Аналоги ЦФА на глобальном рынке

Артур ОРЛОВ,
менеджер проекта
по еврооблигациям, Cbonds

Мировой рынок криптоактивов насчитывает тысячи различных инструментов, разобраться в которых бывает непросто даже опытным инвесторам. В рамках данного материала мы попытаемся понять, есть ли среди них аналоги цифровых финансовых активов (ЦФА), выпускаемых на российском рынке. В качестве основного критерия будем ориентироваться на способность актива генерировать процентный доход с течением времени. Обзор затронет токены, обеспеченные реальными активами (Real-World Assets), инструменты децентрализованных финансов (DeFi) и облигации, выпущенные с использованием технологии распределенного реестра (Digital Bonds). В конце статьи попытаемся выделить основные тенденции на рынке криптоактивов и возможные направления его развития в ближайшем будущем.

Основные активы, используемые в качестве обеспечения, включают фиатные валюты, частные кредиты, государственные облигации США и сырьевые товары

REAL-WORLD ASSETS

Капитализация рынка токенов, обеспеченных реальными активами (Real-World Assets, RWA), на 20 марта 2025 г. составляет внушительные $245.3 млрд[1]. Без учета стейблкоинов показатель намного скромнее — $19.1 млрд, динамика отражена на Рисунке 1.

Основные активы, используемые в качестве обеспечения, включают фиатные валюты, частные кредиты, государственные облигации США и сырьевые товары (commodities).

Некоторые токенизированные продукты выплачивают процентный доход, но не имеют фиксированных сроков погашения. Такой механизм можно сравнить с фондом, выпускающим ценные бумаги под обеспечение активами. В данном случае токен выполняет функцию цифрового инструмента, а процессы управления могут осуществляться децентрализовано через смарт-контракты.

Размер рынка, его динамика и структура по видам обеспечения, а также наличие продуктов с фиксированным доходом представлены в Таблице 1.

Рынок токенизации реальных активов продолжает демонстрировать уверенные темпы роста, о чём свидетельствуют показатели изменения совокупной капитализации за последний год, составившие порядка 30%[2]. Для отдельных видов обеспечения, таких как акции и облигации, характерна еще более впечатляющая динамика — свыше 90% (Таблица 1). Такая статистика

[1] Данные rwa.xyz.

[2] 20.03.2025 к 20.03.2024, данные rwa.xyz.

Таблица 1
Криптоактивы по видам обеспечения

Источник: rwa.xyz

Класс актива	Рыночная капитализация, $ млн (20.03.2025)	Количество продуктов	Генерируют доход	Изменение капитализации за год (03.2024–03.2025)
Stablecoins	226 182.00	53	Частично	33.75 %
Private Credit	12 136.13	10	Да	39.23 %
U.S. Treasuries	4574.46	38	Да	82.41 %
Commodities	1269.58	8	Нет	34.66 %
Stocks	452.02	100	Нет	99.06 %
Institutional Funds	393.58	17	Да	38.67 %
Global Bonds	134.62	7	Да	93.27 %

свидетельствует о возрастающем интересе инвесторов к подобным инструментам, а также подчеркивает стратегическую значимость токенизации как одного из ключевых направлений развития финансовых рынков в условиях цифровой трансформации.

По оценкам специалистов Standard Chartered, к 2030 г. размер рынка токенизированных активов достигнет $30 трлн[3].

Отдельного внимания заслуживают активы, вносящие наибольшую долю в общую капитализацию RWA — стейблкоины. Стейблкоины, приносящие доход, называют «доходными» (yield-bearing stablecoins). Большинство стейблкоинов не приносит доходности и используется исключительно как средство расчетов. В этом они преуспели даже больше, чем Bitcoin, что подтверждается объемами биржевых сделок: если суточный оборот Bitcoin за 20 марта 2025 г. составил $29.02 млрд, то у USDT этот показатель достиг $61.65 млрд[4].

В контексте данного анализа нам интересны именно yield-bearing стейблкоины. Для генерации дохода используются три основных механизма:

- DeFi-доходность (доход формируется за счет децентрализованных финансов, включая кредитование и другие стратегии);
- криптодеривативы (использование ликвидных стейкинг-токенов и повторного стейкинга);
- обеспечение в виде традиционных финансовых инструментов с доходностью, например, облигаций.

Согласно Рисунку 2, среди пяти крупнейших по капитализации стейблкоинов, обеспеченных реальными активами, два являются yield-bearing, а на их долю приходится более 5.8 % общей капитализации этих инструментов.

ДЕЦЕНТРАЛИЗОВАННЫЕ ФИНАНСЫ (DEFI)

Оценить капитализацию рынка DeFi можно с помощью показателя TVL (Total Value Locked) — общей суммы средств, заблокированных в смарт-контрактах, его динамика представлена на Рисунке 3. По состоянию на 20 марта 2025 г. TVL составляет $97.5 млрд, что на 45 % ниже исторического максимума 2021 г. ($178.57 млрд). Число протоколов — 4579[5].

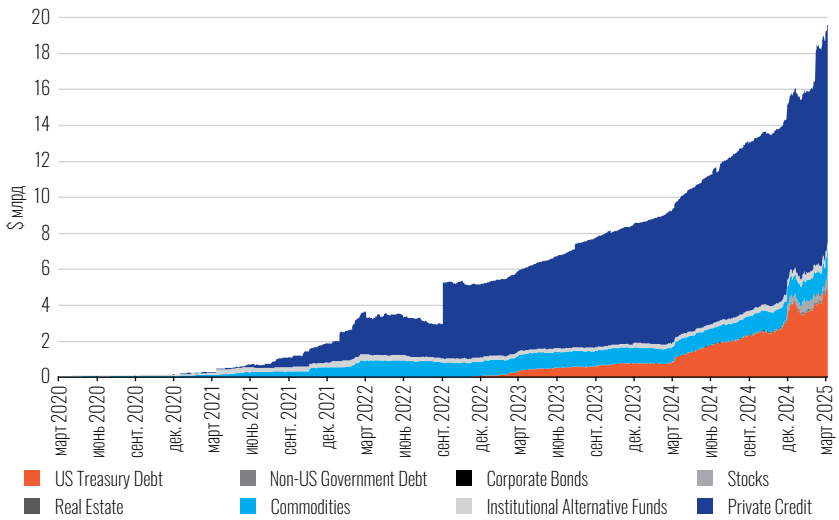
[3] Mac Naggar. TAC State of Tokenization 2024 Report, 2024, P. 5.

[4] Данные CoinMarketCap.

[5] Данные DefiLama на 20 марта 2025 г.

Рисунок 1
Капитализация рынка RWA по виду обеспечения (без учета стейблкоинов)

Источник: rwa.xyz



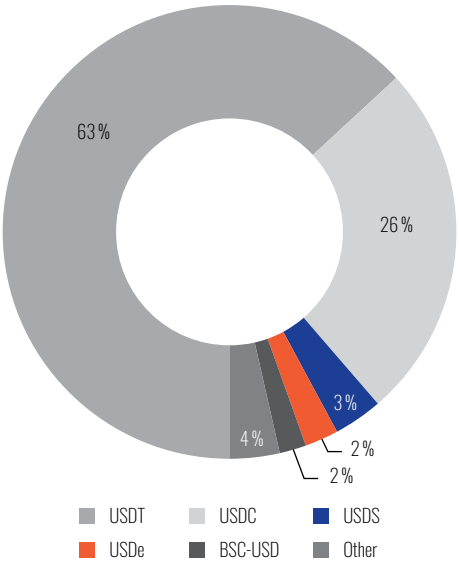


Рисунок 2
Капитализация рынка стейблкоинов, обеспеченных реальными активами, $ млрд

Источник: rwa.xyz

DeFi-протоколы позволяют получать доход с помощью смарт-контрактов. Для этого используются следующие основные способы: стейкинг (блокировка токенов), фарминг (предоставление ликвидности), лендинг (депозиты под проценты), арбитраж, деривативы, торговля доходностью (например, в Pendle).

Примером протокола, предлагающего инструменты, схожие с облигациями, является Pendle. Платформа предоставляет срочные инструменты, позволяющие раздельно торговать основной суммой и процентными выплатами, что делает их аналогичными модели STRIPS. Также эти инструменты имеют фиксированный срок погашения.

DIGITAL BONDS

Цифровые облигации (Digital Bonds) — это инструменты, выпуск, торговля, расчеты и хранение которых осуществляются с использованием технологии распределенного реестра (DLT). Блокчейн позволяет исключить посредников и значительно оптимизировать процессы.

Постепенно такие инструменты находят свое место на глобальном финансовом рынке. Многие участники уже разработали или активно создают специализированные инфраструктуры для их выпуска и обращения. Среди ярких примеров можно отметить платформу SIX Digital Exchange (SDX) от Швейцарской биржи и Digital Financial Market Infrastructure (D-FMI) от Euroclear.

На данный момент в обращении находится всего 40 выпусков цифровых облигаций, а их совокупный объем составляет $5.6 млрд[6]. Ключевыми эмитентами выступают компании из Швейцарии, Сингапура, Германии, а также международные организации, что наглядно демонстрирует Рисунок 4.

При этом Digital Bonds остаются, по сути, цифровыми аналогами традиционных облигаций, не предлагая столь же гибких возможностей по структурированию, как это реализовано в российских ЦФА.

ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА

Одной из главных тенденций является рост институционального интереса к цифровым активам. Ранее криптоактивы использовались в основном индивидуальными инвесторами, однако в последние годы крупные институциональные инвесторы, такие как хедж-фонды, банки и компании, начали активно вкладывать средства в криптовалюты и блокчейн-технологии. Это способствует повышению доверия к цифровым активам и их интеграции в традиционные финансовые инструменты.

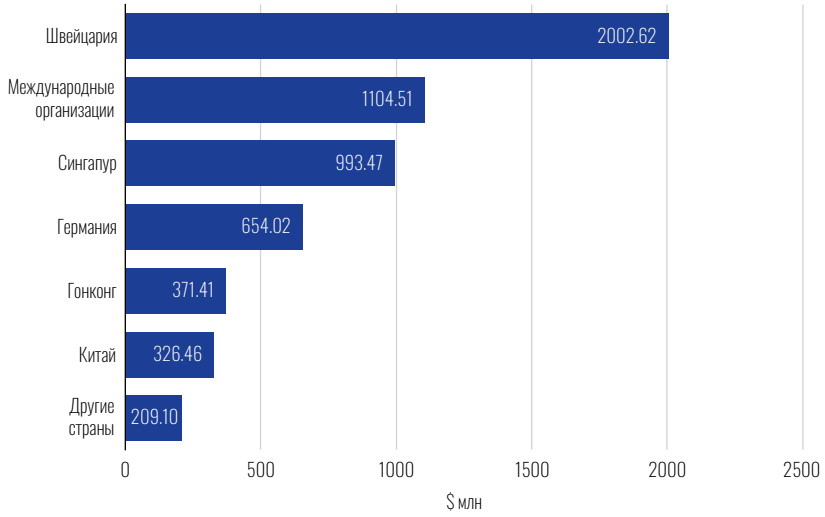
[6] Данные Cbonds.

Рисунок 3
Total Value Locked (DeFi)

Источник: DefiLama

Рисунок 4
Объем цифровых облигаций в обращении по стране риска эмитента

Источник: Cbonds



Значительным катализатором притока инвесторов в криптоактивы стал запуск стоковых ETF на Bitcoin и Ethereum в 2024 г. Эти события ускорили институционализацию рынка и актуализировали необходимость четкого регулирования, направленного на обеспечение безопасности инвесторов и устойчивости финансовой системы. В таких условиях развитие нормативно-правовой базы и формирование новых регуляторных подходов становится ключевым фактором, определяющим будущее криптоиндустрии. В ряде ведущих юрисдикций уже начато их внедрение, тогда как в других соответствующие инициативы пока находятся на стадии подготовки и обсуждения.

ЕС

Вступление в силу регулирования MiCA (Markets in Crypto-Assets) принесло европейскому крипторынку значительно больше прозрачности и правовой определенности. Документ вводит единые правила для всех стран ЕС и четко классифицирует различные типы криптоактивов, устраняя неопределенность, с которой ранее сталкивались участники рынка. Теперь криптобиржи, кастодианы и эмитенты обязаны проходить лицензирование, что усиливает контроль над деятельностью таких платформ. Одной из ключевых целей MiCA является защита инвесторов: предусмотрены меры по раскрытию рисков, введен запрет на использование анонимных кошельков, а также установлен надзор над выпуском и обращением стейблкоинов. Кроме того, в рамках борьбы с отмыванием денег регуляторы ужесточили требования по соблюдению норм AML, делая рынок более прозрачным и безопасным для всех участников.

США

Американское регулирование криптовалют остается фрагментированным, с несколькими ключевыми регуляторами:

- SEC — контролирует криптоактивы, которые могут считаться ценными бумагами. Вопрос их классификации пока остается нерешенным.
- CFTC — регулирует биржи, предлагающие фьючерсы на криптоактивы, и борется с мошенничеством и манипуляциями в отношении инструментов, которые могут считаться товаром (например, Bitcoin), а также стейблкоинов. Стремится расширить контроль над спотовым рынком.
- Банковские регуляторы (FRC, FDIC, OCC) — контролируют банки, предлагающие или планирующие предлагать кастодиальные услуги для криптовалют (например, US Bank, Bank of New York, State Street, Northern Trust), а также те, у которых есть торговые подразделения, работающие с криптоактивами.
- FSOC — занимается оценкой системных рисков, связанных с криптовалютами, но решения оставляет другим регуляторам.
- CFPB — отвечает за защиту прав потребителей, но на данный момент не проявляет активной вовлеченности.
- Отдельные штаты — преимущественно регулируют криптокомпании как системы денежных переводов, однако существуют примеры более детального регулирования (например, BitLicense в штате Нью-Йорк).

В 2025 г. ожидаются возможные законодательные изменения, но пока криптоиндустрия в США сталкивается с неопределенностью и разными требованиями от разных ведомств[7].

[7] Nathan R Dean. US Crypto Policy 2025 Outlook, 2025, P. 11.

Вступление в силу регулирования MiCA принесло европейскому крипторынку значительно больше прозрачности и правовой определенности