

**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

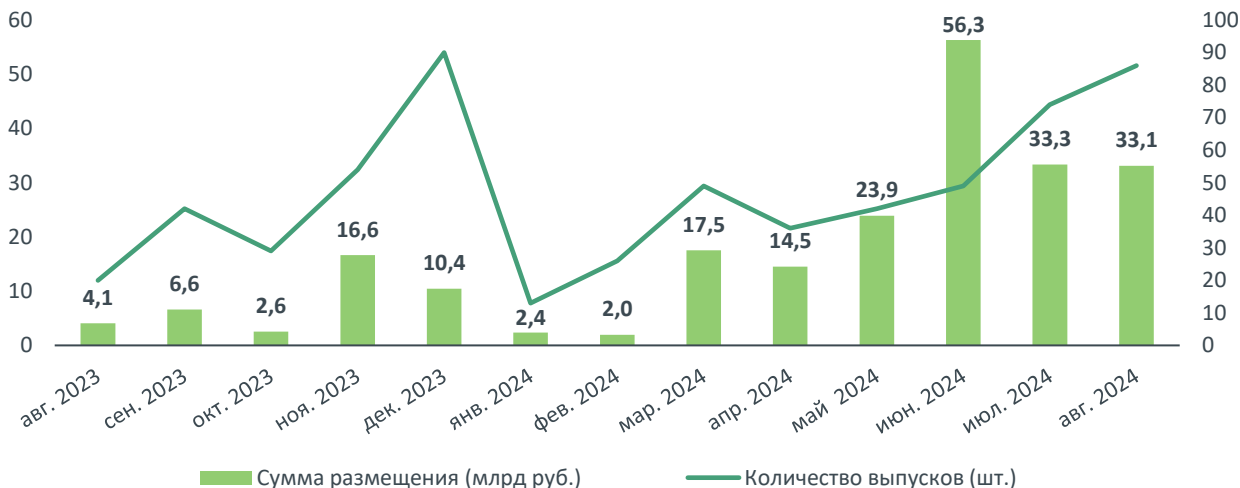
## ЦФА В 2024 ГОДУ — УВЕРЕННЫЙ РОСТ В ТУРБУЛЕНТНОЕ ВРЕМЯ

В 2024 году рынок цифровых финансовых активов (ЦФА) продолжил развиваться. Несмотря на высокую ключевую ставку, которая оказывает давление на весь финансовый сектор, сегмент ЦФА показал опережающие темпы роста и заметно превзошел свою прошлогоднюю динамику. С учетом недавних законодательных нововведений, способных в краткосрочной перспективе придать цифровым инструментам новый импульс развития, перспективы рынка представляются весьма интересными.

### Динамика рынка — рост и укрупнение

На конец августа текущего года количество выпусков ЦФА накопленным итогом (начиная с июня 2022-го) оценивается в диапазоне от 650 до 700, что вдвое больше аналогичного показателя за весь 2023 год. Основанная на публичной информации консервативная оценка объема рынка, которая определяется как совокупная номинальная стоимость ЦФА в обращении, также показывает почти четырехкратный рост — с 60 до 217 млрд руб. за восемь месяцев. Общий объем выпуска новых ЦФА, рассчитанный на основе данных о суммах размещений индивидуальных эмиссий без учета амортизации и погашений, за период с начала 2024 года составил порядка 182 млрд руб. Однако общедоступные сведения об объемах размещения ЦФА не всегда отражают полную информацию, что усложняет задачу по точному определению интегральных показателей рынка. Дополнительная обработка доступных данных позволяет сделать альтернативную оценку объема новых выпусков в диапазоне от 220 до 240 млрд руб. за рассматриваемый период.

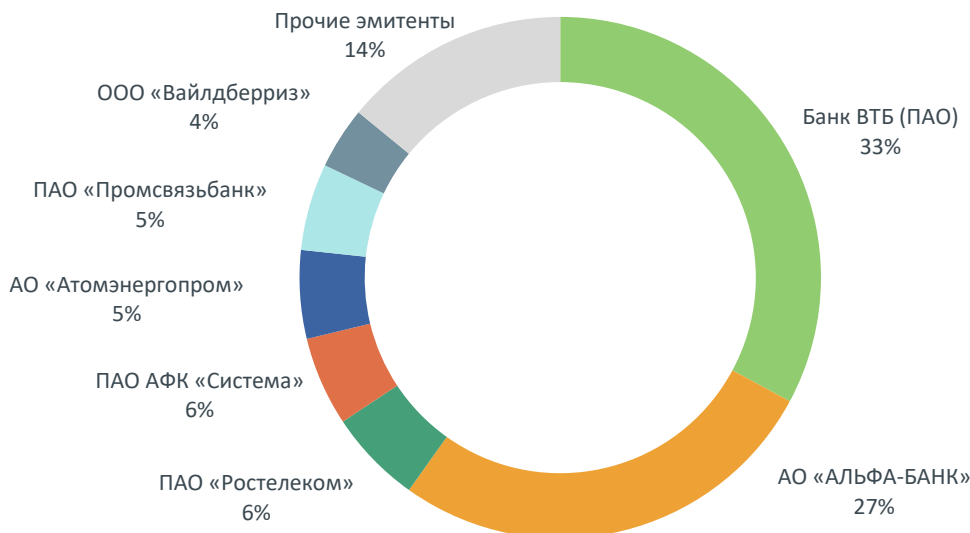
Рисунок 1. Новые выпуски ЦФА в 2024 году, динамика по месяцам



Источник: Cbonds, АКРА

Эмитентами ЦФА в 2024 году выступают как финансовые институты, так и нефинансовые компании, в том числе субъекты МСП. За истекший период года общее количество эмитентов составило порядка 110, при этом около 35% из них разместили два и более выпусков ЦФА. Анализируемый рынок характеризуется высокой концентрацией: на семь наиболее крупных эмитентов приходится свыше 86% совокупного объема размещений. Столь высокая концентрация при относительно малом количестве эмитентов, с одной стороны, объясняется неблагоприятными текущими условиями выхода на рынок и в первую очередь высокими ставками, противостоять которым способны лишь крупные эмитенты, имеющие существенные денежные ресурсы и целенаправленно занимающиеся развитием ЦФА. С другой стороны, это говорит о незрелости рынка, поскольку пока лишь небольшое число эмитентов смогли найти практическое применение такому все еще новому инструменту, каким являются ЦФА. Двумя крупнейшими эмитентами стали АО «АЛЬФА-БАНК» и Банк ВТБ (ПАО), на которых в совокупности приходится более 60% рынка. Примечательно, что эти эмитенты выбрали разные стратегии работы с ЦФА: если Банк ВТБ (ПАО) отдает предпочтение разовым крупным выпускам (три эмиссии на 20 млрд руб. каждая), то АО «АЛЬФА-БАНК» выпустило уже более 130 эмиссий различного объема.

Рисунок 2. Основные эмитенты ЦФА за истекший период 2024 года



Источник: Cbonds, АКРА

В большинстве случаев для ЦФА устанавливаются фиксированные ставки с выплатой купона в течение всего срока обращения финансового инструмента или при итоговом погашении долга. Условия по выплате номинала также варьируются: встречаются и периодическая амортизация, и единовременное погашение в конце срока обращения.

Как и в 2023 году, на рынке преобладают простейшие выпуски ЦФА (более 95%), которые удостоверяют прямые платежные требования к эмитентам, тем самым приближаясь по экономической сути к обычным облигациям. Однако отдельные выпуски имеют более сложную структуру.

### **Гибридные права и цифровое партнерское финансирование**

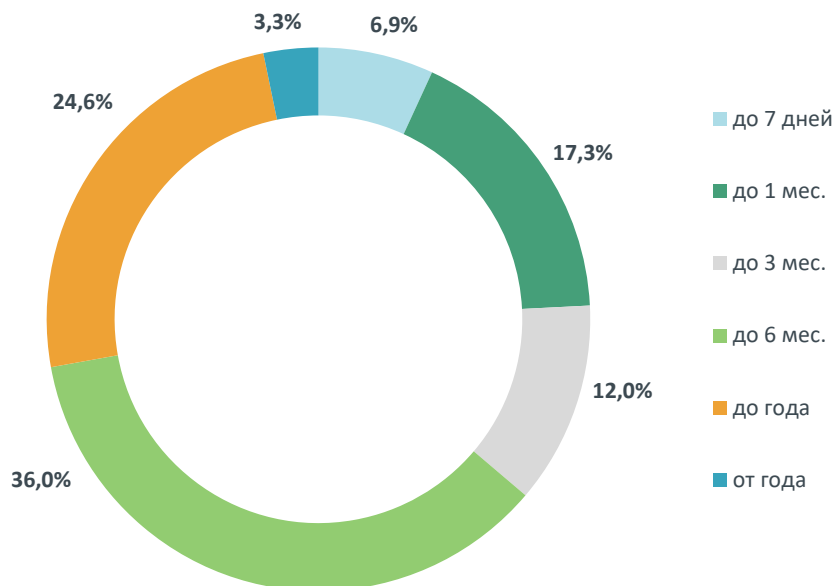
В 2024 году довольно популярными стали гибридные цифровые права: более десяти выпусков представляли собой указанные права с привязкой к стоимости золота, серебра или иных драгоценных металлов. Условиями выпусков может быть предусмотрено право инвестора на получение при погашении ЦФА вознаграждения, эквивалентного рыночной стоимости заданного количества драгоценного металла на дату погашения, или его физическая поставка. В отношении этих инструментов часто используется термин токенизированные металлы, однако потенциальное практическое применение таких механизмов намного шире и может быть актуально для любого биржевого товара. Возможность физической поставки товара открывает новые перспективы для гибридных цифровых прав в рамках торговли полезными ископаемыми, следовательно, и в международной торговле. Отдельные выпуски были привязаны к стоимости небиржевых товаров, но область применения данных инструментов представляется ограниченной ввиду отсутствия механизмов определения их объективной рыночной стоимости.

Одним из новшеств для рынка в 2024 году стал выпуск ЦФА, представляющих собой аналог инструмента исламского финансирования — сукук. Отличительной особенностью этого типа финансовых инструментов является запрет на взимание процентных платежей. При этом возвратность средств и доход от инвестиций определяются на основании принципа разделения доходов и убытков между инвестором и заемщиком. В частности, уровень дохода в упомянутом выпуске полностью определяется доходностью от коммерческой деятельности эмитента, которая финансировалась за счет выпуска ЦФА. Отдельные элементы исламского финансирования, получившие наименование партнерского, уже внедряются в России, однако пока это касается только банковских услуг населению и сегмента МСП в ограниченном числе регионов. Если говорить о возможностях и экономической целесообразности выпуска на отечественном финансовом рынке полноценного сукук в традиционной «ценно-бумажной» форме, то пока перспективы этого не вполне очевидны и, возможно, требуют дополнительной регуляторной и законодательной проработки. Соответственно, указанный пробный выпуск ЦФА в данной области — это первый подобный опыт для России, однако, как полагает Агентство, дальнейшее развитие сукук в том или ином виде имеет умеренно высокий потенциал: во-первых, совокупный объем международного рынка исламского финансирования (и сукук прежде всего) составляет более триллиона долларов США; во-вторых, текущий вектор развития внешнеэкономических связей направлен, в том числе, в сторону стран с развитым сегментом исламского финансирования.

Возвращаясь к характеристикам рынка, важно отметить, что ЦФА в основном рассматриваются как инструмент привлечения краткосрочной ликвидности. Менее 28% совокупного объема эмиссий в 2024 году приходилось на финансовые инструменты сроком обращения более шести месяцев.

Наибольшая доля — 36% — приходится на ЦФА со сроком погашения от трех до шести месяцев. Вероятно, это связано с тем, что основными эмитентами выступают крупные банки, которые могут предлагать ЦФА широкой клиентской базе посредством мобильных банковских приложений в качестве более прибыльной альтернативы банковским вкладам на сопоставимые сроки. По мере снижения ключевой ставки и развития регулирования вполне вероятен рост доли долгосрочных ЦФА.

Рисунок 3. Сроки обращения ЦФА по объемам выпуска



Источник: Cbonds, АКРА

В целом можно констатировать, что период становления ЦФА стал вполне успешным. Вопреки внешним обстоятельствам рынок показывает умеренную положительную динамику — помимо роста объемов и количества выпусков наблюдается и увеличение количества активных эмитентов, а также рост разнообразия инструментов. Немаловажным является факт большей узнаваемости ЦФА как среди профессиональных участников финансового рынка, так и среди частных инвесторов. АКРА полагает, что существенным сдерживающим фактором развития сегмента остается высокая ключевая ставка. Соответственно, ее снижение будет равнозначно снижению порога входа на рынок для новых эмитентов, что не только будет способствовать ускорению роста сегмента, но и понизит концентрацию со стороны эмитентов.

#### Развитие инфраструктуры рынка ЦФА

Инфраструктура рынка ЦФА сформирована и вряд ли будет ощутимо меняться. За прошедший год реестр операторов информационных систем (ОИС) пополнился единственным новым участником — общее количество ОИС возросло до одиннадцати. Стимулы для выхода на рынок новых участников в сложившихся условиях неочевидны, однако даже в случае увеличения количества участников существенных изменений ландшафта на рынке ЦФА это не повлечет. С другой стороны, внедрение технологии использования ЦФА в международных расчетах может привести к появлению новых игроков в среде ОИС. В то же время АКРА допускает продолжение процесса консолидации рынка вокруг крупнейших ОИС на горизонте двух-трех лет, результатом чего может стать сокращение количества активных операторов.

Остается нерешенным вопрос разработки практического механизма передачи реестра от одного ОИС другому при исключении первого из реестра, однако работа в этом направлении продолжается.

### Развитие законодательства — выход ЦФА на международный уровень

Не стоит на месте и развитие нормативно-правовой среды. Наиболее значимыми этапами в законодательной сфере Агентство считает новые законопроекты, позволяющие использовать ЦФА и утилитарные цифровые права во внешнеэкономической деятельности, а также появление возможности обращения зарубежных цифровых прав в российской юрисдикции, а российских ЦФА — в иностранной.

Принятый в марте текущего года законодательный акт <sup>1</sup> ввел возможность использовать российские ЦФА при осуществлении расчетов в рамках трансграничной торговли, сферы услуг, продажи интеллектуальной собственности и выполнения работ. Очевидным ограничением являлась специфика российских ЦФА, которые могли выпускаться, оборачиваться и учитываться только в рамках российских информационных систем. На практике это означало, что не только российские компании, но и их зарубежные контрагенты должны были иметь доступ к российской информационной системе посредством электронного кошелька или личного кабинета (а в случае с утилитарными цифровыми правами — и к российской инвестиционной платформе), а также к российским платежным системам, что ограничивало практическое применение этой инициативы.

В августе 2024 года был принят так называемый закон о майнинге <sup>2</sup>, который существенно дополнил упомянутые выше нововведения. В частности, помимо создания правовой среды для майнинга цифровых валют и возможности регулирования цифровых валют Правительством Российской Федерации совместно с Банком России, закон также дает возможность обращения и учета иностранных цифровых прав на российских платформах в качестве ЦФА и гибридных цифровых прав, равно как и возможность обращения российских ЦФА за рубежом. Законом также введено понятие иностранного номинального держателя ЦФА.

Как будет работать система осуществления международных расчетов и достаточна ли созданная нормативно-правовая база для ее полноценного запуска, покажет практика. Иностранному держателю ЦФА, выпущенных в рамках российской юрисдикции для использования в расчетах за, например, импорт какой-либо продукции или осуществление работ на территории Российской Федерации, мог бы использовать такие ЦФА для оплаты покупки продукции в России, осуществить взаиморасчет с передачей ЦФА другим иностранным контрагентом или использовать схемы с созданием встречных требований с российским контрагентом. Однако такой подход видится весьма ограниченным и подойдет далеко не всем иностранным компаниям. Учитывая технологические сложности интеграции ЦФА на разных платформах даже в рамках одной юрисдикции, Агентство полагает, что наиболее эффективным будет использование международного аналога оператора обмена или технологическая интеграция российского оператора обмена с зарубежными агентами, исполняющими схожую роль. Тем не менее вопрос о возможности исключения из такой схемы трансграничных межбанковских расчетов, являющихся наиболее уязвимыми для санкций, требует детальной проработки.

<sup>1</sup> Федеральный закон от 11.03.2024 № 45-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>2</sup> Федеральный закон от 08.08.2024 № 221-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Несмотря на все проектно-технические задачи, которые предстоит решить участникам ВЭД совместно с правительством, АКРА полагает, что использование ЦФА в рамках международной деятельности обладает большим потенциалом и способно не только оказать существенное позитивное влияние на российский рынок ЦФА как таковой, но и способствовать углублению международного экономического сотрудничества с дружественными странами. Особую актуальность данному направлению придает планируемое создание международной платежной системы BRICS PAY, цели которой во многом совпадают с выбранным вектором развития российских ЦФА.

(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 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.