# ЦФА, о которых стоит рассказывать

В апреле Cbonds провел первую конференцию по рынку цифровых финансовых активов. Основными темами программы стали регулирование профильного рынка и его развитие, сравнительный анализ инструментов, международный опыт, финансовые и технологические риски, а также юридические аспекты.

Практический блок конференции красноречиво назывался «ЦФА, о которых стоит рассказывать». В нашем материале делимся самыми интересными кейсами, которые представили эксперты, — от проекта токенизации прав требования до поставочных цифровых активов на физические ресурсы.

## ПРИВЛЕЧЕНИЕ ЛИКВИДНОСТИ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ДОЛГОВЫХ ЦФА

**Никита НИКОНОВ,**
руководитель управления брокерского обслуживания юридических лиц, Совкомбанк:

— На рынке сейчас представлено очень много ОИСов (*ОИС — операторы информационных систем, специализированные платформы, занимающиеся выпуском и учетом ЦФА, — от ред.*): в настоящий момент их 15, а профучастники говорят о том, что в скором времени их может стать еще больше. Рынок в достаточной степени сегментирован, нет единого поля.

При этом банк не может корпоративному клиенту или физическому лицу напрямую предоставить этот сервис. Всё, что может сделать банк, — это показать: уважаемый инвестор, вот есть несколько ОИСов, ты должен пройти онбординг на каждом, самостоятельно разобраться с продуктовыми предложениями, которые там представлены, и как-то из них выбрать.

Так сама собой нам в голову пришла схема номинального держателя. Абсолютно логичным шагом было взглянуть на собственный депозитарий и на его базе реализовать такую схему, которая, на наш взгляд, ставит работу с ОИСами с головы обратно на ноги.

Как это работает? Клиентом ОИСов становится сам банк, который проходит онбординг на максимальном количестве площадок. Банк разбирается с продуктовыми предложениями, более того, имеет возможность в том или ином ОИСе поставить и собственный продукт на полку, предложить свой инструмент.

В рамках такой схемы решается сразу же несколько проблем. Во-первых, это информационная безопасность. Многие инвесторы искренне переживают: если они будут проходить онбординг на многих ОИСах, то кто-то лишний может узнать о сделках. Не всем инвесторам, особенно крупным, это комфортно. Здесь же все прекрасно понимают, что эмитент видит одну-единственную компанию-инвестора — SPV банка.

Во-вторых, сам ОИС в теории не должен переживать за то, что чужой банк придет со своими клиентами. Это тоже очень правильная история, на наш взгляд, которая может дополнительно консолидировать рынок. С другой стороны, и банк, который приводит своих клиентов, не раскрывая их перед принимающей стороной, также не опасается, что клиенты мигрируют из ОИСа в ОИС.

Может быть, стоит лишний раз подчеркнуть, что дальнейшее развитие рынка ЦФА может находиться в плоскости работы в рамках брокерской лицензии. Ведь по большому счету депозитарий — это структура, очень близкая к брокерской, которая понятна инвестору, банку и позволяет оказывать тот уровень сервиса, к которому привык клиент, где есть выстроенный процесс работы и посттрейдинговое сопровождение. Если в рамках этого подхода будет реализовано дальнейшее развитие рынка ЦФА, то перспективы у этого рынка могут быть самые радужные.

**Иван СУЗИМОВ,**
исполнительный директор, СПБ Банк:

— Мы считаем, что институт инвестдомов или брокеров — это неотъемлемая часть рынка и инфраструктура не должна работать с конечным инвестором. Поэтому мы изначально поддержали идею номинальных счетов. Мы действительно поддерживаем идею объединения ОИСов в рамках подобных технологий и коллабораций.

Давайте помечтаем. В частности, мы мечтаем о том, чтобы в ближайшее время появились мусульманские заимствования в рамках шариата. Уже есть решение муфтиев о том, что ЦФА могут быть использованы как инструмент, и в ближайшее время, я думаю, мы подобную сделку осуществим.

Кроме того, мы рассматриваем возможность использования этого инструмента в качестве финансирования юниоров. Например, есть компания, которая занимается или планирует делать геологоразведку, и мы хотим будущие запасы в виде опциона запаковать в подобный инструмент. Я не говорю, что это готовое решение, но такие возможности есть и рассматриваются.

Мы можем рассматривать любую товарную группу, которая также может превратиться в инструмент. Мы можем рассматривать любой нероссийский периметр, который опять может быть запакован в ЦФА. В конце концов, мы слышали о смягчении позиции регулятора в части криптоинструментов, и опять же именно цифровые финансовые активы могут позволить превратить эту мечту в реальность.

## РАСЧЕТНЫЙ ЦФА НА ФИЗИЧЕСКИЕ РЕСУРСЫ

**Сергей КАВКИН,**
исполнительный директор, Dominanta:

— Девелоперская компания Dominanta на рынке уже восемь лет. Мы реализуем проекты строительства жилой и коммерческой недвижимости в Московском регионе. Одним из таких проектов является наш премиальный жилой комплекс HideOUT, который строится на западе столицы.

Чтобы его построить своевременно, необходимо стабильное финансирование.

Регулирующий строительную отрасль Федеральный закон «О долевом участии в строительстве» предоставляет возможность привлекать средства будущих жителей в проект, но при этом не позволяет застройщикам пользоваться ими до момента ввода жилого комплекса в эксплуатацию. В этом случае на помощь приходят банки.

Мы используем классическое банковское проектное финансирование, но с ростом ключевой ставки проценты по кредиту стали составлять очень существенную статью бюджета проекта. Поэтому мы, как и многие девелоперы, постоянно думаем и ищем возможности привлекать финансирование, снижая при этом финансовую нагрузку.

Анализ показал, что идеальный вариант — привлечение частных инвестиций, которые можно было бы сразу вкладывать в стройку, при этом не нарушая, естественно, действующее законодательство, а инвесторам взамен предложить доходность, сравнимую с той, которую получают люди, купившие квартиру на ранней стадии строительства.

При этом, размышляя о таких инвестициях, мы прекрасно понимали, что нам необходимо предложить достаточно низкий порог входа, чтобы предоставить возможность для инвестиций более широкому кругу лиц, которые зачастую не готовы вкладывать значительные средства, необходимые для покупки квартиры в подобном премиальном жилом комплексе.

С другой стороны, процедура инвестирования должна быть технологичной, простой и понятной для инвесторов. Их вложения должны быть достаточно защищены, также по аналогии с тем, как гарантированы вложения участников долевого строительства.

С этими предпосылками в начале 2024 г. совместно с нашими давними партнерами мы разработали и сделали первый выпуск цифровых финансовых активов, цена которых привязана к стоимости квадратного метра в ЖК HideOUT. ЦФА как инструмент позволил достичь всех поставленных целей. При цене одного актива в 600 тыс. руб. мы смогли привлечь 1.5 млрд руб. частных инвестиций, что позволило существенно снизить кредитную нагрузку на проект.

**Сергей РЯБОВ,**
руководитель дирекции ЦФА, Банк ВТБ (ПАО):

— Это проект знаковый и действительно заметный. Сергей достаточно корректно указал, что мы полностью сделали кальку с договора долевого участия с точки зрения защиты инвестора и получения доходности. При этом мы смогли повести инвесторов, которым не нужна сама квартира, а нужна только доходность, по другому клиентскому пути.

Зачем это нужно? Одна из предпосылок — это спекулятивные инвесторы в квартиры. Они заходят на этапе старта продаж и выходят прямо перед вводом в эксплуатацию. Таким образом, эти квартиры на вторичном рынке продаются с дисконтом и давят на стоимость первичного рынка, не давая застройщику получать максимальную маржинальность со своих вложений. Именно на эту категорию инвесторов мы и целились.

Кроме того, мы дали возможность всем регионам инвестировать онлайн в крутой строительный объект в Москве.

Поделюсь результатами. Общая сумма выпуска у нас была 1.5 млрд руб. Даже на текущий момент эта сумма превышает все остальные аналогичные выпуски ЦФА, привязанных к стоимости недвижимости. Мы действительно сделали крупнейший выпуск ЦФА на недвижимость. Нам удалось охватить 42 региона России.

Чтобы еще больше подкрепить эту историю, мы запустили индекс жилого комплекса HideOUT на Санкт-Петербургской Бирже. Понятно, что после декабрьской распродажи индекс начал двигаться вниз, но сейчас, когда строительство ЖК уже выходит на проектные мощности, он начинает расти.

Как мы рассчитываем этот индекс. Мы взяли 665 квартир из этого жилого комплекса, исключили все экстремумы, самые дешевые, самые дорогие. Мы считаем динамику стоимости по последним 20 сделкам или последним трем месяцам. Из этих двух значений выбираем большее и ставим его в индекс. Мы постарались подойти не просто прозрачно, а еще и максимально честно.

## ПРОЕКТ ТОКЕНИЗАЦИИ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ЦФА

**Алексей КОШКЕ,**
лидер инвестиционного направления, ФК «Обороты»:

— Факторинговая компания «Обороты» — это дочерняя компания «Точки», которая работает на рынке факторинга и занимается финансированием поставщиков в цепочках поставок. Так как мы факторинговая компания, то у нас нет депозитов, нет свободных остатков, поэтому мы привлекаем деньги с рынка.

Почему мы пришли именно в ЦФА? На старте проекта мы рассматривали разные инструменты. В частности, одним из таких инструментов была классическая секьюритизация с выпуском облигаций, но ЦФА оказались для нас в первую очередь выгоднее с точки зрения того, что это быстрее и дешевле. Для нас скорость выпуска является чуть ли не одним из ключевых факторов, потому что те права требования, которые у нас возникают, очень короткие. Пока ты структурируешь сделку, пока ты ее зарегистрируешь, этих прав требований может уже не быть. Дешевле в плане того, что ты несешь меньше расходов на юридическую и административную части.

И гибкость больше, чем в классических инструментах. Мы хотим строить интересные кейсы, дополняя какими-то новыми возможностями для инвесторов. И автоматизация. С учетом того, что у нас портфель очень быстро оборачивается, поддерживать всё необходимое без автоматизации невозможно. ЦФА оказались в этом плане гораздо более привлекательными, чем те же самые облигации.

Теперь про проблему, с которой мы столкнулись, и о том, как мы ее решали. У ЦФА отдельная налогооблагаемая база. Мы не можем учесть расходы по ЦФА для снижения суммы налога на прибыль. С учетом текущей ставки и текущей экономической ситуации для нас это просто оказалось невыгодным.

Но мы нашли решение этой проблемы. В нашем случае есть один момент: если инструмент является хеджированием наших рисков, то мы можем учитывать это в общей налогооблагаемой базе. Так как фактически ЦФА обеспечены этим портфелем прав требований, то для нас это и есть инструмент хеджирования наших кредитных рисков. Тем самым фактически мы учитываем расходы, понесенные по ЦФА, в общей налогооблагаемой базе.

Суммарно за прошлый год мы привлекли 567 млн руб., на этом не останавливаемся, продолжаем совершенствовать эти инструменты и будем еще делать выпуски в этом году.

**Анна МАКСИМЕНКО,**
партнер, Кулешов Максименко и партнеры:

— На самом деле проект очень интересный, о нем говорить можно много. Я постараюсь сконцентрироваться на основных вещах. Вначале мы посмотрели

на то, как классическая секьюритизация может лечь в ЦФА, в цифровую обвязку. Когда мы на это всё посмотрели, то увидели, что СФО (*специализированное финансовое общество — от ред.*) сейчас согласно применимому регулированию — закону о ценных бумагах — не может выпускать ЦФА. Для того чтобы оно смогло это делать, нужно это регулирование менять, а это очень долгий и комплексный процесс.

Тогда мы посмотрели на другую схему, которая вместо СФО ставила КСН (*компания специального назначения — от ред.*), которая максимально приближалась к СФО с помощью договорной обвязки. Эта договорная обвязка, прежде всего, была направлена на гарантию защиты прав инвесторов, а также на возможность масштабировать этот проект. На самом деле этот проект очень хорошо показывает связь классического и цифрового инструментов.

Мы посмотрели на структуру, где КСН стояла вместо СФО, она получилась достаточно дорогостоящей и обширной. Тогда мы посмотрели на еще одну структуру, которая нам показалась интересной и возможной. Это своп на совокупный доход, в котором происходит обмен денежными потоками. Так мы пришли к структуре, в которой и осуществили выпуск ЦФА без номинала, благо такая возможность есть. Инвестор, приобретая эти ЦФА, берет на себя определенные риски, но при этом он получает возможность получить хорошую прибыль.

## ПОСТАВОЧНЫЙ ЦФА НА ФИЗИЧЕСКИЕ РЕСУРСЫ

**Дина ШМУЛЕЙ,**
исполнительный директор, Лудинг:

— Я думаю, что Лудинг знают многие. В России мы занимаем около 30% всего алкогольного рынка. И мы сделали с Альфа-Банком, наверное, невозможное — цифровое вино. То есть мы сделали винный токен и цифровой градус. Что это такое? Любое физическое лицо может зайти в приложение Альфа-Банка, там найти квадратик «Цифровой финансовый актив». И вот вам, пожалуйста, на выбор — вина, коньяки.

Раскупается всё моментально. Как только у нас выходит выпуск, коньяк улетает вообще сразу. Четыре минуты — коньяка нет. Это «Арарат», 70 лет, «Эребуни». Но в этом выпуске у нас еще был «Луи XIII». Из продуктов мы также ставим вина, шампанское.

Вы покупаете токен. Токен напоминает товар в нашем случае. Взамен вы можете прийти и получить бутылку в любой из 44 точек в Москве. Или мы можем организовать

**СФО сейчас, согласно применимому регулированию — закону о ценных бумагах — не может выпускать ЦФА**

доставку. Или, если вы хотите инвестировать в крупнейшего российского производителя, на сегодня это очень важно, то, пожалуйста, через 6 месяцев забирайте деньги с 25% годовых.

Я думаю, это будет актуально и в следующие годы. Потому что мы идем к тому, что всё у нас глобально будет электронно, цифровизованно. И здесь мы задумываемся о том, чтобы начать выпускать цифровые активы «в бочках». Мы обсуждаем сейчас такой новый продукт с Альфа-Банком. И это может быть не просто бочка, а еще и с геральдикой вашего рода.

На самом деле самый первый выпуск у нас был больше про пробу, про узнаваемость, про то, чтобы вообще такой продукт появился. Поэтому мы даже ставили там доходность чуть выше как некую инвестиционную составляющую. Второй и последующий выпуски мы уже ориентировались на то, что это всё-таки бутылка. И люди должны привыкнуть, что ты можешь зайти в приложение Альфа-Банка и, пожалуйста, через 5 минут тебе привезут бутылку классного и дорогого вина.

**Ирина СЕЛИХОВА,**
руководитель направления по продажам ЦФА, Альфа-Банк:

— Да, конечно, целевая конструкция — это всё-таки выход в напиток. В этом и есть, наверное, эстетика таких выпусков. Мы вообще в Альфа-Банке любим делать что-то эдакое — красивое, интересное. У инвесторов первый выпуск, и он сразу вызвал огромный интерес. Мы получили столько звонков, писем и от коллег-конкурентов Лудинга, и, собственно, от потенциальных инвесторов. Даже для наших сотрудников это был взрыв.

Это вообще о чем? Это о том, чтобы повышать культуру вина. Например, одна из позиций, которая была представлена на моей памяти просто в первом выпуске, ее невозможно купить в розничных магазинах. Но нашим инвесторам была предоставлена такая возможность.

Каждый выпуск — это про отдельный вид напитка. И когда открыли коньяк, который 410 тысяч стоит, ой, когда разберут, ой, первым разлетелся. И, кстати, именно то же было вино достаточно дорогим. Тоже ушло очень хорошо. Это не стандартная бутылка, например, не 2–3 тысячи, а что-то за 20. Тоже очень быстро ушло. Поэтому именно про характер этого инвестора, как видится, всё-таки это были ценители. Те, кто понимают.

Наши инвесторы, наши коллеги, которые работают с клиентами — физическими лицами, очень ждут российское вино. И мы вот пока готовились к сессии, тоже немножко с Диной порисовали, именно про российское вино. Запрос огромный. Будем делать.

ЦФА Лудинга просто разлетаются, но для вас можем сделать так называемый тейлор-мейд. То есть непосредственно под ваш запрос, например, вы хотите ящик коньяка по 410 тысяч, и мы тогда с Диной для вас структурируем отдельный выпуск, который будете видеть только вы, и только вы сможете его купить.

## ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ЦФА В МЕЖДУНАРОДНЫХ РАСЧЕТАХ

**Дарья ШАЛМИНА,**
бизнес-аналитик, Токеник:

— Хотела бы сразу начать с того, что, очевидно, разговор пойдет теоретический, то есть мы не проводим ВЭД, мы обычная платформа ОИС, но тем не менее хотелось бы потеоретизировать, каким образом можно было бы это сделать на одной из платформ ОИС.

Я думаю, что большинство из вас знакомы со стандартным функционалом платформы ОИС, который регламентирован Банком России. Наверное, из наиболее важного для нас я здесь бы выделила выпуск, учет ЦФА и организацию обращения. Эти цифровые права используются участниками разными способами. Можно выпустить долговое цифровое право, можно инвестировать во что-то, а с 2024 г. появилась еще одна возможность помогать участникам совершать переводы в международных расчетах.

На сегодняшний день у нас есть две крупные истории, каким образом участники борются, скажем, с санкционными препятствиями. Первая — это вовлечение третьих стран, то есть, грубо говоря, совершать трансграничные переводы, но с разрывом счетов. Второй вариант — это когда идет, скажем так, увеличение документооборота, то есть контрагенты используют различные договоры уступок требований, взаимозачетов, при этом деньги через границу не ходят, но для этого необходимо очень много и долго готовиться, делать достаточно большой закрывающий документарный период.

Каким образом решается такая история со схемой цессии? Российский импортер и российский экспортер заключают договор цессии, то есть уступки прав требований, и за это импортер расплачивается с экспортером в рублях. Дальше для того, чтобы эта схема двинулась, нужно заключить еще один договор цессии, уже между российским импортером и его контрагентом, иностранным экспортером, для того чтобы, собственно, право требования двинулось дальше за рубеж. И уже в финале иностранные участники, то есть иностранный экспортер, предъявляют требования и получают валюту по этому требованию.

В общем-то, схема достаточно простая, но, как вы видите, помимо контрактов ВЭД, здесь требуются два договора цессии, плюс еще стороны обязательно должны учесть то, что сроки исполнения должны стоять достаточно близко. Также очень многие участники в принципе не с каждым ОКВЭДом готовы работать. В общем, нюансов достаточно много.

ЦФА в теории мог бы упростить эту историю. В первую очередь вся внешняя и ненужная обвязка уходит, нет необходимости в договорах цессии, не нужно структурировать сделку до совпадения сумм, совпадения сроков, совпадения ОКВЭДов и прочего. По сути, всё, что нужно одной из сторон, — выпустить ЦФА или купить.

Если, допустим, мы начнем повествование от лица иностранного импортера, то он приобретает ЦФА на площадке или выпускает и рассчитывается ими с экспортером, так как в данный момент российское законодательство это позволяет. И таймлайн по большому счету достаточно быстрый: круг сделки может быть проведен за часы и даже минуты. Закрывающие документы формируются по факту совершения сделки, то есть в этом плане достаточно удобный инструментарий для участников ВЭД. В итоге это достаточно эффективно выглядящая система.

А теперь самая главная проблема, которая есть вообще в принципе у ОИСов на сегодняшний момент. По большому счету рынок, несмотря на все усилия Центробанка, в большей степени не осведомлен об этом инструменте. Я недавно видела статью, где говорилось о том, что ЦФА владеют порядка 100 тысяч физических лиц и порядка 150 юридических лиц. Это ничтожно мало! ВЭД-участников у нас гораздо больше, чем 150!