



# Экзитум

коллегия адвокатов

**Горбунов Константин**

## **ДЕФОЛТЫ В ЦФА: ПЕРВЫЕ УРОКИ И СИСТЕМНЫЕ ПРОБЕЛЫ**

**Анализ практики 2024–2025 годов  
и предложения по унификации  
регулирования**

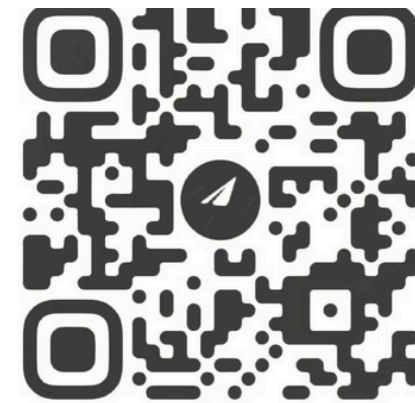
адвокат МСКА «Экзитум», руководитель  
направления «Судебная защита» в Ассоциации  
владельцев облигаций.



# КОНСТАНТИН ГОРБУНОВ

@gorbunov\_legal

8-909-776-88-59



- АДВОКАТ С 20-ТИ ЛЕТНИМ ОПЫТОМ;
- СФЕРА ПРАВОВЫХ ИНТЕРЕСОВ: ФОНДОВЫЙ РЫНОК
- И КРИПТОАКТИВЫ;
- РУКОВОДИТЕЛЬ НАПРАВЛЕНИЯ «СУДЕБНАЯ ЗАЩИТА»
- В ОБЩЕРОССИЙСКОЙ ОБЩЕСТВЕННОЙ ОРГАНИЗАЦИИ  
“АССОЦИАЦИЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ”;
- ЭКСПЕРТ ГАЗЕТЫ ВЕДОМОСТИ И ТЕЛЕКАНАЛА РБК;
- АВТОР СТАТЕЙ И СПИКЕР ВСЕРОССИЙСКИХ БАНКРОТНЫХ И  
ИНВЕСТИЦИОННЫХ КОНФЕРЕНЦИЙ
- КОЛУМНИСТ, АВТОР ТГ КАНАЛА “ЛЕГАЛЬНЫЙ ГОРБУНОВ”





КОНТЕКСТ

# Рынок ЦФА перешёл из экспериментальной стадии в фазу зрелости.

**220 млрд ₽**

Объём эмиссий в 2025 году — более 220 млрд рублей.

**76% рынка**

Топ-3 операторов (НРД, А-Токен, Токен) занимают 76% рынка.

**Первые дефолты**

Первые дефолты эмитентов — сигнал для внимания к проблеме.



# ПРОБЛЕМА №1 – НЕТ ЕДИНОГО ПОНЯТИЯ ДЕФОЛТА

На рынке ЦФА отсутствует унифицированное определение дефолта и техдефолта.

- Только у А-Токен есть документ «Порядок действий в условиях дефолта».
- В остальных ОИС — полная регуляторная тишина.
- Инвесторы не знают, когда дефолт «официально» наступил.





# ПРОБЛЕМА №2 — НЕТ РЕГУЛИРОВАНИЯ ДЕФОЛТОВ В ПРАВИЛАХ ОИС

Даже при дефолте оператор ЦФА юридически «ни при чём».



---

## Отсутствие ответственности

В правилах большинства операторов указано: «ОИС не несёт ответственности за неисполнение обязательств эмитентом».



---

## Нет механизма приостановки

Нет единого механизма приостановки торгов.



---

## Зависимость от условий

Действия инвесторов зависят от условий решения о выпуске.





# ПРОБЛЕМА №3 — НЕТ ИНСТИТУТА РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ И СОПРОВОЖДЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ

Инвестор в ЦФА остаётся один на один с  
эмитентом.

- Нет представителя владельцев, как у облигаций.
- Нет механизма коллективного взыскания.
- «Токеон» декларирует помощь, но практики подачи коллективного иска нет.



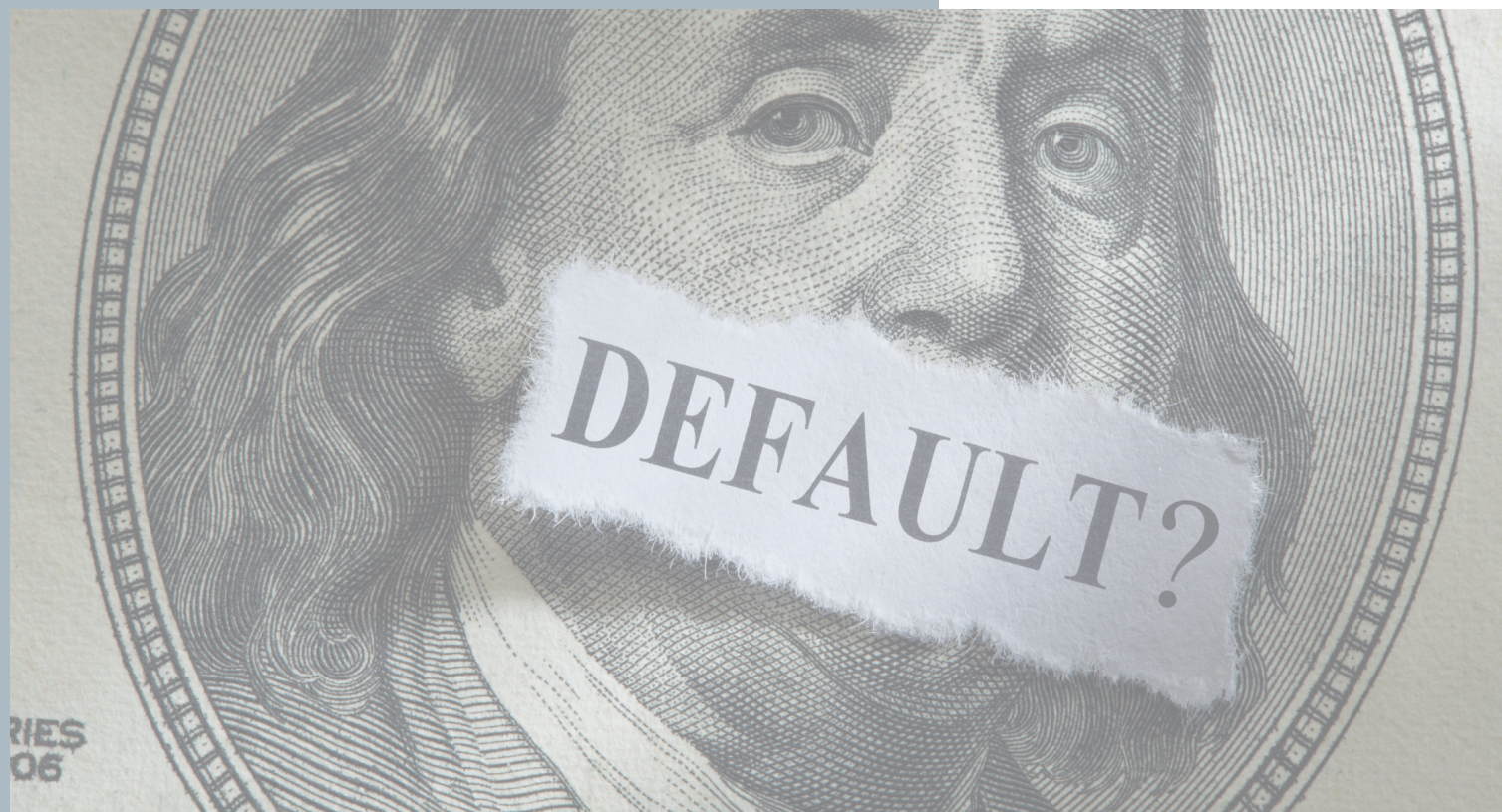
# СРАВНЕНИЕ С ОБЛИГАЦИОННЫМ РЫНКОМ

Параметры сравнения:

| Параметр                 | Облигации     | ЦФА           |
|--------------------------|---------------|---------------|
| Закон                    | ФЗ-39         | ФЗ-259        |
| Представитель владельцев | Есть          | Нет           |
| Процедура дефолта        | Утверждена    | Не определена |
| Реструктуризация         | Урегулирована | Отсутствует   |
| Раскрытие информации     | Полное        | Фрагментарное |

**ВЫВОД: ЦФА – РЫНОК БЕЗ СТАНДАРТОВ ОТВЕТСТВЕННОСТИ. «РИСКИ ТЕ ЖЕ, НО ЗАЩИТЫ МЕНЬШЕ.»**





**«ИНВЕСТОРЫ  
ПРИХОДЯТ ЗА  
ИННОВАЦИЕЙ, НО  
ОСТАЮТСЯ ТАМ,  
ГДЕ ЕСТЬ ЗАЩИТА.»**

## **ТРИ ШАГА К ЗРЕЛОМУ РЕГУЛИРОВАНИЮ:**



**Установить  
единое понятие  
дефолта  
Включить во  
все правила  
ОИС.**



**Ввести  
механизм  
блокировки  
обращения  
дефолтных  
активов**



**Создать  
институт  
представителя  
владельцев  
ЦФА**





Рынку ЦФА нужны не новые технологии, а новые правила.

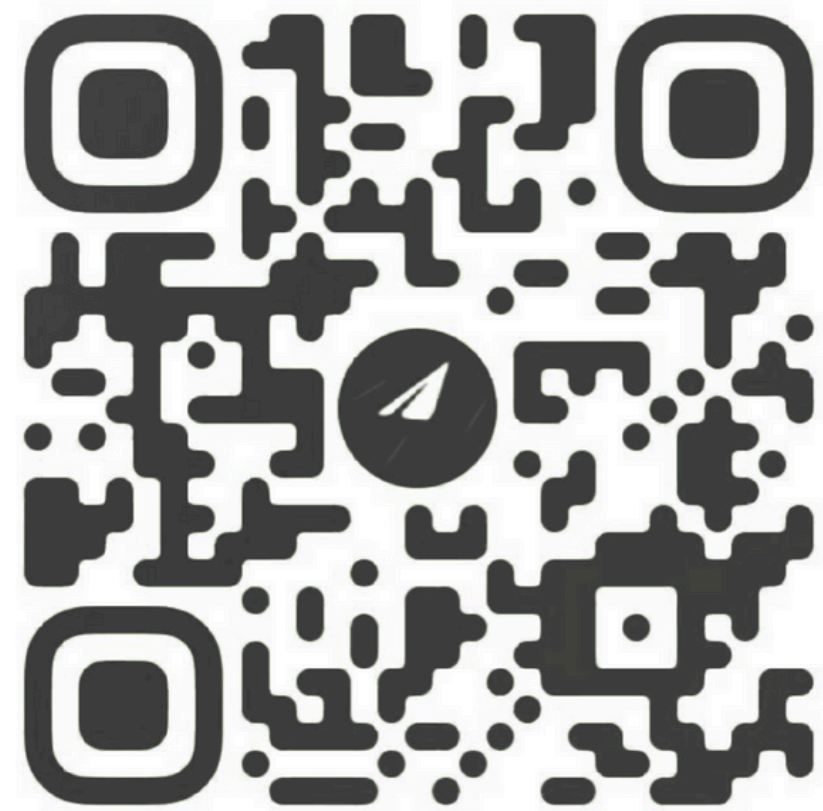
---

# **ПЕРВЫЕ ДЕФОЛТЫ – ЭТО НЕ КРИЗИС, А ВЗРОСЛЕНИЕ РЫНКА.**

---

Единые процедуры дефолтов и защита инвесторов — условие  
его выживания.





@GORBUNOV\_LEGAL

---

**БЕЗ ДОВЕРИЯ НЕТ РЫНКА.  
БЕЗ ПРАВИЛ — НЕТ  
ДОВЕРИЯ.**