

**ТИМУР ИСКАНДАРОВ**

Старший директор — руководитель группы рейтингов проектного и структурированного финансирования  
+7 (495) 139 04 94  
timur.iskandarov@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

**СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА**

Руководитель службы внешних коммуникаций  
+7 (495) 139 04 80, доб. 169  
svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

ЦИФРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ АКТИВЫ | РОССИЯ

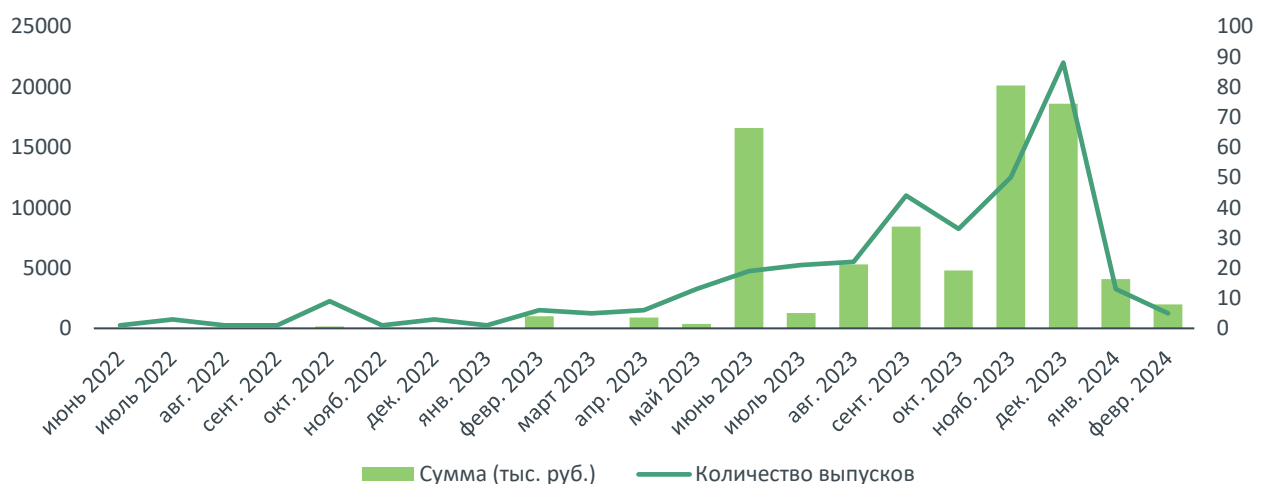
## ЦИФРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ АКТИВЫ — ЧТО ДАЛЬШЕ

Результаты развития рынка цифровых финансовых активов (далее — ЦФА) спустя всего год после его практического внедрения впечатляют. Хотя ЦФА остаются новым явлением, за последние десять или пятнадцать лет сложно вспомнить какой-либо финансовый инструмент, показавший схожие темпы роста за столь короткий срок.

### Текущее состояние рынка

Совокупное количество выпусков ЦФА в настоящее время можно оценить примерно в 350, а объем рынка по находящимся в обращении выпускам на конец 2023 года составил порядка 60 млрд руб. Учитывая ограниченный доступ к централизованным данным по всем операторам информационных систем (далее — ОИС), фактические показатели рынка могут отличаться.

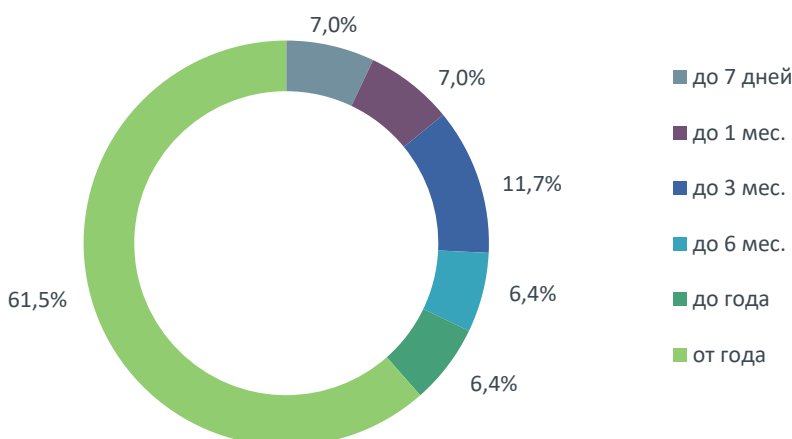
Рисунок 1. Новые выпуски ЦФА в 2023 году, динамика по месяцам



Источник: Cbonds, АКРА

Эмитентами ЦФА в 2023 году выступали как финансовые институты, так и нефинансовые компании, среди которых были и субъекты МСП. Отметим существенную долю краткосрочных выпусков: 25% совокупного объема эмиссий приходилось на финансовые инструменты сроком обращения до трех месяцев. Это говорит о том, что эмитенты ЦФА либо пока находятся в поиске их наиболее рационального применения, либо тестируют процессы выпуска и обслуживания этого класса финансовых активов и изучают базу инвесторов.

Рисунок 2. Сроки обращения ЦФА по объемам выпуска



Источник: Cbonds, АКРА

В большинстве случаев по ЦФА устанавливаются фиксированные ставки с выплатой купона в течение срока обращения финансового инструмента или при погашении долга.

Пока в анализируемом сегменте преобладают простейшие выпуски ЦФА, которые удостоверяют прямые платежные требования к эмитентам и по своим параметрам аналогичны облигациям. Единичные ЦФА, выпущенные в 2023 году, имели более сложную структуру (например, привязку выплачиваемого вознаграждения к стоимостным характеристикам материальных активов — драгоценных металлов и др.) или были обеспечены обязательствами третьих лиц (например, дебиторской задолженностью). Практически отсутствовали гибридные инструменты, которые помимо простых требований к эмитенту могут удостоверяют дополнительные права, в том числе утилитарные цифровые права (далее — УЦП).

Формирование инфраструктуры рынка ЦФА находится сейчас на завершающей стадии: в реестр Банка России внесены уже десять ОИС, которые технически осуществляют выпуск указанного класса активов и операции с данными инструментами. В 2023 году был зарегистрирован оператор обмена в лице Московской биржи, ведутся работы по созданию внебиржевых площадок, следовательно, не за горами формирование полноценного вторичного рынка ЦФА. В качестве ОИС выступают как крупные финансовые институты, так и относительно небольшие компании.

#### Нерешенные вопросы

Главная проблема для рынка ЦФА заключается в преодолении рисков инфраструктуры. Ключевую роль в формировании и поддержании реестра пользователей информационной системы — следовательно, и в хранении данных обо всех ЦФА, выпущенных на платформе, условиях их обслуживания, эмитентах и инвесторах — играют ОИС. В случае серьезного технологического сбоя или банкротства ОИС эмитенты и держатели ЦФА могут лишиться доступа в систему, что ставит под угрозу исполнение обязательств по финансовым инструментам, особенно если их условия определены смарт-контрактами. В то время как операционные риски и меры по их снижению регламентированы требованиями к надежности информационной системы, кибербезопасности и обеспечению бесперебойного функционирования систем, а исполнение этих требований находится под контролем Банка России, кредитные риски ОИС пока не заехдживованы.

Сравним ситуацию с «бумажным» финансовым рынком: здесь есть множество посредников, в определенной степени дублирующих всю релевантную финансовую информацию, а централизованный учет ведется центральным депозитарием в лице НРД, имеющего минимальный кредитный риск. Благодаря этому реализация кредитного риска у одного из посредников не ведет к нарушению графиков обслуживания долговых инструментов. На рынке ЦФА все посреднические функции — равно как и функции центрального контрагента — выполняет ОИС, на котором по сложившейся практике завязаны все рабочие процессы информационной системы. Если система не является распределенной, то кредитоспособность ОИС напрямую влияет на все ЦФА, выпущенные в рамках этой системы.

Если оператор исключается из составленного Банком России реестра ОИС, то законодательство<sup>1</sup> требует передать информацию от одного ОИС другому, а положение 5828-У<sup>2</sup> детализирует состав такой информации. Очевидно, что банкротство или иной случай несостоятельности оператора — это повод для исключения ОИС из реестра, однако при ухудшении финансового состояния оператора его превентивное исключение не предполагается. При этом прямое взаимодействие между двумя информационными системами существенно затруднено, поскольку ОИС используют разные бизнес-процессы и блокчейн-системы. В результате передача информации может не только затянуться, что само по себе способно привести к нарушению графиков выплат по ЦФА, но и потребовать физической передачи серверов, что не предусмотрено законом.

Процессы поиска и осуществления замены ОИС можно упростить и сократить путем заключения контрактов на резервное обслуживание с обязательным предварительным тестированием передачи информации еще до момента возникновения каких-либо опасений в отношении кредитоспособности оператора. Однако на данный момент соответствующих регуляторных требований нет, а заинтересованность ОИС во взаимодействии друг с другом в конкурентной среде невелика. Распределение реестра, подразумевающее дублирование узлов информационной системы среди ее участников, могло бы компенсировать отсутствие внешнего центрального контрагента или обязательного резервного обслуживания, но даже в этом случае сценарий прекращения функционирования центрального узла информационной системы в лице оператора требует проведения тестирования на предмет сохранения системы в целом и стабильности ее работы.

Как было отмечено выше, механизмы обеспечения прав владельцев ЦФА на случай банкротства ОИС пока не до конца проработаны, но участники рынка обсуждают вопросы организации резервного обслуживания и работают над формированием прочих механизмов защиты от рисков инфраструктуры. Готовое решение в этом направлении следует ожидать в течение 2024 года.

<sup>1</sup> Федеральный закон «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31.07.2020 № 259-ФЗ.

<sup>2</sup> Указание Банка России от 25.06.2021 № 5828-У «О порядке передачи оператором информационной системы, исключенным из реестра операторов информационных систем, в которых осуществляется выпуск цифровых финансовых активов, хранящейся в информационной системе сводной информации о лицах, выпустивших цифровые финансовые активы, а также об обладателях цифровых финансовых активов, выпущенных в информационной системе, и принадлежащих им цифровых финансовых активах оператору иной информационной системы».

### Перспективные направления

Наибольшее распространение сейчас получили простые формы ЦФА, удостоверяющие денежные требования к эмитенту, что неудивительно для текущей стадии развития рынка. С одной стороны, значительная часть эмитентов была нацелена на тестирование всех этапов выпуска и обслуживания этого финансового инструмента: от регистрации электронного кошелька на цифровой платформе до проведения расчетов с инвесторами. С другой стороны, простые ЦФА рассматриваются многими участниками рынка как инструмент привлечения краткосрочной ликвидности. Интерес к такому формату обусловлен простотой процесса эмиссии по сравнению с выпуском облигаций, упрощенными требованиями как к эмиссионной документации, зачастую формируемой автоматически, так и к раскрытию информации. ЦФА могут выступать альтернативой и банковскому кредитованию, учитывая отсутствие необходимости взаимодействия с банками в части проверок, анализа отчетности, принятия кредитного решения, а также оформления залогов и поручительств. При сопоставимой стоимости привлечения средств эмиссия ЦФА отличается большей гибкостью с точки зрения определения суммы привлечения и условий погашения. Совокупность этих факторов делает ЦФА интересным инструментом как для субъектов МСП, так и отчасти для более крупных нефинансовых компаний. Стоит, однако, обратить внимание на очевидный недостаток ЦФА для инвесторов — ограниченность информации, которая позволила бы определить кредитоспособность эмитента. На коротких сроках кредитный риск снижается, но может быть критичным при принятии решений в случае долгосрочных инвестиций.

Некоторые перспективные формы ЦФА пока не нашли отражения в российском законодательстве, дискуссии по этому поводу продолжаются. Одно из таких направлений — использование ЦФА во внешнеэкономической деятельности. Подготовка соответствующих поправок в законодательство активно обсуждалась в СМИ в конце 2023 года, однако механизм реализации этой идеи пока не ясен и обусловлен рядом технических вопросов.

Специфика российских ЦФА заключается в том, что эмиссия этих финансовых инструментов, торговые операции с ними и погашения возможны только в рамках российских информационных систем (это требование закреплено законодательством). Следовательно, эмитенты и инвесторы должны иметь доступ в систему посредством электронного кошелька или личного кабинета. УЦП, наиболее логичной сферой применения которых является торговля в том числе биржевыми товарами, добавляют необходимость использования инвестиционных площадок. В результате любая экономическая деятельность, предполагающая расчеты за поставки товаров с использованием гибридных ЦФА, связанных с УЦП, потребует взаимодействия покупателей и продавцов исключительно через российские информационные системы и инвестиционные площадки (вне зависимости от принадлежности участников торговли к той или иной юрисдикции). Даже если предположить, что законодательные нормы будут изменены, взаимодействие между пользователями разных систем технически проблематично, так как ОИС разрабатывают собственные бизнес-процессы и строят платформы на разных блокчейн-системах.

Для решения указанной задачи потребуется регистрация в отечественных информационных системах резидентов и нерезидентов, поставщиков и покупателей, равно как и открытие счетов нерезидентов в отечественных банках. Реализация такого подхода более вероятна на платформах крупнейших банков, являющихся также ОИС, поскольку они могут предлагать клиентам, в том

числе нерезидентам, комплексные услуги по расчетно-кассовому обслуживанию и выступать в качестве ОИС. Перспектива привлечения к такой форме реализации внешней торговли достаточного количества иностранных компаний зависит от выстраивания бизнес-процессов, а также от желания нерезидентов напрямую работать с российскими банками или от возможности использовать посреднические схемы. Необходима и проработка вопроса возникновения дополнительных рисков, связанных с трансграничными операциями. В качестве альтернативы для обеспечения взаимодействия пользователей в разных юрисдикциях можно рассматривать учреждение международного оператора обмена, способного связать российские информационные системы с иностранными платформами. В целом реализация инициативы по использованию ЦФА в международной торговле, безусловно, положительно сказалась бы на российском рынке ЦФА и существенно расширила доступные варианты использования этих финансовых инструментов.

Еще одним направлением развития рынка, представляющим интерес, может стать эмиссия ЦФА регионами и муниципалитетами. Участниками рынка обсуждается возможность выпуска гибридных ЦФА с целевым использованием привлеченных средств для капитального строительства и развития инфраструктуры субъектов. Подобные обеспеченные инструменты, тесно связанные с проектным финансированием или реализацией проектов ГЧП, могут выпускаться и сейчас, но для финансирования частных инвестиций. Новая инициатива позволит привлекать финансирование публичным партнерам, участвующим в упомянутых выше проектах. Включение в обозначенные ЦФА обеспечения, в том числе в форме УЦП, позволит регионам и муниципалитетам управлять долговым портфелем без снижения возможностей их развития. Разумеется, реализация этой инициативы потребует не только наделения субъектов соответствующими полномочиями, но и регуляторного расширения доступной базы инвесторов. Отдельным вопросом является определение требований к инвестиционным площадкам и ОИС для снижения операционных рисков инфраструктуры.

Проблематичной остается цифровая секьюритизация, то есть выпуск ЦФА, обеспеченных правами денежных требований по базовому активу, как правило, представленному портфелем долговых обязательств. С одной стороны, выпуск ЦФА, удостоверяющих права требований к третьему лицу, отличному от эмитента ЦФА, возможен уже сейчас и даже применяется на рынке. Однако, с другой стороны, секьюритизация обладает рядом специфических черт и сопровождается некоторыми механизмами, практическая реализация которых в рамках текущего законодательства сопряжена с трудностями. Например, возможность выпуска ЦФА не предусмотрена для специализированных финансовых обществ с защитой от банкротства, выступающих эмитентами в сделках секьюритизации. В рамках данной опции отсутствует явная возможность организовать контрактную субординацию двух траншей ЦФА, обеспеченных одним портфелем, то есть предусмотреть старшинство одного транша над другим. Отсутствует ясность относительно возможности ЦФА удостоверить права требования по части портфеля обеспечения, а не по конкретному кредиту или должнику. Реализация подобных механизмов, по сути схожих с перечисленными выше, но соответствующих существующим ограничениям, теоретически возможна, но требует детальной проработки.

### Факторы дальнейшего роста

Дальнейшее развитие рынка ЦФА может пойти по нескольким сценариям. В соответствии с наиболее консервативным сценарием, ЦФА останутся своего рода нишевым инструментом, а область их применения будет относительно узкой несмотря на развитие новых цифровых продуктов. Согласно наиболее оптимистичным сценариям, ЦФА станут дополнением традиционного рынка долгового финансирования или даже оттянут на себя не только часть инвесторов и эмитентов, но и банковских заемщиков отдельных категорий с учетом наметившейся тенденции использования ЦФА как альтернативы краткосрочному банковскому кредитованию.

В основном вектор развития будет зависеть от позиции регулятора. Существующие регуляторные ограничения, которые допускают к инвестициям в ЦФА квалифицированных участников финансового рынка, но при этом не исключают из круга инвесторов физических лиц, пусть и достаточно ограниченно, оставляют довольно большое пространство для постепенного роста сегмента ЦФА в ближайшей перспективе. Так, по оценкам АКРА, объем рынка ЦФА по находящимся в обращении инструментам может достигнуть 250 млрд руб. до конца 2025 года. Ограниченная база инвесторов, а также установленные лимиты годового объема инвестиций для физических лиц будут препятствовать более существенному росту. АКРА ожидает, что в ближайшие два года малые и средние эмитенты будут постепенно наращивать объемы эмиссий, в то время как для крупных эмитентов ЦФА будут инструментом для решения локальных задач. Учитывая уже имеющийся у многих крупных компаний доступ к рынку облигаций, правила функционирования и риски которого давно понятны его участникам, а также доступность банковского кредитования, крупные эмиссии ЦФА пока останутся единичными из-за более высокой стоимости привлечения и сложности размещения среди ограниченного круга инвесторов.

АКРА ожидает, что инфраструктура рынка ЦФА будет постепенно концентрироваться вокруг ОИС, представленных крупнейшими банками. Во-первых, финансовые организации имеют обширные базы клиентов — физических лиц, которым можно предлагать инвестиции в ЦФА наряду с прочими банковскими продуктами. Использование банковских приложений упрощает процедуру регистрации новых инвесторов в информационной системе. Во-вторых, крупные банки владеют сформированными портфелями заемщиков — юридических лиц, которые могут стать эмитентами ЦФА посредством уже используемой ими банковской инфраструктуры. Более того, поскольку существующие заемщики проходят процедуры проверки и финансового анализа в рамках принятия кредитных решений, банки владеют информацией об их кредитоспособности, которая может транслироваться потенциальным инвесторам в случае эмиссии ЦФА. При этом АКРА полагает, что крупные ОИС будут в большей степени заинтересованы в организации эмиссий простых ЦФА, выпуски которых проще масштабировать. Более мелкие ОИС смогут занять ниши гибридных, структурных и структурированных ЦФА, организация выпусков которых потребует индивидуального подхода и специфических настроек информационных систем и смарт-контрактов.

Немаловажным фактором роста рынка ЦФА станет формирование вторичного рынка. Крупнейшие по размеру инвесторской базы ОИС могут проводить торговые операции с ЦФА в рамках своих информационных систем без привлечения третьих лиц, однако для большинства участников рынка важен механизм обмена. В настоящее время на рынке существует единственный оператор обмена в лице Московской биржи, при этом практические механизмы

взаимодействия с различными ОИС еще формируются. В то же время участники рынка исследуют возможность использования агентских внебиржевых схем вторичной торговли, которые не требуют привлечения оператора обмена.

Еще одним важным фактором, который повлияет на вектор дальнейшей эволюции рынка ЦФА, является позиция регулятора по ряду отдельных направлений развития.

Во-первых, пересмотр ограничений на инвестирование в ЦФА — это направление включает в себя ряд важных вопросов, например:

- будут ли допущены институциональные инвесторы на рынок ЦФА;
- останутся ли лимиты на инвестирование физическими лицами неизменными;
- будут ли ЦФА включаться в Ломбардный список с возможностью осуществления операций РЕПО;
- будут ли включены в регулирование требования к уровням кредитных рейтингов выпусков ЦФА для отдельных категорий инвесторов.

Во-вторых, диверсификация типов выпусков ЦФА:

- в частности, будут ли различные ограничения на инвестирование касаться всех ЦФА в равной степени или же только отдельных видов (например, гибридных цифровых прав).

В-третьих, расширение сферы применения ЦФА:

- в первую очередь затрагиваются вопросы финансирования регионов и муниципалитетов посредством ЦФА, использования ЦФА во внешнеэкономической деятельности, а также цифровой секьюритизации.

В рамках умеренно консервативного сценария АКРА ожидает, что на текущем, пока еще раннем, этапе своего развития рынок не исчерпал потенциал роста в условиях существующих ограничений. О переходе на следующий этап можно говорить по мере формирования судебной практики, в первую очередь при дефолте эмитентов ЦФА, полного исключения рисков инфраструктуры путем создания и тестирования механизмов передачи информации от одного ОИС другому, завершения процесса формирования устоявшейся рыночной практики выпуска различных типов ЦФА. Агентство полагает, что регуляторные и законодательные изменения, направленные на развитие ЦФА и расширение области их применения, будут внедряться не ранее 2025–2026 годов. Вероятнее всего, простые ЦФА, удостоверяющие платежные требования к эмитентам, получат большую поддержку регулятора, в то время как структурные и гибридные ЦФА будут регулироваться отдельно и останутся доступными для приобретения квалифицированными инвесторами и, возможно, неквалифицированными — при соблюдении определенных требований к кредитному качеству таких инструментов, а также в рамках установленных лимитов. Часть регуляторно-нормативной базы в отношении рынка облигаций, вероятно, будет распространена на ЦФА, включая положения об использовании кредитного рейтинга. По оценкам АКРА, максимальный объем рынка ЦФА на горизонте трех лет в умеренно оптимистичном сценарии может достигнуть 500 млрд руб., однако эта цифра подвержена влиянию общеэкономических факторов, включая уровень ставок и показатели макроэкономической стабильности. Также в настоящее время сложно судить о том, насколько круг инвесторов в ЦФА будет отличаться от состава инвесторов на долгом рынке и удастся ли отдельным типам ЦФА стать альтернативой для тех, кто предпочитает держать свободные средства на банковских вкладах.

(С) 2024

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)  
Москва, Большой Гнездниковский пер., д. 1, стр. 2  
[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ предоставленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.