

УДК 336.76

**Мордашев Юрий Вячеславович**

бакалавр направления подготовки  
«Экономика и финансы»  
Финансовый университет при Правительстве  
Российской Федерации  
Москва, Россия  
211280@edu.fa.ru

**ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ, ПРОБЛЕМЫ И  
ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА  
ТОКЕНИЗИРОВАННЫХ ДРАГОЦЕННЫХ  
МЕТАЛЛОВ И КАМНЕЙ В РОССИИ <sup>1</sup>**

**Аннотация**

В статье рассматривается текущее состояние и перспективы рынка токенизированных драгоценных металлов и камней в России. Проведен анализ вопросов выпуска и обращения цифровых активов, роли операторов информационных систем. Рассмотрена статистика и особенности отдельных выпусков ЦФА и ГЦП, являющихся российскими аналогами токенов, на драгоценные металлы. Несмотря на выявленный быстрый рост рынка цифровых активов, обнаружено сохраняющееся ограниченное применение токенизации, проявляющееся в адресности, пробном характере и малых объемах выпусков, что обусловлено среди прочего фрагментацией рынка, налоговыми и юридическими проблемами, а также недостатком понимания нового финансового инструмента. Сделан вывод о том, что при решении данных проблем рынок токенизированных драгоценных металлов и камней может динамично развиваться, предоставляя его участникам обеспечиваемые токенами удобство и новые возможности.

**Ключевые слова:**

токенизация, цифровые финансовые активы, драгоценные металлы, гибридные цифровые права, операторы информационных систем

**Yury V. Mordashev**

Bachelor of Science in Economics and Finance  
Financial University under the Government  
of the Russian Federation  
Moscow, Russia

**THE CURRENT STATE, PROBLEMS AND  
PROSPECTS OF THE TOKENIZED PRECIOUS  
METALS AND STONES MARKET IN RUSSIA**

**Abstract**

The article examines the current state and prospects of the tokenized precious metals and stones market in Russia. The analysis of the issues of the issue and circulation of digital assets, the role of information system operators, the statistics and features of individual issues of DFA and HDR, which are Russian analogues of tokens, for precious metals are considered. Despite the revealed rapid growth of the digital asset market, the continued limited use of tokenization was found, manifested in targeting, trial nature and small volumes of issues, due, among other things, to market fragmentation, tax and legal problems, as well as a lack of understanding of the new financial instrument. It is concluded that after solving these problems, the tokenized precious metals and stones market will be able to develop dynamically, providing its participants with the convenience and new opportunities provided by tokens, including the use of DFA and HDR for cross-border payments.

**Keywords:**

tokenization, digital financial assets, precious metals, hybrid digital rights, information system operators

Токенизация может применяться к самому широкому диапазону объектов и активов, в том числе и к металлам, драгоценным камням и другим сырьевым ресурсам. Потенциально она может предложить как эмитентам, так и инвесторам ряд интересных возможностей, обладая своими специфическими преимуществами. Однако, как и любое другое новшество, токенизация может нести за собой

<sup>1</sup> Научный руководитель: Маняхин Тимофей Викторович, к.э.н., доцент Департамента финансовых рынков и финансового инжиниринга, Финансовый университет при Правительстве РФ

определённые риски и иметь неочевидные недостатки. Тем не менее интерес к токенизированным активам не утихает, а в СМИ постоянно возникают их упоминания. В таких условиях становится актуальным глубокое изучение этого нового финансового инструмента с учётом его плюсов и минусов, а также прогнозирование возможных дальнейших тенденций его развития. Для эмитентов такой анализ может быть полезен с точки зрения определения дальнейших шагов в своей программе по привлечению финансирования, а для инвесторов – для оценки рисков и выработки решений по вложению денежных средств.

Токенизация различных активов в России в целом по сущности равна выпуску цифровых финансовых активов (ЦФА), утилитарных цифровых прав (УЦП) или гибридных цифровых прав (ГЦП) на них, поэтому будем использовать эти термины в качестве условных синонимов токена.

На текущем этапе происходит активное развитие и продолжение становления рынка ЦФА в России. Законодательная база, регулирующая вопросы выпуска и обращения токенизированных активов, появилась в России только в 2019–2020 гг. и продолжает модернизироваться. При этом до 2022 года, как отмечают эксперты, интерес к ЦФА как инвестиционному инструменту был всё ещё довольно малым. Так, в 2022 г. было осуществлено выпусков ЦФА в объёме всего 2 миллиардов рублей. В то же время по итогам 2023 г. ожидается, что объём выпуска составит уже 50-60 миллиардов (рис. 1).

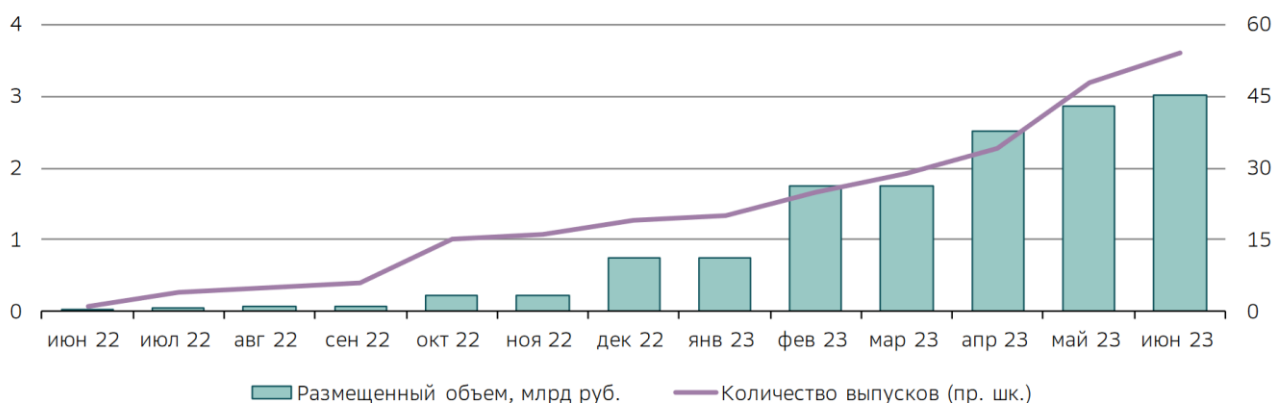


Рисунок 1 – Динамика рынка ЦФА к началу июня 2023 г.

Источник: исследование SberCIB [6, С. 9]

По состоянию на ноябрь 2023 г. этот показатель, по оценкам SberCIB, составил уже примерно 44 миллиарда. То есть потенциальный рост рынка ЦФА всего за 1 год может произойти в 25–30 раз. В то же время количественно это пока всего лишь 160

выпусков и не более 200 за год, большинство из которых носят тестовый характер [7, С. 3]. Однако увеличение интереса к данному явлению подтверждается и большим участием самых различных профессиональных участников, расширением их количества. Например, это прослеживается в динамике количества участников, выполняющих функции операторов информационных систем (необходимых посредников в процессе выпуска и обращения ЦФА в России по закону). Если в начале 2022 г. это был только один субъект – платформа «Atomyze», то сейчас их больше 10, причём многие из них аффилированы с крупными российскими банками (Сбер, Альфа банк) или даже с государственными ведомствами (в случае платформы «Мастерчейн») [7, С. 4].

Другой вопрос обстоит с тем, насколько данные выпуски ЦФА в России соответствуют идее именно токенизации. Как показывает статистика, до 90% от объёмов выпуска ЦФА – это финансовые инструменты на базовое денежное требование, и, хотя оно может быть связано и с материальными активами, здесь данные ЦФА по сути более близки к обычным облигационным займам. Тем не менее токенизация драгоценных металлов и камней (или реальных активов в целом) в России тоже присутствует, но здесь ситуация пока далеко не столь позитивная: объёмы гораздо меньше и составляют очень малые доли от общей стоимости выпусков (выпуски таких ЦФА или ГЦП не превышают 5-10% от всех выпусков) [2].

В отношении токенизации драгоценных металлов, однако, начали прослеживаться и положительные тенденции. За последний год увеличилось разнообразие выпускаемых инструментов. Например, в ноябре 2023 г. на платформе «Atomyze» произошёл первый и единственный в России выпуск ГЦП (гибридного цифрового права) от Росбанка на золото, объединяющего возможности ЦФА и утилитарного цифрового права. По нему инвесторы впервые могли получить возможность выбора способа погашения цифрового актива: погашение либо путём выплаты денежной альтернативы стоимости базового актива на дату экспирации, либо путём прямой передачи самого золотого слитка (или его части). При покупке они также получали дисконт от текущей цены золота в 2%. Но стоит учитывать и другую особенность этого выпуска: его объём был всего 170 тысяч рублей, которые выкупил 1 инвестор. В целом в отношении данного класса финансовых инструментов (ГЦП) пока что складывается несколько парадоксальная ситуация, при которой количество

и стоимость их ежедневных обсуждений в СМИ и на различных площадках значительно превышает данные параметры для самих выпусков таких ЦФА или ГЦП [1, 3].

Для ЦФА на металлы с более простой структурой, где они дают право только на денежное требование, привязанное к цене базового актива на дату погашения, ситуация выглядит более благоприятной. Выпусков таких ЦФА произошло в сравнении с ГЦП несколько больше (рис. 2).

#### ЦФА, выпущенные на платформе «Атомайз»

Эмитент	Актив	Объем	Дата выпуска	Дата погашения
ДжиПиЭф Инвестментс	Палладий	166 г	18.07.22	01.12.22
ДжиПиЭф Инвестментс	Палладий	300 г	18.07.22	01.12.22
Норникель	Кредиторская задолженность	9 195 600 руб.	05.08.22	16.09.22
Красцветмет	Золото	20 г	06.10.22	24.11.22
Красцветмет	Серебро	20 г	06.10.22	24.11.22
Красцветмет	Платина	20 г	06.10.22	24.11.22
Красцветмет	Палладий	20 г	06.10.22	24.11.22
Красцветмет	Родий	20 г	06.10.22	24.11.22
Красцветмет	Иридий	20 г	06.10.22	24.11.22
Красцветмет	Рутений	20 г	06.10.22	24.11.22
МТС	Облигации	1 млрд руб.	21.02.23	22.08.23
Цифровые активы	Акции Норникеля	150 млн руб.	11.05.23	11.05.28
Самолет плюс ЦФА	Недвижимость	32,86 кв. м	15.05.23	31.12.25
Совкомбанк Факторинг	Облигации	1 млн руб.	23.05.23	31.07.23
Цифровые активы	Акции Норникеля	150 млн руб.	31.05.23	31.05.28
Экспобанк	Облигации	1 млн руб.	02.06.23	09.06.23
Цифровые активы	Акции Норникеля	150 млн руб.	07.06.23	07.06.28

#### ЦФА, выпущенные на платформе Альфа-Банка

Эмитент	Актив	Объем	Дата выпуска	Дата погашения
Альфа-Банк	Облигации	10 млн руб.	18.02.23	20.03.23
Ростелеком	Облигации	750 млн руб.	13.04.23	12.07.23
Альфа-Банк	Золото	–	14.06.23	13.06.24

Рисунок 2 – Отдельные выпуски ЦФА на платформах ОИС «Атомайз» и Альфа-Банка по состоянию на начало июня 2023 г.

*Источник:* исследование SberCIB [6, С. 11]

Так, например, производились выпуски ЦФА на палладий, на корзину драгоценных металлов (включающую серебро, золото, родий, рутений, иридий, палладий, платину), ЦФА на отдельные металлы платиновой группы и др. Тем не менее все эти выпуски отличались довольно малыми объёмами. Интересен тот факт, что сейчас даже можно выделить отдельных участников рынка ЦФА на металлы, являющихся его драйверами. Так, большую активность здесь показала компания «Норникель». Например, в конце декабря 2023 г. его дочерняя компания «ДжиПиЭф инвестментс» осуществила четыре выпуска цифровых финансовых активов на металлы, относящиеся к платиновой группе. В общей сложности в 4 этих выпусках

было около 1255 ЦФА общей стоимостью в 2,5 миллиона рублей, но даже эти недавние выпуски всё равно носили больше пробный характер, так как эмитировались адресно для 3 частных инвесторов. Самый первый выпуск ЦФА на драгоценные металлы в июле 2022 г. тоже осуществлялся «ДжиПиЭф инвестментс» на платформе «Atomyze». Тогда это были ЦФА на палладий, которые по закрытой подписке выкупили брокер «Вектор Икс» и «Росбанк». Показателен с точки зрения перспектив использования был также выпуск ЦФА на корзину из 7 драгметаллов от «Красцветмета», который, будучи эмитентом этих ЦФА, ещё и являлся производителем базового актива. У этих ЦФА тоже был только 1 покупатель – брокер «Вектор Икс» [1]. Таким образом, токенизация драгоценных металлов в России осуществляется преимущественно самими добывающими компаниями при поддержке ОИС, в отдельных выпусках эмитентами являются банки (например, «Росбанк», «Сбербанк»). В то же время приобретение таких ЦФА до сих пор является очень недоступным: покупка доступна преимущественно по закрытой подписке, выпуски очень малые по объёму, их не более нескольких десятков количественно и помимо этого они носят адресный и одновременно пробный характер. Выпуски ЦФА по открытой подписке, доступные для физлиц, были разовыми, причём имели облигационный характер, а для обеспеченных ЦФА на драгметаллы, которые можно было бы расценивать как токены, таких выпусков не было.

В контексте такого медленного развития использования ЦФА на драгметаллы полезно будет рассмотреть те довольно многочисленные вызовы, характерные именно для российского рынка ЦФА, препятствующие распространению токенизированных активов в качестве инвестиционного инструмента или инструмента привлечения финансирования.

Во-первых, вероятно, важнейшей проблемой здесь является то, что большое количество ЦФА доступны к приобретению только для квалифицированных инвесторов. Для неквалифицированных пока что стали доступными к покупке (по закону, а не фактически) только ЦФА на облигации с высоким кредитным рейтингом, на драгоценные металлы, на акции первого эшелона. Этот факт, конечно, увеличивает риски ликвидности, сокращает круг лиц, которые могут проявить интерес к этому новому финансовому инструменту, а потому замедляет его распространение [3].

Во-вторых, долгое время имелись проблемы с оценкой кредитного качества и иных параметров цифровых финансовых активов, УЦП или ГЦП. До второй половины

2023 г. методики подобной оценки со стороны кредитных рейтинговых агентств находились на стадии разработки, и только недавно НКР, АКРА и «Эксперт РА» утвердили свои подходы к оценке. Несколько улучшали ситуацию оценка со стороны операторов информационных систем, допускающих выпуск на своей платформе того или иного ЦФА, и наличие рейтингов кредитоспособности в отношении самих эмитентов, но этого было недостаточно [5; 7, с. 6-7].

В-третьих, текущая организация процесса выпуска и обращения ЦФА (токенизированных активов) приводит к частичному сведению на нет одного из важнейших их преимуществ – большей доступности и ликвидности. Напротив, фрагментация всего рынка на десятки площадок каждого ОИС приводит к потенциально очень малой ликвидности, а организованное обращение на вторичном рынке либо не осуществляется вовсе, либо доступно только в рамках платформы, где данный ЦФА был изначально приобретён [5]. В таких условиях приобретение ЦФА и вовсе лишает инвестора той гибкости и возможности в случае необходимости быстро выйти из актива, которую могут предложить традиционные биржевые финансовые инструменты. По данному направлению также ведётся деятельность, например, Московской Биржей. Она стремится в скором времени принять на себя роль новой на рынке сущности в виде «оператора обмена», который может подключаться к ОИС, объединять их данные об активах и организовывать межплатформенное обращение ЦФА на вторичном рынке. Это позволит устранить вышеописанное недоразумение.

В-четвёртых, существуют проблемы с налогообложением. Например, продажа гибридных цифровых прав, связанных с базовым активом, квалифицируется регулятором как получение аванса с вытекающей из этого необходимостью уплаты НДС. Однако на практике инвестор может выбрать не поставку товара, а денежную выплату в момент погашения. То есть в действительности товар останется нереализованным, хотя налог за потенциальную реализацию товаров и услуг уже был уплачен, причём сильно заблаговременно. Это отталкивает эмитентов от работы с данным инструментом, и единственный базовый актив, выпуск ГЦП, на который к текущему моменту был освобождён от уплаты НДС, - это золото [3].

В-пятых, присутствует некоторый элемент неравенства прав владельцев цифровых активов и владельцев традиционных активов. В частности, инвесторы в ГЦП не могут рассчитывать на права залогодержателей при банкротстве эмитента, то есть

у них не будет того же преимущества при распределении оставшихся активов эмитента, хотя финансово-экономическая сущность их взаимоотношений та же [3].

Кроме того, сама сфера пока что просто недостаточно понятна инвесторам, присутствует недостаток информации о возможностях и механизме функционирования токенизированных активов. Эксперты признают недостаток финансовой грамотности инвесторов в данной области. Это подстёгивается и отсутствием большого количества реальных кейсов использования ЦФА, УЦП или ГЦП компаниями, следовательно, потенциальные эмитенты должны нести на себе бремя первопроходцев с сопутствующей неопределённостью, что тоже сокращает количество выпусков либо же существенно уменьшает их объёмы, о чём свидетельствует имеющаяся статистика.

Тем не менее явно видно наличие перспектив развития данного класса финансовых инструментов в России. Вынося за рамки теоретическую точку зрения на преимущества токенизированных активов, аналитики выделяют текущее реальное применение, которое цифровые активы или права могут предложить эмитентам и инвесторам. Для российских компаний по добыче ресурсов они могут стать гибким инструментом привлечения дополнительного финансирования или предпродажи товаров и услуг с возможностью ускорить свой финансовый цикл, так как расширяется рынок сбыта за счёт новых потребителей. Возможность такого применения подтвердили рассмотренные выше кейсы «Норникеля» и «Красцветмета». Для инвесторов же приобретение ЦФА или ГЦП – это вложение, обеспеченное условным залогом базового актива, то есть по определённым параметрам более надёжная инвестиция.

Другая важная перспектива использования - использование ЦФА и ГЦП наряду с криптовалютами и ЦВЦБ для осуществления трансграничных платежей для обслуживания экспорта и импорта в новых для России условиях, в которых использование традиционных инструментов платежа с недавних пор оказалось сильно затруднено. На текущий момент реальных случаев такого применения не было, но по этому поводу уже активно ведутся переговоры с правительствами и компаниями из дружественных стран (например, имело место обсуждение между регуляторами Мьянмы и России). Кроме того, Банком России и Министерством финансов подготовлен законопроект, регулирующий использование ЦФА и других цифровых прав для международных расчётов. Данный законопроект будет рассмотрен Госдумой в весеннюю сессию 2024 г. Таким образом, если наладить необходимую инфраструктуру

(механизмы клиринга, взаимодействия с иностранными площадками, судебной защиты инвесторов и т. д.) удастся, то это может сильно продвинуть рынок ЦФА и ГЦП с закономерным увеличением использования токенизированных активов [4].

С учётом всего вышесказанного аналитики прогнозируют, что в 2024 г. капитализация российского рынка ЦФА и других цифровых прав увеличится до 125 миллиардов рублей, то есть в 2-3 раза [7, С. 3]. Это естественным образом повлечёт за собой и увеличение в абсолютных значениях совокупного объёма выпусков токенизированных драгметаллов и камней, особенно с учётом наличия профильных ОИС, таких как «Atomyze». Наметившийся тренд на повышение сохранится, но замедлится с учётом исчерпания эффекта низкой базы, а дальнейшие темпы роста и распространение токенизированных активов в целом и токенов на драгметаллы в частности будут зависеть от скорости решения упомянутых выше проблем.

Таким образом, в отношении положения рынка токенизированных активов отмечен положительный факт появления законов, его регулирующих. Установлено, что в России была принята модель специфического регулирования выпуска и обращения ЦФА, УЦП и ГЦП с предъявлением особых требований к участникам рынка. В частности, ключевой особенностью на текущем этапе является закреплённая необходимость вовлечения в процесс особого участника – оператора информационной системы (ОИС), который организует на своей площадке эмиссию и обращение цифровых активов. Рассмотрено текущее состояние рынка ЦФА в России, выявлено, что за 2023 г. он может показать рост в 25-30 раз, а интерес к ЦФА со стороны различных экономических субъектов также увеличивается, о чём свидетельствует расширение разнообразия выпускаемых цифровых активов и рост количества ОИС с 1 в 2022 г. до почти 20 в 2023 г. На основе учёта отраслевой специализации экономики России сделан вывод об особой актуальности использования ЦФА и ГЦП на базовые активы в виде драгоценных металлов и камней со стороны добывающих компаний, что подтверждается наличием примеров выпусков ЦФА на эти активы такими компаниями, как «Норникель», «Красцветмет» и др.

Тем не менее на основе анализа практики токенизации драгоценных металлов и камней в России, изучения имеющихся выпусков ЦФА и ГЦП на них выявлен тот факт, что сейчас использование этих инструментов всё ещё является крайне ограниченным, а реальное их применение на постоянной основе пока не развилось. Это подтверждается очень малым количеством выпусков таких активов, которые не



превышают нескольких десятков, а также незначительными их объёмами: обычно не более нескольких миллионов. В целом все выпуски ЦФА и ГЦП до сих пор имеют пробный и адресный характер, их сроки погашения непродолжительны, а доступ к их покупке осуществляется на основе закрытой подписки для максимума нескольких крупных инвесторов в виде юридических лиц. Этому способствует ряд нерешённых проблем, к которым были отнесены временная фрагментация рынка, снижающая ликвидность, недостатки налогообложения в виде необходимости уплаты НДС при эмиссии ГЦП, недоступность большинства ЦФА и ГЦП для неквалифицированных инвесторов, отсутствовавшие долгое время методики оценки кредитного качества таких активов, неравенство прав владельцев ЦФА или ГЦП и владельцев традиционных активов, а также общее непонимание этого нового финансового инструмента, отсутствие достаточной финансовой и технической грамотности со стороны большого количества инвесторов и компаний для появления этого понимания и заинтересованности в использовании ЦФА и ГЦП. При решении данных проблем рынок токенизированных активов может показать очень хорошую динамику, так как все их перечисленные преимущества являются очень актуальными для российских эмитентов и инвесторов. В особенности это также будет подстёгиваться возможностью использования ЦФА или ГЦП в качестве инструмента трансграничных платежей взамен доллара, о чём ведутся интенсивные обсуждения.

### **Список использованных источников**

1. АТОМЫZE. Новости. – URL: <https://atomyze.ru/news> (дата обращения: 12.12.2023)
2. Ведомости. Какие инструменты ЦФА наиболее востребованы, 22 декабря 2023 г. // Карина Кошкина. – URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2023/12/22/1012499-kakie-instrumenti-tsfa> (дата обращения: 12.12.2023)
3. Ведомости. Как будут развиваться гибридные цифровые права, 22 декабря 2023 г. // Карина Кошкина. – URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2023/12/22/1012589-kogda-ozhidat-na> (дата обращения: 12.12.2023)
4. Ведомости. Смогут ли цифровые финансовые активы заместить доллар, 21 декабря 2023 г. // Дарина Артамонова. – URL:

<https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2023/12/21/1012204-smogut-li-tsifrovie-finansovie-aktivi-zamestit-dollar> (дата обращения: 12.01.2024)

5. РБК. Популярность токенизированных активов будет расти, 7 сентября 2023 г. – URL: <https://www.rbc.ru/neweconomy/news/64f82fae9a7947232f9bbc64?from=newsfeed> (дата обращения: 12.12.2023)

6. SberCIB. Введение в цифровые финансовые активы, 16 июня 2023 г.- URL:[https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/analytics/jdw/20062023\\_digital\\_financial\\_assets.pdf](https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/analytics/jdw/20062023_digital_financial_assets.pdf) (дата обращения: 12.12.2023)

7. SberCIB. Цифровые финансовые активы. Поступательное развитие рынка, 14 ноября 2023 г. – URL: [https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/analytics/jdw/14112023\\_tsfa.pdf](https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/analytics/jdw/14112023_tsfa.pdf) (дата обращения: 12.12.2023)