

Категориальное определение рынка цифровых финансовых активов в контексте сравнительного анализа с традиционным финансовым рынком

Categorical Definition of the Digital Financial Assets Market in the Context of Comparative Analysis with the Traditional Financial Market

DOI: 10.12737/2306-627X-2024-13-3-62–70

Получено: 11 июня 2024 г. / Одобрено: 15 июня 2024 г. / Опубликовано: 25 сентября 2024 г.

Ахматова Д.Р.

Аспирант, ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова», г. Москва

Akhmatova D.R.

Postgraduate Student, Plekhanov Russian University of Economics, Moscow

Аннотация

В статье впервые вводится определение «рынок цифровых финансовых активов на основе функционального подхода. Автор проводит сравнительный анализ традиционного финансового рынка и рынка цифровых финансовых активов (далее — ЦФА), который демонстрирует принципиальные отличия в структуре, процессе эмиссии и транзакционных издержках. В статье рассматриваются ключевые аспекты, включая структуру рынков и процесс эмиссии, классификацию инвесторов, налоговый и бухгалтерский учет, а также риски. Методический инструментарий исследования — сравнительный анализ. Впервые показано, что использование блокчейн-технологий в ЦФА позволяет существенно снизить издержки и ускорить процессы привлечения капитала по сравнению с традиционными финансовыми инструментами. Автором выявляются преимущества и ограничения рынка ЦФА.

Ключевые слова: цифровые финансовые активы, финансовый рынок, блокчейн, смарт-контракты, облигации, рынок капитала, финансовые технологии, инновации.

Abstract

The article introduces for the first time the definition of the "digital financial assets market" based on a functional approach. The author conducts a comparative analysis of the traditional financial market and the digital financial assets (DFA) market, which demonstrates fundamental differences in the structure, issuance process, and transaction costs. The article examines key aspects, including market structure and issuance process, investor classification, tax and accounting treatment, as well as risks. The methodological tools of the study are comparative analysis. It is shown for the first time that the use of blockchain technology in DFAs allows for a significant reduction in costs and acceleration of capital raising processes compared to traditional financial instruments. The author identifies the advantages and limitations of the DFA market.

Keywords: digital financial assets, financial market, blockchain, smart contracts, bonds, capital market, financial technologies, innovations.

1. ВВЕДЕНИЕ

Рынок ЦФА — одно из ключевых направлений развития экономики России, поддерживаемое Правительством и Банком России [1]. По оценкам Московской биржи, рынок цифровых финансовых активов ожидает рост до 33 раз к 2028 г. — с текущих 300 млрд до 5–10 трлн руб. [6]

Научную новизну и актуальность исследования подтверждает крайне ограниченное число научных работ, посвященных цифровым финансовым активам. В научной литературе отсутствуют исследования, посвященные сравнению традиционного финансового рынка и рынка ЦФА.

Под определением «традиционного финансового рынка» автор подразумевает рынок, на котором происходит перераспределение свободных денежных средств и сбережений между различными экономическими субъектами посредством совершения сделок с финансовыми инструментами: национальной и иностранной валюте в наличной форме и в виде остатков на банковских счетах, а также золотом и ценными бумагами.

Для определения категории «рынок цифровых финансовых активов» необходимо осуществить кон-

цептуальный анализ сущности цифровых финансовых активов. До принятия закона № 259-ФЗ от 31.07.2020 «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» некоторые авторы включали в данное понятие только криптовалюты [13]. В 2020 г. в законодательстве официально было закреплено понятие «цифровой финансовый актив». Согласно Закону № 259-ФЗ «цифровыми финансовыми активами признаются цифровые права, включающие денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске ЦФА». Закон отдельно выделяет гибридные ЦФА, которые представляют собой инновационное слияние цифровых финансовых активов и утилитарных цифровых прав (УЦП), предоставляющих владельцу актива право на получение товаров, услуг или выполнение конкретной работы [15]. Подобный синтез позволяет оцифровать любые физические активы, такие как драгоценные металлы, предметы искусства, газ,

нефть и др. [2]. Особенностью гибридных ЦФА является гарантированная возможность инвестора при погашении ЦФА получить физический актив или его денежный эквивалент [5].

Принятие закона послужило импульсом для научного интереса к исследованию ЦФА. Так, А.М. Туфетулов дает следующее определение, соответствующее федеральному закону: «Цифровые финансовые активы являются цифровым аналогом ценных бумаг, широко распространенных на рынке — акций, облигаций, займов, векселей и т.д. Такие активы могут являться гибридными, т.е. обеспечиваться одновременно разными активами: денежными требованиями, товарами и услугами, ценными бумагами и т.д.» [13].

С противоречащим подходу А.М. Туфетулова мнением выступает А.В. Захаркина, которая подразумевает под ЦФА «альтернативное государственной денежной единице средство платежа, которое может стать стороной в конкурентной борьбе с мировым учетным лидером — долларом». А.В. Захаркина также комментирует уровень риска: «Цифровые финансовые активы — это суперрисковые инвестиции. Их рисковый характер предопределен, в числе прочих, неконтролируемостью со стороны регулятора, технической небезупречностью» [3]. По мнению автора, такой подход является спорным, так как деятельность участников рынка цифровые финансовые активы регулируется законодательством и Банком России, а технические возможности платформ ЦФА подвергаются аудиту Банка России в процессе получения аккредитации оператора информационных систем.

Следует отметить, что в научной литературе отсутствует понятие рынка цифровых финансовых активов. Для понимания сути рынка ЦФА и механизмов его функционирования необходимо прибегнуть к анализу его функций, который позволяет проникнуть в суть процессов выпуска, обращения и обмена ЦФА, а также выявить особенности взаимодействия между различными участниками этой системы, такими как операторы информационных систем и операторы обмена ЦФА.

Функции рынка цифровых финансовых активов:

- обеспечение ликвидности: рынок ЦФА предоставляет возможность покупки и продажи цифровых активов, обеспечивая ликвидность для участников рынка [6];
 - ценообразование: рынок ЦФА позволяет участникам определять ставки доходности актива в зависимости от спроса и предложения;
 - обмен: рынок ЦФА обеспечивает механизм купли-продажи цифровых активов между участниками;
 - предоставление информации: рынок ЦФА является источником информации о текущих ценах, объемах торгов и других ключевых параметрах цифровых активов, что помогает участникам рынка принимать информированные решения;
 - формирование ценностных оценок: рынок ЦФА способствует формированию ценностных оценок цифровых активов на основе ожиданий инвесторов, фундаментального анализа и других факторов [12];
 - регулирование рыночных процессов: рынок ЦФА может быть объектом регулирования со стороны государственных органов или саморегулируемых организаций с целью обеспечения порядка, защиты инвесторов и предотвращения манипуляций [4];
 - создание инвестиционных возможностей: рынок ЦФА предоставляет инвесторам возможность разнообразить свой инвестиционный портфель за счет вложений в цифровые активы и получения доступа к новым инвестиционным возможностям [9];
 - развитие финансовых инноваций: рынок ЦФА способствует развитию и внедрению финансовых инноваций, таких как блокчейн-технологии, смарт-контракты и децентрализованные финансовые приложения.
- Таким образом, в рамках функционального подхода, с учетом рассмотренных функций рынка ЦФА, можно сделать следующие выводы.
1. *Схожесть с традиционными финансовыми рынками.* Рынок ЦФА во многом выполняет аналогичные функции, что и традиционные финансовые рынки, такие как обеспечение ликвидности, ценообразование, организация торговых механизмов, предоставление информации и формирование ценностных оценок.
 2. *Расширение инвестиционных возможностей.* Рынок ЦФА открывает для инвесторов новые возможности для диверсификации инвестиционных портфелей за счет доступа к нетрадиционным финансовым активам и инструментам.
 3. *Роль в развитии финансовых инноваций.* Функционирование рынка ЦФА способствует развитию и внедрению прорывных финансовых технологий, таких как блокчейн, смарт-контракты и децентрализованные финансовые приложения [2].
 4. *Интеграция с традиционной финансовой системой.* По мере развития рынка ЦФА можно ожидать его более тесную интеграцию с традиционными финансовыми рынками, что позволит создавать новые гибридные финансовые инструменты и расширять инвестиционные возможности.

На основании вышеизложенного автором предлагается следующее определение рынка ЦФА. Рынок цифровых финансовых активов — это совокупность экономических отношений между заинтересованными сторонами по поводу эмиссии и обращения цифровых финансовых активов, базирующихся на технологии блокчейн, обеспечивающих ликвидность, ценообразование и обмен активов, предоставление информации, формирование ценностных оценок, регулирование рыночных процессов, создание инвестиционных возможностей и развитие финансовых инноваций.

Таким образом, ЦФА объединяет свойства традиционных финансовых инструментов, а также обладает рядом исключительных параметров, которые не характерны для рынка ценных бумаг.

2. МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Эмпирическую базу исследования составляют данные Центрального банка России, информационного агентства *Cbonds*. Работа проведена на основании сбора и обобщения (метод синтеза), систематизации (системный метод) и сравнительного анализа (комплексный и сравнительно-аналитический методы) материалов, полученных из официальных информационных ресурсов, иных источников информации, в том числе нормативных правовых актов.

3. РЕЗУЛЬТАТЫ

Современный финансовый рынок претерпевает значительные изменения, связанные с развитием цифровых технологий. Традиционный финансовый рынок доминировал на протяжении десятилетий, однако появление цифровых финансовых активов может изменить эту тенденцию. ЦФА могут стать прямым «конкурентом» традиционных активов и быть совершенно новым финансовым инструментом с уникальным набором параметров, отвечающим запросам цифрового мира.

Для сравнения традиционного финансового рынка и рынка ЦФА автором предлагается провести анализ в разрезе следующих аспектов:

- 1) структура рынка и процесс эмиссии;
- 2) классификация инвесторов;
- 3) налоговый учет и бухгалтерский учет;
- 4) риски.

Рассмотрим подробнее каждый раздел.

1. Структура рынка и процесс эмиссии.

Основным отличием ЦФА от традиционных инструментов является наличие смарт-контракта, программы, которая обеспечивает автоматическое исполнение обязательств и договоренностей по циф-

ровым финансовым активам и сделкам с ними [2]. На рис. 1 представлено схематическое изображение структуры рынка ЦФА, которое наглядно иллюстрирует простоту и прозрачность взаимодействия между его участниками. Во всех операциях с ЦФА, выпуске, купле-продаже, обмене и погашении участвуют всего пять субъектов: оператор информационных систем (далее — ОИС), оператор обмена, Центральный банк России, эмитент и инвестор [4].

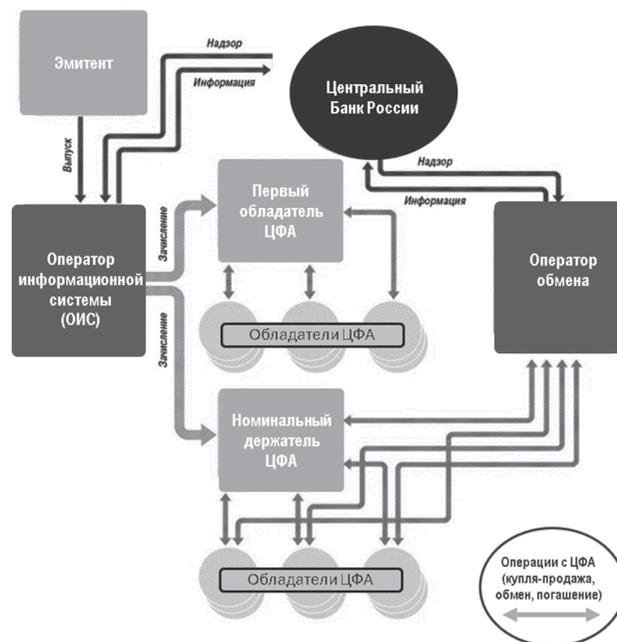


Рис. 1. Взаимодействие между участниками рынка ЦФА
Составлено автором.

На традиционном рынке структура участников выглядит значительно сложнее и включает в среднем 8–9 посредников (рис. 2). Благодаря использованию смарт-контракта на рынке ЦФА полностью или частично поглощаются функции следующих участников традиционного финансового рынка:

- НРД и Московская биржа: предоставляют инфраструктуру как для выпуска инструмента, так и для осуществления расчетов;
- управляющие компании эмитента: замещены ЦФА в учете обязательств и работе с задолженностью;
- брокеры: ЦФА предоставляют инвесторам доступ к инструменту, заменяя брокеров в этой функции;
- андеррайтер: ЦФА исключают посредников за счет технологии блокчейн и позволяют эмитентам напрямую привлекать средства от инвесторов;
- сервисный агент: ЦФА выполняются задачи по учету активов, сбору и перенаправлению платежей, а также работе с задолженностью;

- представитель владельцев облигаций, аудитор, рейтинговое агентство: при выпуске ЦФА наличие рейтинга не является обязательным условием, допуск эмитента обеспечивается в соответствии с внутренними правилами скоринга каждой платформы;
- расчетный агент: транзакции между покупателем и продавцом обеспечиваются в ЦФА с помощью смарт-контракта [16].



Рис. 2. Взаимодействие между участниками облигационного рынка

Составлено автором.

Эмиссия и обращение ЦФА осуществляется через одного ключевого участника — ОИС. Для выпуска ЦФА эмитенту не требуется, как в случае с ценными бумагами, проходить множество процедур, длящихся до четырех месяцев. Процесс эмиссии ЦФА в среднем занимает от трех дней до месяца и включает следующие этапы:

- подготовка к размещению ЦФА: определение целевых параметров размещения и разработка решения о выпуске ЦФА;
- публикация решения о выпуске ЦФА: решение публикуется на сайте ОИС, после публикации инвесторам предоставляется оферта на приобретение ЦФА;
- аукцион размещения: инвесторы представляют заявки на покупку ЦФА и вносят свои средства на специальный счет, аналогичный эскроу-счетам;
- выпуск ЦФА: распределение ЦФА согласно заявкам между инвесторами в случае набора минимального установленного значения объема, перевод средств на счет эмитента, списание со счета суммы комиссии платформы, зачисление ЦФА на кошельки инвесторов;
- публикация уведомления о результатах выпуска ЦФА: решение публикуется на сайте ОИС [17].

В процессе выпуска ЦФА задействованы только эмитент и инвестор (рис. 3). Услуги всех посредников, необходимых для выпуска традиционных инструментов, обращающихся на классическом финансовом рынке, полностью заменяет блокчейн-платформа ОИС [11].



Рис. 3. Схема выпуска ЦФА [11]

Противоположной является ситуация на традиционном рынке, где процесс эмиссии включает ряд процедур, которые можно разделить на несколько этапов:

1) *подготовительный этап*. Регистрация программы. Данный этап включает процедуры допуска инструмента на биржу и является самым трудоемким и длительным для дебютного эмитента. Сначала эмитент выбирает организаторов сделки и определяет их роли, при необходимости выбирается юридический консультант для более сложных сделок. Далее уточняются структура сделки и параметры программы. Обычно на этом этапе эмитенту помогает один организатор, а синдикат организаторов формируется позже. Для допуска на рынок эмитент проходит процедуру представления презентации и других документов, а также проходит интервью. Параллельно начинается подготовка программы и проспекта, включая сбор информации внутри компании для формирования необходимых документов. На этом этапе также происходит подготовка аудированной финансовой отчетности за предшествующие три года и аудит РСБУ за тот же период. Также ведутся процессы заключения договоров с центральным депозитарием, настройки личных кабинетов, подготовки корпоративного управления, получения рейтинга и другие. После подготовки программа и проспект подписываются уполномоченным лицом и подаются на регистрацию на финансовом рынке. Пока документы проходят регистрацию, завершаются остальные подготовительные процессы. Успешное включение выпуска в котировальный список позволяет расширить круг потенциальных инвесторов. Основные процессы подготовки могут занимать разное время, от нескольких месяцев до нескольких лет, в зависимости от конкретных условий и требований [8]. Стоит отметить, что подобного этапа при

эмиссии ЦФА нет, в виду отсутствия в действующем Законе № 259-ФЗ требований к процедуре регистрации эмитента в информационной системе, а также требований в части оценки надежности эмитента;

2) *размещение выпуска в рамках программы*. На данном этапе после успешной регистрации программы, стартует интенсивный маркетинг и продажи. В сотрудничестве с организаторами уточняются базовые параметры выпуска, и запускается *road-show*, включающий премаркетинг, презентации и встречи с потенциальными инвесторами, что для дебютного размещения требует примерно месяца. Регистрация отдельного выпуска в рамках программы может быть проведена предварительно, до начала *road-show*, или одновременно с ним, при соблюдении срока регистрации в семь рабочих дней. Одновременно с регистрацией происходит листинг. После завершения *road-show* определяется дата книги, когда инвесторы выражают свои намерения об участии в размещении. По результатам закрытия книги определяется ставка купона и объем выпуска в зависимости от спроса и потребностей эмитента. После этого завершаются технические процедуры по подготовке к размещению и через 1–2 дня начинается сам процесс размещения — проведение расчетов на рынке и передача облигаций первым владельцам [8] (рис. 4).

Общая сумма затрат по выпуску биржевых облигаций (согласно графику на рис. 4) объемом до 1 млрд руб. составляет 11–23 млн руб. [8] При этом большую часть расходов составляет комиссия андеррайтера или организатора размещения, на втором месте — затраты на маркетинг (рис. 5) [17].

На рынке ЦФА каждый оператор определяет самостоятельно свои тарифы. Средняя комиссия по

выпуску составляет 0,9% годовых при объеме выпуска до 1 млрд руб., что в денежном эквиваленте не превышает 9 млн руб. и включает единоразово все эмиссионные расходы.

Таким образом, сокращение посредников и транзакционных издержек позволяет уменьшить расходы на эмиссию в 2 раза и ускорить процесс привлечения капитала в 40 раз;

3) *классификация инвесторов*.

Приобретение цифровых финансовых активов, как и на рынке ценных бумаг, предполагает определенные ограничения, установленные Указанием Банка России от 25.11.2020 № 5635-У. На рынке ЦФА только квалифицированным инвесторам доступны следующие активы:

- ЦФА выпущены в иностранных информационных системах;
- ЦФА предусматривают возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, прав требования передачи эмиссионных ценных бумаг;
- ЦФА не ограничены сроком исполнения обязательств эмитентом;
- ЦФА, по которым выплаты зависят от наступления или ненаступления события [14].

Для неквалифицированных инвесторов доступны такие активы, как гибридные ЦФА (например, цифровые бонды), акции голубых фишек и активы с высоким уровнем риска, за исключением тех, которые доступны только квалифицированным инвесторам [14].

На традиционном рынке квалифицированным инвесторам доступны все виды инвестиционных инструментов, в том числе ценные бумаги и производные финансовые инструменты, выпущенные в не-

№	Основные укрупненные этапы	Ориентировочные сроки, недели														
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	Заклучение договора с организатором															
2	Разработка концепции эмиссии облигационного займа															
3	Прохождение процедуры КУС биржи															
4	Заклучение договоров															
5	Работа с рейтинговым агентством по получению рейтинга															
6	Подготовка эмиссионной документации															
7	Согласование эмиссионной документации биржей															
8	Регистрация эмиссионной документации биржей															
9	Подготовка аналитических материалов организатором															
10	Маркетинговые мероприятия (взаимодействие с инвесторами)															
11	Размещение облигационного займа и перечисление средств эмитенту															
12	Уведомление/отчет об итогах выпуска облигационного займа															
13	Вторичное обращение облигационного займа															

Рис. 4. Процесс эмиссии на рынке ценных бумаг

Составлено автором.

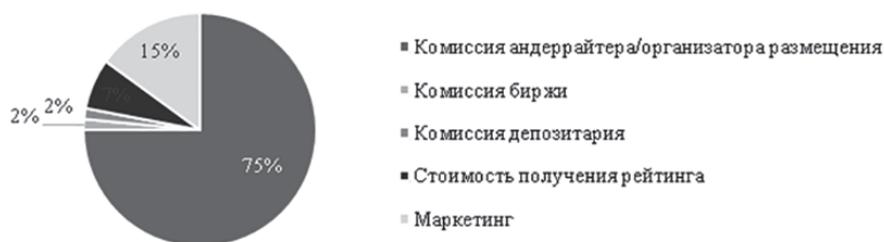


Рис. 5. Структура расходов на облигационном рынке

Составлено автором.

дружественных государствах. Для неквалифицированных инвесторов доступны такие активы, как еврооблигации, акции иностранных эмитентов, обращающиеся в России, а также российские и иностранные депозитарные расписки на ценные бумаги иностранных компаний.

Ограничение на покупку активов для неквалифицированных инвесторов составляет 600 000 руб. в год как на рынке ЦФА, так и на традиционном рынке [14].

Критерии получения статуса квалифицированного инвестора на рынке ЦФА и традиционном рынке совпадают. Требуется соответствие одному из следующих признаков:

- владение активами на сумму от 6 млн руб. (учитываются денежные средства и ценные бумаги);
- совершение сделок с ценными бумагами на сумму от 6 млн руб. (за последние четыре завершённых квартала);
- опыт работы в организации, которая специализируется на ценных бумагах;
- высшее образование или квалификационный аттестат в области финансов [14];

4) налоговый и бухгалтерский учет.

Правила налогообложения ЦФА аналогичны правилам налогообложения операций с ценными бумагами и финансовыми инструментами, которые не обращаются на рынке. Инвесторы ЦФА обязаны уплачивать налог на прибыль в размере 13% от дохода, полученного от эмитента ЦФА (при превышении налогооблагаемой базы более 5 млн руб. в год ставка увеличивается до 15%). Для иностранных компаний ставка налога на прибыль составляет 15%.

Налогообложение операций с ЦФА налогом на доходы физических лиц (НДФЛ) также осуществляется по правилам, сходным с правилами налогообложения обращающихся ценных бумаг. Доходы физических лиц облагаются НДФЛ в размере 13%. При этом важно, что операции с ЦФА исключены из налогообложения НДС, как и операции с ценными бумагами [10]. Операторы информационных

систем могут выступать в качестве налоговых агентов для физических лиц, что освобождает инвесторов от необходимости самостоятельной уплаты налогов.

Открытым вопросом является сфера налогового регулирования внешнеэкономических операций с ЦФА. Так, наибольшим потенциалом для внедрения ЦФА в качестве средства платежа в международных расчётах являются страны, в отношении которых действуют соглашения об избежании двойного налогообложения (далее — СИДН). Однако на текущий момент нет однозначной позиции регулятора, какая статья СИДН применима к выплатам по ЦФА. При этом наличие действующего (не приостановленного) СИДН между РФ и юрисдикцией регистрации эмитента или инвестора не означает автоматическую возможность его применения. Требуется сбор необходимого пакета документов для подтверждения фактического права на получаемый доход, для отдельных юрисдикций необходимы дополнительные проверки.

Также неоднозначной является ситуация относительно бухгалтерского учета. В отличие от рынка ценных бумаг, где учет строго регламентирован и ведется на счете 58 «Финансовые вложения» (Приказ Минфина от 31.10.2000 № 94н) в соответствии с Положением по бухгалтерскому учету «Учет финансовых вложений» ПБУ 19/02, Приложение к приказу Минфина РФ № 126н от 10.12.2002 «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Учет финансовых вложений ПБУ 19/02» (ПБУ 19/02), на рынке ЦФА в настоящее время отсутствуют законодательные нормы и федеральные стандарты бухгалтерского учета, которые бы прямо регулировали порядок учета операций с ЦФА [7]. Рекомендации по проведению аудита годовой бухгалтерской отчетности организаций за 2023 г. предлагают учитывать обязательства у эмитентов ЦФА аналогично порядку учета обязательств, обусловленных аналогичными правами, которые удостоверяются без внесения (изменения) записей в информационные системы. В связи с этим рекомендуется проводить квалификацию операций

с ЦФА у эмитента для целей бухгалтерского учета на индивидуальной основе, учитывая конкретные условия и параметры такого инструмента, установленные в решении о выпуске ЦФА;

5) *риски*.

ЦФА, как и ценные бумаги, являясь инвестиционными инструментами, подвержены рискам. Среди факторов риска инвесторов, характерных для обоих типов рынка, можно выделить следующие:

- кредитный риск представляет вероятность невыполнения эмитентом активов своих обязательств, включая невыплату купонов или непогашение номинала, что может стать причиной наступления дефолта. При этом стоит подчеркнуть, что на рынке ЦФА уровень риска гораздо выше в связи с отсутствием критериев по недопуску эмитента на платформу, в Законе № 259-ФЗ отсутствуют положения, ограничивающие права эмитента на участие в эмиссии;
- риск процентных ставок, связанный с риском изменения цены актива в результате изменения ставки ЦБ РФ;
- риск реинвестиций, противоположный риску процентных ставок, заключается в повышении привлекательности ранее выпущенных облигаций над новыми в связи с уменьшением процентных ставок;
- ценовой риск возникает в связи с неблагоприятным изменением цен;
- инфляционный риск возникает, когда доходность облигации оказывается ниже уровня инфляции;
- валютный риск связан с неопределенностью курса валюты и трудностью прогнозирования доходности в другой валюте;
- риск ликвидности связан с возможностью финансовых потерь при продаже цифровых финансовых активов из-за сложностей в их реализации по ожидаемой цене в связи с отсутствием достаточного спроса на эти активы. Риск ликвидности ЦФА гораздо выше риска традиционных активов в связи с отсутствием надежного механизма вторичного обращения ЦФА.

Среди характерных только для инвесторов рынка ЦФА рисков можно выделить следующие:

- *правовой риск*. На сегодняшний день отсутствует правоприменительная практика по спорам в сфере ЦФА, что создает правовую неопределенность и поднимает вопросы об эффективности юридических механизмов разрешения конфликтов и защиты интересов сторон;
- **риск безопасности**. Недостаточная разнообразность и развитие инструментария смарт-контрактов, включая отсутствие репозитория для прове-

дения аудита, создает риски в области безопасности и надежности сделок, что может привести к потере доверия участников рынка;

- *методологический риск*. Отсутствие методологии отражения ЦФА в бухгалтерском учете эмитентов и инвесторов создает неопределенность и сложности в финансовой отчетности, что, в свою очередь, затрудняет оценку и управление рисками.

Необходимо подчеркнуть, что ОИС и операторы обмена несут только репутационные риски. По аналогии с традиционным рынком, ответственность за дефолт несет только эмитент.

Таким образом, можно отметить схожесть рисков традиционного рынка и рынка ЦФА для инвесторов, при этом характерность более высокого уровня кредитного риска и риска ликвидности для ЦФА, а также наличие правовых и методологических факторов и риски в области безопасности и надежности сделок.

Проведенный сравнительный анализ цифровых финансовых активов и традиционных финансовых инструментов свидетельствуют о ряде преимуществ ЦФА как для эмитентов, так и для инвесторов.

Так, к значимым преимуществам ЦФА над ценными бумагами и иными классическими финансовыми активами можно отнести следующие факторы:

а) срок проведения эмиссии сокращается с нескольких месяцев до нескольких дней, начиная от момента принятия решения до завершения поступления средств на счет;

б) издержки на организацию проведения выпуска ЦФА минимальны и включают в себя отсутствие комиссий со стороны банков, организаторов выпуска и андеррайтеров при привлечении финансирования, что согласно стандартам облигаций может составлять от 1% до 3% от общего объема выпуска;

в) гибкий дизайн инструмента позволяет осуществлять выпуск ЦФА на произвольный срок, начиная от одного дня и до бесконечности, а также на различные виды долга, включая договоры поставки товаров или предоставления услуг, обеспечивая возможность введения разнообразных условий;

г) внесение изменений в базу данных задним числом оказывается невозможным в силу фиксации перехода прав на ЦФА в блокчейне, что обеспечивает надежность и неизменность данных.

При этом существует ряд сдерживающих факторов, ограничений, которые требуют внимания регулятора и ОИС:

а) отсутствие методологии отражения ЦФА в бухгалтерском учете эмитентов и инвесторов представляет значительный недостаток, создавая неопределенность и сложности в финансовой отчетности, что

в свою очередь затрудняет оценку и управление рисками;

б) недостаточное развитие ликвидного вторичного рынка для ЦФА ограничивает возможности инвесторов по обмену и реализации своих активов, что в конечном итоге снижает привлекательность данного инвестиционного инструмента;

в) отсутствие правоприменительной практики по спорам в сфере цифровых финансовых активов создает правовую неопределенность и поднимает вопросы об эффективности юридических механизмов разрешения конфликтов и защиты интересов сторон [9];

г) недостаточная разнообразность и развитие инструментария смарт-контрактов, включая отсутствие репозитория для проведения аудита, создает риски в области безопасности и надежности сделок, что может привести к потере доверия участников рынка;

д) вопросы к необходимому уровню децентрализации блокчейн-решений поднимают существенные аспекты по эффективности и устойчивости системы, требуя дополнительных исследований и разработок для определения оптимальных стратегий;

е) присутствие регуляторного арбитража с ценными бумагами, особенно в части налогообложения, становится фактором неопределенности для инвесторов, создавая необходимость в разработке прозрачных и единообразных правил учета финансовых результатов по ЦФА в общей налогооблагаемой базе с ценными бумагами.

4. ОБСУЖДЕНИЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, автором был осуществлен анализ функций рынка цифровых финансовых активов и впервые дано его определение. В ходе сравнения традиционного финансового рынка и рынка ЦФА автором были проанализированы структура рынков и процесс эмиссии, классификация инвесторов, на-

логовый учет и бухгалтерский учет, риски, а также сделаны выводы о преимуществах и ограничениях рынков.

На основе вышеизложенного можно заключить, что блокчейн является основной причиной различия рынков. Благодаря данной технологии:

- происходит сокращение посредников и транзакционных издержек, которое позволяет уменьшить расходы на эмиссию в 2 раза и ускорить процесс привлечения капитала в 40 раз;
- у эмитентов появляется инновационный и быстрый инструмент привлечения финансирования, который позволяет снизить транзакционные издержки и реализовать уникальные кейсы, связанные с выпуском новых типов активов или проведением более тонкой настройки параметров существующих продуктов на традиционном рынке;
- инвесторы получают доступ к альтернативным активам с широкой вариативностью параметров (по сроку, доходности, базовому активу и др.), многие из которых недоступны на классических рынках.

В то же время существенным преимуществом традиционного рынка ценных бумаг в отличие от рынка ЦФА является проработанность налогового регулирования и бухгалтерского учета. Так, на сегодняшний день отсутствуют законодательные нормы и федеральные стандарты бухгалтерского учета, которые бы прямо регулировали порядок учета операций с ЦФА, как и положения налогового учета ЦФА с международными расчетами. Среди ограничений также можно выделить: отсутствие вторичного рынка, отсутствие одного окна к сделкам с ЦФА от разных ОИС, отсутствие судебной практики, правоприменения, недостаточное регулирование налогообложения по ЦФА в качестве средства платежа в международных расчетах и отсутствие методологии учета ЦФА.

Литература

1. Банк России. Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации // Банк России. — URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/141991/Consultation_Paper_07112022.pdf (дата обращения: 01.09.2024).
2. Есипов А.В. Блокчейн, криптовалюты и возможные направления развития банковских технологий [Текст] / А.В. Есипов // Ученые записки Международного банковского института. — 2018. — № 1. — С. 120–126.
3. Захаркина А.В. Основы цивилистической теории цифровых финансовых активов [Электронный ресурс] // Вестник Пермского университета. Юридические науки. — 2022. — № 57.
4. Кошелев К.А. Тенденции развития рынка цифровых финансовых активов в контексте цифровой трансформации мировой экономики [Текст] / К.А. Кошелев // Финансы: теория и практика. — 2022. — № 26(4). — С. 80–94.

References

1. Bank of Russia. Development of the digital assets market in the Russian Federation // Bank of Russia. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/141991/Consultation_Paper_07112022.pdf (accessed: 01.09.2024).
2. Esipov A.V. Blockchain, cryptocurrencies, and potential directions for the development of banking technologies // Scientific Notes of the International Banking Institute. 2018, no. 1, pp. 120–126.
3. Zakharkina A.V. Foundations of civil theory of digital financial assets / A.V. Zakharkina. Text: electronic // Bulletin of Perm University. Legal Sciences. 2022, no. 57.
4. Koshelev K.A. Trends in the development of the digital financial assets market in the context of digital transformation of the global economy // Finance: Theory and Practice, 2022, no. 26(4), pp. 80–94.

5. Милош Д.В. Перспективы развития цифровых финансовых активов [Текст] / Д.В. Милош, В.П. Герасенко // Экономический вестник университета. Сборник научных трудов ученых и аспирантов. — 2020. — № 44.
6. Мосбиржа ожидает взрывного роста рынка ЦФА // Ведомости. — URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2024/03/26/1027931-mosbirzha-ozhidaet-vzrivnogo-rosta-rinka-tsfa> (дата обращения: 01.09.2024).
7. Приказ Минфина РФ от 10 декабря 2002 г. № 126н «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету "Учет финансовых вложений ПБУ 19/02"» (с изменениями и дополнениями). — URL: <https://base.garant.ru/12129387> (дата обращения: 01.09.2024).
8. Процесс подготовки эмиссии облигаций [Электронный ресурс] // Московская биржа. — URL: <https://bondguide.moex.com/articles/bond-preparation-process/6> (дата обращения: 01.09.2024).
9. Прохоров В.В. Цифровые финансовые активы как основа государственно-частного партнерства [Текст] / В.В. Прохоров, В.И. Пантелеев // Вестник Алтайской академии экономики и права. — 2019. — Ч. 2. — № 3. — С. 150–154.
10. Романова И.В. Цифровая валюта и ЦФА: вопросы бухгалтерского учета и налогообложения [Текст] / И.В. Романова, Н.А. Бердникова // Финансовый бизнес. — 2023. — № 11. — С. 255–258.
11. SBER CIB. Введение в ЦФА [Электронный ресурс] // Тинькофф журнал. — URL: <https://journal.tinkoff.ru/media/sber-cib-vvedenie-v-tsifrovye-finansovye-aktivy.jqxtzfe9sauk.pdf> (дата обращения: 01.09.2024).
12. Спильниченко В.К. Теоретико-практический анализ российских цифровых финансовых активов [Текст] / В.К. Спильниченко // Вестник РГГУ. Серия «Экономика. Управление. Право». — 2023. — № 2. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/teoretiko-prakticheskii-analiz-rossiyskih-tsifrovyyh-finansovyh-aktivov> (дата обращения: 18.03.2024).
13. Туфетулов А.М. ЦФА: сущность и перспективы на финансовом рынке [Текст] / А.М. Туфетулов, А.А. Абдуллин // Экономические науки. — 2022. — № 12. — Ч. 1. — С. 58–62.
14. Указание Банка России от 25.11.2020 № 5635-У «О признаках цифровых финансовых активов...» — URL: <https://base.garant.ru/400128012> (дата обращения: 01.09.2024).
15. Федеральный закон «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31.07.2020 № 259-ФЗ. — URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753 (дата обращения: 01.09.2024).
16. Цупиков А.Н. Роль банка России в правовом регулировании выпуска и обращения цифровых финансовых активов [Текст] / А.Н. Цупиков // Евразийская адвокатура. — 2023. — № 1.
17. Playbook Atomyze. ЦФА [Электронный ресурс] // Атомайз. URL: <https://xn--80a3bf.xn--p1ai/library/Playbook-CFA-Atomyze> (дата обращения: 01.09.2024).
5. Milosh D.V., Gerasenko V.P. Prospects for the development of digital financial assets // Economic Bulletin of the University. Collection of scientific papers of scholars and post-graduates. 2020. No. 44.
6. Moscow Exchange expects explosive growth in the DFA market // Vedomosti. URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2024/03/26/1027931-mosbirzha-ozhidaet-vzrivnogo-rosta-rinka-tsfa> (accessed: 01.09.2024).
7. Order of the Ministry of Finance of the Russian Federation dated December 10, 2002 N 126n "On the approval of the Regulation on accounting for financial investments PBU 19/02" (with amendments and additions). URL: <https://base.garant.ru/12129387> (accessed: 01.09.2024).
8. Bond issuance preparation process. Text: electronic // Moscow Exchange. URL: <https://bondguide.moex.com/articles/bond-preparation-process/6> (accessed: 01.09.2024).
9. Prokhorov V.V., Pantelev V.I. Digital financial assets as a basis for public-private partnership // Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law. 2019, pt. 2, no. 3, pp. 150–154.
10. Romanova I.V., Berdnikova N.A. Digital currency and DFAs: issues of accounting and taxation // Financial Business. 2023, no. 11, pp. 255–258.
11. SBER CIB. Introduction to DFAs. Text: electronic // Tinkoff Journal. URL: <https://journal.tinkoff.ru/media/sber-cib-vvedenie-v-tsifrovye-finansovye-aktivy.jqxtzfe9sauk.pdf> (accessed: 18.03.2024).
12. Spilnichenko V.K. Theoretical and practical analysis of Russian digital financial assets // Bulletin of the Russian State University for the Humanities. Series "Economics. Management. Law." 2023, no. 2. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/teoretiko-prakticheskii-analiz-rossiyskih-tsifrovyyh-finansovyh-aktivov> (accessed: 18.03.2024).
13. Tufetulov, A.M., Abdullin, A.A. DFAs: essence and prospects in the financial market // Economic Sciences. 2022, no. 12, pt. 1, pp. 58–62.
14. Instruction of the Bank of Russia dated 25.11.2020 No. 5635-U "On the signs of digital financial assets..." URL: <https://base.garant.ru/400128012> (accessed: 01.09.2024).
15. Federal Law "On Digital Financial Assets, Digital Currency, and Amendments to Certain Legislative Acts of the Russian Federation" dated 31.07.2020 No. 259-FZ. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753 (accessed: 01.09.2024).
16. Tsupikov A.N. The role of the Bank of Russia in the legal regulation of the issuance and circulation of digital financial assets // Eurasian Advocacy. 2023, no. 1.
17. Playbook Atomyze. DFAs. Text: electronic // Atomyze. URL: <https://xn--80a3bf.xn--p1ai/library/Playbook-CFA-Atomyze> (accessed: 01.09.2024).