финансовые инструменты

**TRENDS IN THE DEVELOPMENT OF INVESTMENT TRANSACTIONS
USING DIGITAL FINANCIAL ASSETS IN THE RUSSIAN ECONOMY**

Anikina I.D.

Volgograd State University, Volgograd, e-mail: anikina@volsu.ru

The purpose of the study was to study investment transactions with digital financial assets (DFA) in domestic practice, systematize the types of DFAs issued, substantiate the difficulties and prospects for the development of transactions with analyzed financial instruments. The article systematizes the subject-object structure of transactions with DFA in the Russian economy (the subjects, objects and infrastructure of transactions are specified), analyzes transactions with DFA in the Russian market and identifies the advantages of these financial instruments: a source of financing for not only large, but also small and medium-sized businesses; reduction of intermediaries in transactions; cost reduction financing; increasing transparency of transactions, reducing the time for transactions; expanding the circle of investors; flexibility of financing conditions and a variety of financial instruments; increasing the reliability of transactions. The features of DFA at the present stage of market formation are highlighted: a variety of types of DFA, low volumes and short-term attracted resources, the absence of a secondary market. The difficulties hindering the development of the DFA market are revealed: insufficient clarity of regulatory regulation of transactions with DFA, lack of national accounting standards and methodological recommendations on accounting for these assets; lack of practice in regulating legal disputes; lack of standards and approaches to assessing DFA risks; different terminology in domestic and international legislation and practice. The conclusion is made about the trends and prospects of the development of the DFA market for the Russian economy (growth in transaction volumes, an increase in the variety of types of DFA, an increase in the liquidity of DFA, diversification of financial instruments for issuers and investors).

Keywords: digital assets, digital financial assets, investment transactions, subjects and objects of transactions with digital financial assets, financial instruments

Цифровизация инвестиционного процесса является перспективным современным трендом, при этом рынок цифровых активов в мировой и российской экономике только начинает развиваться. Развитие цифровизации экономики привело к настоящему времени к появлению в практике хозяй-

ственной жизни экономических субъектов инновационных цифровых инвестиционных и финансовых инструментов – цифровых активов. В отечественной науке вопросами правовых особенностей сделок с цифровыми активами занимаются такие ученые, как Н.В. Алексеев [1], Д.В. Лубягина

[2], Д.Е. Матьцин [3] и др.; вопросам цифровых инноваций в сфере финансов уделено внимание в исследованиях Е.С. Зеленовой [4], О.И. Лариной, Н.В. Морыженковой [5] и др. Ввиду быстрого развития рынка сделок с цифровыми активами исследование особенностей таких инвестиционных сделок, их преимуществ, рисков и дальнейших перспектив является актуальным.

Целью исследования явилось изучение тенденций развития сделок с цифровыми финансовыми активами (ЦФА) на отечественном рынке, выявление особенностей новых цифровых финансовых инструментов и сложностей, которые могут являться барьером на пути внедрения ЦФА в практику финансовой деятельности организаций.

Материалы и методы исследования

В исследовании использовались методы синтеза и критического анализа данных, обобщения финансовой информации (агрегирование и классификация данных, визуализация информации). Материалами исследования послужили научные исследования в области юридических особенностей анализируемых сделок [1–3] и финансовых инноваций [4; 5], нормативно-правовые акты [6–8], аналитические исследования [9], открытые данные ЦБ РФ и операторов инвестиционных систем.

Результаты исследования и их обсуждение

Цифровые финансовые активы (ЦФА) являются инновационными инвестиционными и финансовыми инструментами для российской экономики. Сделки с ЦФА на отечественной инфраструктуре и в соответствии с российским законодательством начались с 2022 г., а закон, регулирующий эту сферу деятельности, вышел в 2020 г. [6]. Для анализа сделок с цифровыми финансовыми активами на отечественном рынке рассмотрим объектно-субъектную структуру таких сделок (табл. 1).

Рассмотрим основные характеристики субъектов сделок с ЦФА в соответствии с отечественной нормативно-правовой базой.

Задачей операторов инвестиционных систем является обеспечение технической возможности участникам инвестиционного процесса выпустить, купить или продать цифровые права, реализовать иные права распоряжения, право ознакомиться с содержанием цифровых прав, а также возможность учесть цифровые права. Также операторы, согласно отечественному законодательству, должны обеспечить восстановление доступа пользователей к данным в случае его утраты.

Операторы обмена ЦФА осуществляют сделки обмена с цифровыми финансовыми активами, в том числе с теми, которые были выпущены в иностранных юрисдикциях. Операторами обмена могут быть российские юридические лица, соблюдающие определенные законодательством требования и нормы. Оператор информационной системы может одновременно получить статус оператора обмена.

Требования отечественного регулятора устанавливают ограничения для инвесторов, которые могут приобретать ЦФА: приобретать такие активы могут квалифицированные инвесторы, а неквалифицированные инвесторы – совершать сделки с ЦФА, ограниченные определенными признаками и в пределах лимита денежных средств (600 тыс. руб.) в течение одного года [8].

Эмитенты ЦФА – индивидуальные предприниматели (физические лица) и юридические лица (коммерческие и некоммерческие организации).

Цифровые права, принадлежащие их владельцам, могут учитываться номинальным держателем цифровых финансовых активов, в качестве которого выступает лицо, имеющее лицензию на ведение депозитарной деятельности. Статус номинального держателя цифровых прав не может быть получен оператором информационной системы.

Таблица 1

Объектно-субъектная структура сделок с цифровыми финансовыми активами в РФ

Субъекты	Объекты	Инфраструктура
Операторы инвестиционных систем	Цифровые финансовые активы	Инвестиционные платформы
Операторы обмена цифровых финансовых активов		Распределительный реестр
Инвесторы		Узел информационной системы
Эмитенты		Депозитарий
Номинальный держатель цифровых финансовых активов		Информационная инфраструктура

Источник: составлено на основе [6; 7].

Объектами сделок являются цифровые финансовые активы, которые, согласно отечественному законодательству, являются цифровыми правами, то есть правами, которые возникли только и в случае их эмитирования и обращения в инвестиционной платформе [6, ст. 12]. ЦФА могут включать как право денежных требований, так и права инвесторов по эмиссионным ценным бумагам (акциям и облигациям). Право денежных требований по ЦФА может быть установлено не только в определенной сумме денежных средств, в основе требуемой суммы могут быть другие активы, перечень которых законодательством не установлен, но нормативные ограничения имеются. Так, права участия в капитале ПАО, ООО, иных хозяйственных обществ не могут быть оформлены как ЦФА.

К инфраструктуре сделок с цифровыми финансовыми активами относятся: информационные системы, в которых происходит выпуск цифровых активов и сделки с ними; распределенные реестры – совокупность баз данных, предназначенных для установления и признания равнозначности информации, содержащейся в информационной системе; узлы информационной системы – обеспечивают равнозначность информации в системе; автоматически (без участия человека) подтверждает достоверность вносимых изменений в систему; использует ту же программу, что и вся система (база данных); депозитарий – в нем учтены цифровые права; информационная инфраструктура – национальная доменная система, информационные системы.

Цифровые финансовые активы и сделки с ними имеют следующие преимущества: увеличение доступности финансовых ресурсов для инвесторов, в том числе субъектов МСБ; удешевление стоимости заимствования ввиду появления новых цифровых технологий, снижения числа посредников, конкуренции на финансовых рынках; простота доступа к рынку, быстрота и надежность исполнения сделок; гибкость условий финансирования – можно «сконструировать» ЦФА для конкретной сделки, учитывая специфику компании, отрасли, продукта. Данные преимущества свидетельствуют о значительном потенциале развития таких активов, несмотря на незначительность объемов с ними в настоящее время и в мировой, и в отечественной практике.

Полагаем, что данные преимущества приведут к большей прозрачности инвестиционного процесса, снижению рисков асимметрии информации и рисков мошенничества, расширению круга эмитентов за счет малых и средних компаний. По на-

шему мнению, финансирование с помощью ЦФА может дополнить и расширить традиционные источники финансирования, что позволит реализовывать инвестиционные проекты, которым сложно использовать для привлечения традиционные финансовые площадки.

Отечественный рынок ЦФА в настоящее время только начинает развиваться: выпущено от 3,0 млрд руб. ЦФА [9], работают десять операторов инвестиционных систем, осуществляющих выпуск ЦФА; в реестре операторов обмена ЦФА ЦБ РФ одна организация – ПАО Московская Биржа. При этом эксперты оценивают потенциал развития рынка ЦФА как значительный: в течение года объем привлеченных ресурсов может составить от 1 до 3 трлн руб. [9, с. 3].

Исследование практики обращения цифровых финансовых активов на российском рынке показало следующее:

1. Операторы цифровых систем указывают информацию о выпуске, погашении, рисках ЦФА и другую, необходимую в соответствии с законодательством; имеются шаблоны решений о выпуске ЦФА, но они различны у разных операторов ИС, что затрудняет понимание нюансов сделок; часть приложений операторов информационных систем работает в ограниченном режиме. ЦФА выпускаются на денежные требования и представляют собой цифровые аналоги финансовых инструментов, такие как цифровая дебиторская задолженность, цифровые активы на золото, цифровые активы на металлы, цифровые активы на недвижимость, цифровые облигации, цифровые займы.

2. ЦФА отличаются достаточно большим разнообразием и выпускаются в разной валюте, АО «Метровагонмаш», например, эмитировало ЦФА в китайских юанях под залог дебиторской задолженности. ЦФА имеют разные параметры выпусков: были выпущены ЦФА от 1 единицы в выпуске, на период от 7 дней; в среднем период выпуска ЦФА – от 1 до 3 месяцев, только выпуск «золотых ЦФА» осуществлен на срок 5 лет, до 01.01.2028 г.; цена одного ЦФА также различна – от 1 000 руб. до 50 000 тыс. руб.

Характеристика основных видов ЦФА, выпущенных в обращение на отечественном рынке, представлена в табл. 2.

Анализируя первые выпуски ЦФА, выделим их особенности:

1) часть ЦФА, например ЦФА на недвижимость с защитой капитала, позиционируется как инвестиция с полной защитой капитала и гарантированной ставкой процента. Но отметим недоработанность нормативно-правовой базы сопровождения

сделок с ЦФА и отсутствие кейсов по спорам в сделках, что свидетельствует о высоких текущих рисках инвестирования в данных классах активов;

2) разнообразие видов ЦФА, в том числе выпуск в различной валюте, позволяет говорить о значительном потенциале развития данного класса активов;

3) несущественный объем выпусков объясняется тестированием эмитентами рынка ЦФА и всех этапов жизненного цикла данного вида активов для получения практиче-

ского опыта с целью отработки всех регламентов выпуска, обращения и погашения ЦФА, а также для формирования дальнейшей инвестиционной стратегии эмитентами и инвесторами;

4) выпуски ЦФА носят в настоящее время краткосрочный характер, что объясняется как функционированием рынка цифровых активов в тестовом режиме, так и ожиданиям инвесторов: 60% розничных инвесторов, готовых инвестировать в ЦФА, ориентируются на сроки инвестиций до года [9, с. 3];

Таблица 2

Характеристика ЦФА, выпущенных на отечественном рынке

ЦФА	Характеристика
«Цифровой заем»	ЦФА представляют собой денежные требования, а условия выпуска и погашения таких ЦФА отличаются значительной дифференциацией. Так, цена погашения может включать доход инвестора, залог может быть указан, могут быть ЦФА без залога. Цена приобретения ЦФА может быть фиксирована, а цена погашения ЦФА больше цены приобретения и включать доход инвестора. Доход по ЦФА может включать получение периодических выплат (процентного дохода) и номинальной стоимости ЦФА при погашении. Периодические выплаты могут быть по фиксированной ставке или быть привязаны к ключевой ставке ЦБ РФ плюс дополнительный определенный процент
«Цифровые инвестиции на золото» («Золотые ЦФА»)	ЦФА представляют собой денежные требования. Цена приобретения и погашения ЦФА привязана к 1 г золота в руб. Эмитентом данных ЦФА выступил ПАО Сбербанк. Курс устанавливается эмитентом по своему усмотрению, курс может меняться до нескольких раз в секунду. Залогов не предусмотрено, дробления ЦФА не предусмотрено
«Цифровые квадратные метры»	ЦФА представляют собой денежные требования. Цена ЦФА привязана к средней стоимости 1 м ² недвижимости. Цена приобретения фиксирована, цена погашения зависит от стоимости 1 м ² недвижимости на дату погашения. ЦФА обеспечены недвижимостью в строящихся домах. По условиям выпуска ЦФА инвестор может получать минимально объявленный эмитентом доход. Для определения цены погашения ЦФА эмитент обращается к оценщику для оценки рыночной стоимости недвижимости. Для таких активов может быть предусмотрено дробление ЦФА
«Цифровая дебиторская задолженность»	ЦФА представляют собой денежные требования. ЦФА, обеспеченные правами требования по контрагентам эмитента (дебиторская задолженность). Дебиторская задолженность контрагентов эмитента является залогом по таким ЦФА. Условия залога могут быть различны: как определенные договоры, так и текущая и будущая задолженности по определенным контрагентам
«Цифровой инвестиционный портфель»	ЦФА представляют собой денежные требования на инвестиционный портфель, стоимость которого была привязана к ценам семи драгоценных металлов, а именно: золото, иридий, платина, палладий, родий, рутений, серебро. Такие ЦФА прошли полный жизненный цикл и уже погашены. Все металлы производились эмитентом.
ЦФА, привязанные к стоимости акций компании	ЦФА представляют собой денежные требования. Такой вид ЦФА был выпущен АО «Норникель» (несколько выпусков) в рамках корпоративной программы Норникеля «Цифровой инвестор». ЦФА за счет средств работодателя получают работники компании со стажем на 01.01.2023 г. более 1 года. ЦФА могут дробиться до 0,01. Доходность состоит из двух частей: периодические выплаты в размере дивидендов по акциям и выплата при погашении в размере стоимости акций на дату погашения

Источник: результаты исследования автора.

5) ЦФА имеют сейчас достаточно простую форму, но присутствуют значительные возможности выпуска разнообразных и сложных инструментов, таких как «цифровые акции», «цифровые облигации», «цифровые векселя», секьюритизированные инструменты, цифровая «упаковка» инвестиционных стратегий, др.;

6) как показывают результаты исследований [9, с. 29], инвесторы знают о ЦФА и готовы работать с ними: у 61 % респондентов финансового сектора имеется интерес к ЦФА, 26 % уже имеют опыт работы с данными активами; от 14 до 38 % розничных инвесторов (в зависимости от выборки респондентов) готовы инвестировать в ЦФА; 15 % представителей крупного бизнеса заявили об интересе к ЦФА как источнику финансирования и объекту инвестиций; а представителей малого и среднего бизнеса, готовых работать с новым классом активов, еще больше: 40 % готовы работать с ЦФА как эмитенты, так и инвесторы [9, с. 30–31]. Респондентами в указанном исследовании явились финансовые организации; розничные инвесторы, вовлеченные в сферу инвестиций; топ-менеджеры корпоративного сегмента (как крупного бизнеса, так и МСБ). Считаем, что такая высокая информированность респондентов исследования о ЦФА обусловлена спецификой деятельности самих организаций или позицией респондентов в организациях и может не отражать истинного понимания особенностей, возможностей и рисков работы с ЦФА потенциальных эмитентов и инвесторов, что требует дальнейших исследований.

Систематизируем препятствия быстрому развитию рынка ЦФА в российской экономике: это недостаточное понимание особенностей и рисков рынка ЦФА не только инвесторами и эмитентами, но и экспертами; недостаточность понятной и объективной информации об инвестировании в ЦФА для неквалифицированных инвесторов; недоступность рынка для институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании и др.) ввиду нормативных ограничений на инвестирование в цифровые активы; незначительное количество сделок на анализируемом рынке; небольшое число операторов инвестиционных систем, выпускающих ЦФА; отсутствие координации между платформами, выпускающими ЦФА; недоработанность нормативно-правовой базы, отсутствие практических кейсов по защите прав инвесторов; отсутствие вторичного ликвидного рынка ЦФА; использование различной терминологии в решениях о выпуске ЦФА разными операторами инвестиционных систем, а также

терминологические различия в российской и зарубежной практике; недостаточность признанных рекомендаций по оценке и признанию цифровых активов в бухгалтерском и налоговом учете.

Заключение

Формирование российского законодательства, регулирующего введение в хозяйственный оборот ЦФА, является прогрессивным шагом, способствующим развитию рынка ЦФА, росту его объемов и ликвидности, увеличению разнообразия и сложности видов ЦФА, диверсификации источников финансирования и развитию экономики. Проблемы нормативно-правового регулирования, как существующие, так и возникающие, увеличивают риски организаций и требуют дальнейшего осмысления сущности ЦФА, анализа и оценки практики применения ЦФА, дальнейшего совершенствования нормативно-правовой базы, разработки методических рекомендаций по признанию, оценке, учету ЦФА.

Список литературы

1. Агеев В.Н., Власов А.В. Потенциал применения цифровых финансовых активов // Финансовый журнал. 2020. Т. 12, № 6. С. 100–112. DOI: 10.31107/2075-1990-2020-6-100-112.
2. Лубягина Д.В. Влияние цифровизации на развитие финансовых инструментов фондового рынка России: правовые аспекты // Вестник университета им. О.Е. Кутафина (МГЮА). 2020. № 7. С. 83–89. DOI: 10.17803/2311-5998.2020.71.7.083-089.
3. Матющин Д.Е. Инвестиции в Интернете: дистанционные сделки с электронными эквивалентами обязательств и требований // Legal Concept Правовая парадигма. 2022. Т. 21, № 3. С. 57–68. DOI: 10.15688/lc.jvolsu.2022.3.8.
4. Зеленева Е.С. Оценка характеристик, сфер и границ применения цифровых инноваций в финансовом секторе. Финансы: теория и практика. 2023. № 27 (2). С. 76–86. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-2-76-86.
5. Ларина О.И., Морыженкова Н.В. Перспективы цифровой трансформации денежных систем // Вестник университета. 2023. № (3). С. 169–177. DOI: 10.26425/1816-4277-2023-3-169-177.
6. Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (с изм. на 14.07.2022) (редакция, действующая с 11.01.2023) [Электронный ресурс]. URL: <https://docs.cntd.ru/document/565416098?section=status> (дата обращения: 15.09.2023).
7. Федеральный закон от 02.08.2019 № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (с изм. на 14.07.2022) (редакция, действующая с 15.07.2023). [Электронный ресурс]. URL: <https://docs.cntd.ru/document/560855174> (дата обращения: 01.08.2023).
8. Указания Банка России № 5635-У от 25.11.2020. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.cbr.ru/Queries/UniDbQuery/File/90134/1191> (дата обращения: 01.08.2023).
9. Введение в цифровые финансовые активы / А. Закирова, Е. Сидорова, С. Колесников, А. Чэнь. 16.06.2023. URL: <https://investfunds.ru/analytics/354327/download/> (дата обращения: 05.07.2023).