

# Цифровые финансовые активы

## Поступательное развитие рынка

14 НОЯБРЯ 2023



**Введение в цифровые финансовые активы**

Источник: SberCIB Investment Research

# Цифровые финансовые активы

## Поступательное развитие рынка

В процессе развития рынка ЦФА не только увеличиваются объемы выпускаемых активов, но и появляются новые формы – например, ЦФА на денежное требование (с залогом, с привязкой к цене на недвижимость). Появление первого оператора обмена открывает возможность для вторичных торгов ЦФА с расчетами на платформе. АКРА, Эксперт РА и НКР опубликовали первые методологии для выпусков ЦФА, что стало важным шагом к институционализации рынка. Правительство также объявило курс на развитие ЦФА в качестве средства платежа и разработало «дорожную карту». Участники рынка ожидают, что рынок продолжит постепенно развиваться в следующем году, пока не будут сняты существующие барьеры для более активного роста.

- **Динамика сделок на первичном рынке.** Объем выпущенных ЦФА, по нашим оценкам, уже достиг 44 млрд руб. По данным Эксперт РА, консенсус-прогноз операторов информационных систем (ОИС) в отношении новых выпусков ЦФА в 2024 году составляет 125 млрд руб.
- **Появление первого оператора обмена.** Банк России включил Московскую биржу в реестр операторов обмена цифровых финансовых активов. После этого становятся доступными вторичные операции с ЦФА. Однако председатель Наблюдательного совета Московской биржи сообщил, что не все ОИС на текущий момент оперативно предпринимают действия для подключения к оператору обмена.
- **Новые форматы ЦФА.** На рынке постепенно появляются различные новые инструменты, в том числе ЦФА с привязкой к цене на недвижимость, ЦФА с залогом и гибридные ЦФА.
- **АКРА, Эксперт РА и НКР утвердили методологии рейтингов для ЦФА.** При присвоении рейтинга долговым ЦФА используется базовая методология агентства для соответствующего типа долгового финансового инструмента с поправкой на влияние инфраструктурного риска (ОИС).
- **Перспективы развития рынка ЦФА.** На наш взгляд, в ближайшие кварталы рынок ЦФА продолжит постепенно развиваться – будет увеличиваться объем размещений и будут появляться новые формы инструментов. На горизонте 12 месяцев объем размещений ЦФА может составить несколько десятков миллиардов рублей. Согласно комментариям представителей ЦБ, одним из важнейших направлений в развитии рынка ЦФА может быть их использование для трансграничных платежей.

## Обзор рынка

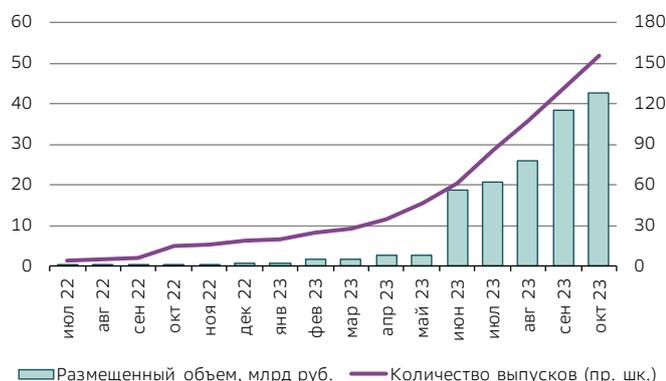
### ДИНАМИКА СДЕЛОК НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ

Объем выпущенных ЦФА, по нашим оценкам, уже достиг 44 млрд руб. (160 уникальных выпусков), но пока это тестовые сделки. На рынке продолжают расти объемы ЦФА на денежное требование (долговые ЦФА или с привязкой к цене базового актива).

По данным [Эксперт РА](#), консенсус-прогноз операторов информационных систем (ОИС) в отношении новых выпусков ЦФА в 2024 году составляет 125 млрд руб., т. е. объем рынка ЦФА может вырасти примерно в 2,85 раза.

Если говорить о структуре выпусков ЦФА, то в ближайшее время, вероятно, продолжится размещение в уже протестированной форме – ЦФА на денежное требование. Выпуск более сложно структурированных ЦФА, у которых базовыми активами были бы ценные бумаги, на наш взгляд, пока ограничен действующими регуляторными ограничениями.

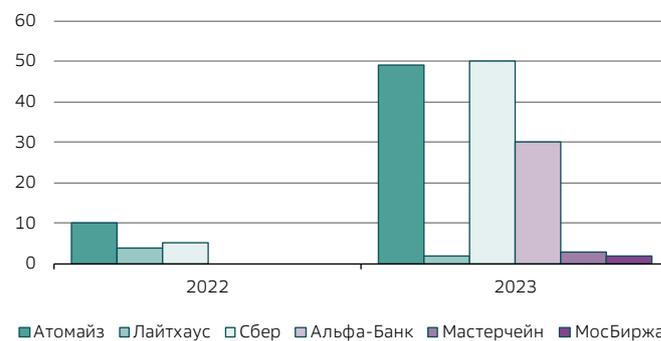
#### Объем выпущенных ЦФА накопленным итогом, млрд руб.



Примечание. Не все ОИС раскрывают объем размещенных ЦФА, ограничиваясь лишь диапазоном объема, доступного для привлечения

Источник: операторы информационных систем

#### Количество выпущенных ЦФА



Источник: операторы информационных систем

### ПОЯВЛЕНИЕ ПЕРВОГО ОПЕРАТОРА ОБМЕНА

В августе Банк России [включил](#) Московскую биржу в реестр операторов обмена цифровых финансовых активов. Лицензия операторов обмена – аналог биржи на классическом рынке, она дает возможность подключать платформы операторов информационных систем (ОИС) к своей платформе. После этого становятся доступными вторичные операции с ЦФА, выпущенными в рамках ОИС, с расчетами на платформе оператора обмена.

В сентябре на форуме «Цифровые финансы: новая экономическая реальность» Сергей Швецов, председатель Наблюдательного совета Московской биржи сообщил, что не все ОИС на текущий момент оперативно предпринимают действия для подключения к оператору обмена. На наш взгляд, в отсутствие требования подключения ОИС к операторам обмена вполне возможно, что некоторые ОИС не спешат с интеграцией с другими платформами, поскольку также планируют получить статус оператора обмена (это предположение подтверждается тем, что участники рынка ждут роста числа операторов обмена – см. ниже).

В сентябре состоялась [первая тестовая сделка](#) с участием оператора обмена ЦФА. НРД в качестве ОИС выпустил ЦФА для эмитента «ГПБ-факторинг» – ЦФА на денежное требование объемом 100 млн руб. сроком обращения 1 день со ставкой 13% годовых. После

этого размещенный выпуск был продан на площадке обмена Московской биржи. Покупатель не раскрывается.

### Количество ОИС и операторов обмена будет расти

Консенсус-прогноз операторов платформ, составленный агентством «Эксперт РА», предполагает почти двукратное увеличение числа ОИС – с текущих 10 до 18 на конец 2024 года. Кроме того, количество операторов обмена может вырасти до пяти. Таким образом, на текущем этапе развития рынок ЦФА останется сильно фрагментированным, и это повышает важность создания мостов между платформами и консолидации пула ликвидности для вторичного обращения.

### ■ Новые форматы ЦФА:

#### ▶ Продукты с привязкой к цене на недвижимость

На текущий момент выпущено два выпуска ЦФА с привязкой к цене одного квадратного метра жилой недвижимости. Их эмитентами стали ГК «Самолет» и Джи-Групп. Инструменты выпущены как ЦФА на денежное требование, без обеспечения. Структура выпусков представлена ниже.

ЦФА на недвижимость		
Эмитент	Самолет Плюс ЦФА	Джи-Групп
Площадь объекта	32,86 кв. м	8187,62 кв. м
Кол-во ЦФА:		
мин.	1	200
макс.	32.8	510
Цена приобретения	233,694 тыс. руб.	99,3 тыс. руб.
Дата выпуска	15 мая (1-й раунд) и 24 июля 2023 (2-й раунд)	4 авг 2023
Дата погашения	31 дек 2025	30 авг 2024
Процентный доход	–	10%
Объем размещения	2,9 млн руб.	50,6 млн руб.

Источник: операторы информационных систем

Выпуск от эмитента «Самолет плюс ЦФА» ([1-й](#) и [2-й](#) раунды) дает право денежного требования в размере стоимости одного квадратного метра жилого помещения в зависимости от условий. При этом промежуточных выплат не предусмотрено. Площадь жилого помещения составляет 32,86 кв. м с первоначальной стоимостью 7,31 млн руб. Стоимость погашения варьируется в зависимости от срока реализации жилья относительно даты погашения (31 декабря 2025 года). При реализации жилья в период, который начинается за год до даты погашения, стоимость погашения будет зависеть от цены реализации. При досрочном погашении ЦФА (более чем за год до даты погашения) или если объект не был реализован до наступления указанной даты, погашение производится по рыночной стоимости. В случае банкротства застройщика погашение производится в соответствии с ценой договора участия в долевом строительстве (7,31 млн руб.).

Владение [ЦФА на недвижимость от Джи-Групп](#) дает право на возврат номинальной стоимости ЦФА и на получение процентного дохода в размере 10% от номинальной стоимости. ЦФА имеет фиксированный номинал в размере 99,3 тыс. руб. (средняя цена одного квадратного метра реализованных помещений в жилом доме за март – май 2023 года). При этом в эмиссионной документации прописано право, но не обязательство эмитента выплатить доход от изменения цены на недвижимость. Согласно решению о выпуске, по усмотрению эмитента может быть выплачен дополнительный доход, который рассчитывается как средняя цена квадратного метра при реализации за три месяца до ввода в эксплуатацию или даты погашения за вычетом

номинала ЦФА и уже полученного процентного дохода (10% от номинальной стоимости).

### Мотивация выпусков ЦФА застройщиками

В ходе [конференций](#), посвященных привлечению капитала для девелоперов и застройщиков, эмитенты этого сегмента отмечали, что очень важны темпы привлечения средств. В некоторых исключительных случаях скорость заимствований является приоритетной для застройщиков даже при несколько более высокой их стоимости, например, для торгов при покупке земельного участка под строительство в отсутствие открытой банковской кредитной линии. Судя по опыту Джи-Групп, которая [привлекла](#) на рынке ЦФА (не только с привязкой к цене недвижимости) в общей сложности уже около 500 млн руб., выпуск ЦФА производится быстрее (срок до трех дней), чем привлечение банковского кредита или размещение биржевых облигаций (до двух недель).

Застройщики размещают ЦФА не только для привлечения финансирования. Это позволяет также расширить клиентскую базу за счет физических лиц с небольшим объемом свободных средств. Эти инвесторы рассматривают ЦФА как инструмент, позволяющий накопить на первоначальный взнос для покупки квартиры и хеджировать риски изменения цен на жилую недвижимость. По сравнению с ЗПИФ на жилую недвижимость, ЦФА на квадратный метр ограничен одним объектом, который может быть интересен инвестору. Один из таких примеров – тестовая сделка Самолета. Однако юридическая структура ЗПИФ недвижимости в большей степени защищает инвесторов, чем текущие выпуски ЦФА на недвижимость, которые представляют собой денежные требования к застройщику без обеспечения или иного регресса на сам объект недвижимости.

- ▶ **Сбер выдал первый в России кредит через ЦФА на 100 млн руб. с залогом в виде реального актива.** Такой кредит в форме ЦФА имеет классическую структуру ЦФА на денежное требование и не является гибридным. ЦФА представляет собой аналог долгового финансирования, обеспеченного залогом в виде движимого имущества компании и товаров в обороте. Сведения о предмете залога содержатся в [решении о выпуске ЦФА](#) и в [приложении](#) к нему.
- ▶ **Атомайз и Росбанк запустили первые в России гибридные цифровые права (ГЦП) на золото.** Владелец ГЦП при погашении может получить на свое усмотрение либо слиток золота из хранилища банка, либо денежный эквивалент по рыночной цене. Этот выпуск - тестовый и адресный, на его основе планируется массовый продукт для розничных инвесторов. Объем выпуска составил 170 тыс. руб. (или 30 г аффинированного золота 999,9-й пробы российского производства) со сроком обращения три месяца. Банк-эмитент хранит слитки в течение срока обращения ГЦП и выкупает их в случае погашения в деньгах.
- ▶ **Какие крупные заемщики сообщили, что планируют выпуск ЦФА?** Автодор на платформе МосБиржи, а также Селигдар и Главстрой.

## Ведущие кредитные рейтинговые агентства РФ утвердили методологии для ЦФА

На текущий момент методологию присвоения рейтингов утвердили три агентства – АКРА, Эксперт РА и НКР. В условиях многообразия типов ЦФА они ограничили методологию рейтингов только для ЦФА как аналога долговых инструментов. Рейтинги базируются на анализе трех составляющих: инфраструктуры выпуска ЦФА (ОИС), эмитента и структуры ЦФА. Для присвоения рейтинга долговому ЦФА используется базовая методология агентства для соответствующего типа долгового финансового инструмента с поправкой на влияние инфраструктурного риска (ОИС). Существенные различия в методологии трех агентств касаются оценки влияния ОИС. Агентства АКРА и Эксперт РА считают, что оценка рисков ОИС не влияет на рейтинг ЦФА – если он присвоен, то эквивалентен рейтингу сопоставимых по структуре классических долговых финансовых инструментов эмитента. Однако НКР считает, что риски ОИС могут снизить базовый рейтинг инструмента на две ступени.

### ■ Методология присвоения рейтингов от [АКРА](#).

С учетом многообразия типов ЦФА АКРА вводит критерии применимости методологии к свойствам финансового инструмента, которые позволяют классифицировать выпуск ЦФА с экономической точки зрения либо как долговой инструмент (аналог облигаций), либо как инструмент, обладающий признаками долгового обязательства и долевого инструмента/производного финансового инструмента/прочих инструментов.

Методология АКРА предполагает, что при анализе используется кредитный рейтинг участника транзакции, чья кредитоспособность определяет кредитное качество рейтингуемого выпуска ЦФА, или кредитные рейтинги лиц, чьи обязательства составляют базовый актив или портфель обеспечения. При анализе транзакций, в которых источником средств для погашения рейтингуемых обязательств и основным фактором кредитного риска является гранулированный портфель активов, АКРА производит оценку кредитного качества базового актива с использованием методов портфельного анализа.

Эта методология не применяется, если есть информация, которая свидетельствует о существенном влиянии рисков ОИС на кредитное качество анализируемого инструмента ЦФА, и агентство может отозвать рейтинг, если он был ранее присвоен.

На российском рынке ЦФА первый кредитный рейтинг (BBB+) был [присвоен](#) агентством АКРА выпуску «ПР-Лизинг» – компании по лизингу транспортных средств и оборудования. Объем эмиссии трехлетнего выпуска эмитента составил 50 млн руб. с купоном 14% годовых с выплатой каждый месяц.

### ■ Методология присвоения рейтингов от [Эксперт РА](#)

Методология Эксперт РА, так же как у АКРА, ограничивает область применения долговыми инструментами, включая различные типы: облигации; ЦФА, размер обязательств по которым эквивалентен стоимости иностранной валюты или публично котируемых товаров; долговые инструменты, выпущенные в рамках сделки секьюритизации и т. д.

Однако, в отличие от АКРА, Эксперт РА устанавливает ряд более четких требований к ОИС (в том числе к кредитоспособности и техническому функционалу).

### ■ Методология присвоения рейтингов [НКР](#)

В основе методологии НКР лежит принцип соответствия (с поправкой на влияние инфраструктурного риска) кредитных рейтингов ЦФА и удостоверяемых ими долговых

обязательств. Необходимым условием для присвоения кредитного рейтинга ЦФА является наличие кредитного рейтинга, присвоенного НКР рейтингуемому лицу или лицу, замещающему его кредитное качество.

Методология рейтингов ЦФА от НКР также включает анализ параметров ОИС. Однако в случае НКР оценка рисков со стороны ОИС может приводить к снижению рейтинга на одну-две ступени относительно базовой оценки. В качестве экономических оснований для оценки рейтинга ОИС агентство указывает ожидаемый размер чистых активов на горизонте 12 месяцев, а в качестве технических – наличие систематических сбоев в деятельности ОИС.

### Сравнение подходов к оценке инфраструктурных рисков (ОИС) в методологиях рейтинговых агентств

	АКРА	Эксперт РА	НКР
Применение оценки риска ОИС	Оценивается применимость базовой методологии и возможность отзыва рейтинга ЦФА, если он был ранее присвоен		Оценка ОИС влияет на рейтинг ЦФА и может снижать базовый рейтинг вниз на две ступени
Подход к оценке риска ОИС	Наличие информации, свидетельствующей о существенном влиянии рисков ОИС на кредитное качество ЦФА	Требования к ОИС: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Отсутствует информация, которая ставит под сомнение возможность продолжения деятельности</li> <li>▪ Удовлетворяется хотя бы один из следующих критериев: <ul style="list-style-type: none"> <li>- ОИС включен в реестр ОИС ЦБ РФ</li> <li>- Кредитный рейтинг юрлица ОИС по шкале «Эксперт РА» не ниже «гАА-»</li> <li>- Решение о выпуске ЦФА допускает исполнение обязательств перед инвесторами минуя ОИС, на котором был реализован выпуск, при невозможности произвести расчеты через указанный ОИС</li> </ul> </li> </ul>	Анализ экономических показателей – оценка ожидаемого размера чистых активов на горизонте 12 месяцев  Анализ технических показателей – наличие систематических сбоев в деятельности ОИС

Источник: АКРА, Эксперт РА, НКР

## Комментарии регуляторов по развитию рынка

### ■ Раскрытие информации о ЦФА.

Согласно федеральному законодательству (п. 7 ст. 3 Закона № 259-ФЗ), все решения о выпуске должны быть опубликованы как на сайте эмитента, так и на сайте оператора информационной системы, выпустившей ЦФА. Они также должны находиться в открытом доступе до полного исполнения обязательств по выпуску. Однако в СМИ появились сообщения о том, что, [согласно новому законопроекту](#), который был направлен в правительство в конце июня, компании, выпускающие цифровые финансовые активы, смогут не публиковать решения о таком выпуске в интернете, если они адресованы определенному кругу лиц и включают только денежное требование. На наш взгляд, это изменение негативно с точки зрения прозрачности рынка.

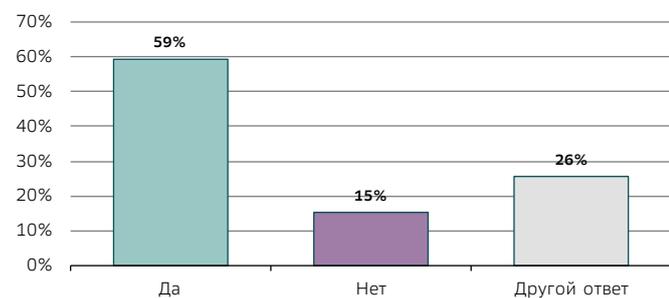
### ■ Комментарии по трансграничным платежам

Важность цифровых валют и ЦФА в международных расчетах [отметил президент России Владимир Путин](#). «Вы хорошо знаете, что сейчас в финансовой сфере идет бурное развитие передовых решений, технологий: это цифровая валюта, цифровые финансовые активы, новые платежные сервисы и модели финансовых расчетов, в том числе с использованием технологий блокчейна, так называемого распределенного реестра. Хотел бы ещё раз сказать, что в этой сфере, особенно когда речь идет о международном экономическом сотрудничестве, крайне важны взаимное доверие и уважительное отношение к интересам партнеров, к интересам друг друга. А если такой фундамент, такая основа есть, то современные, по сути, революционные технологические подходы позволяют создать действительно уникальную систему финансовых расчетов, а если смотреть шире – новаторскую инфраструктуру глобальной экономической, торговой, промышленной и научной кооперации.»

Премьер-министр [Михаил Мишустин](#) сообщил, что правительство и Банк России подготовили «дорожную карту» по внедрению системы международных расчетов при помощи цифровых финансовых активов (ЦФА): «Сейчас работаем над запуском трансграничных расчетов на базе технологии блокчейн с использованием цифровых финансовых активов и соответствующих утилитарных цифровых прав. Правительством в координации с Банком России подготовлен такой поэтапный план по созданию такой системы, в рамках которого будут проанализированы правовые и технические аспекты». По его словам, это даст «новые возможности для привлечения иностранных инвестиций».

Мы ранее провели опрос среди компаний и розничных лиц, чтобы оценить их интерес к возможности оплачивать товары и услуги посредством ЦФА. Использовать ЦФА как средство платежа готовы 80% розничных инвесторов и 59% корпоративных. Отдельно отметим, что в сегменте крупных и крупнейших компаний респонденты единогласно поддержали использование ЦФА для расчетов.

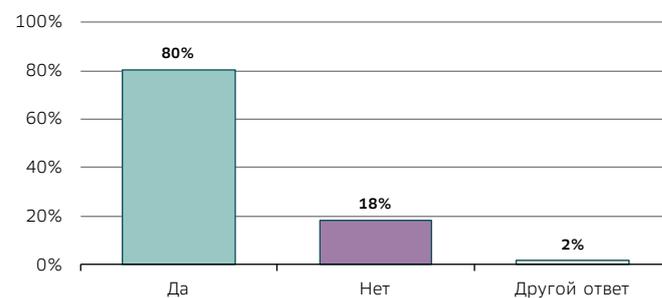
#### Компании: готовы ли вы использовать ЦФА как средство платежа?



Число респондентов: 87

Источник: SberCIB Investment Research

#### Физические лица: готовы ли вы использовать ЦФА как средство платежа?



Число респондентов: 652

Источник: SberCIB Investment Research

## Перспективы развития рынка

### ■ Готовность розничных инвесторов к вложениям в ЦФА

На протяжении трех кварталов 2023 года мы задаем населению вопросы о ЦФА в рамках опроса для «Потребительского индекса Иванова» (опрос проводится исследовательским агентством Terra Pulse Group от имени SberCIB Investment Research среди 2,3 тыс. респондентов, проживающих в 164 городах с населением свыше 100 тыс. жителей). Респондентам задают вопрос об их заинтересованности в инвестировании в ЦФА, объеме средств и доле инвестиционного портфеля, которые они готовы инвестировать в ЦФА.

Доля респондентов, которые знают о ЦФА, почти не изменилась кв/кв – во втором квартале она составила 11,5%, в третьем 12,8%. Однако медианный уровень потенциальных вложений в ЦФА за тот же период немного повысился: с 10 тыс. руб. до 12,5 тыс. руб. При этом респонденты с активными брокерскими счетами в 3К23 готовы вложить 30 тыс. руб. (против 20 тыс. руб. в предыдущий период), что предполагает увеличение предельной доли ЦФА от инвестиционного портфеля на 5 п. п. до 20%.



Источник: SberCIB Investment Research



Источник: SberCIB Investment Research

## Наше мнение о перспективах развития рынка ЦФА

Несмотря на ряд положительных изменений, произошедших на рынке ЦФА, в ближайшие кварталы этот рынок продолжит развиваться постепенно. Это касается как объемов размещений, так и увеличения типов инструментов. Мы считаем, что в перспективе 12 месяцев могут быть размещены ЦФА на несколько десятков миллиардов рублей.

Мы по-прежнему видим ряд факторов, сдерживающих развитие рынка ЦФА:

- **Отсутствие ликвидного вторичного рынка.** Запуск вторичных торгов на Московской бирже будет способствовать дальнейшему росту интереса инвесторов к рынку ЦФА. При этом пока неясно, сколько платформ будет подключено к Московской бирже.
- **Отсутствие доступа к рынку ряда институциональных инвесторов (НПФ и страховых компаний).** Пока мы не видим значимых изменений в этой части со стороны регулятора. Однако важный шаг в этом направлении – появление первых методологий рейтингов выпусков ЦФА.
- **Розничным инвесторам необходимо подтверждать статус квалифицированного инвестора** отдельно на каждой из платформ операторов информационных систем.
- **Регуляторные ограничения на выпуск более сложных продуктов,** например, на выпуск ЦФА, для которых базовым активом будут ценные бумаги.

Мы считаем, что по мере решения этих вопросов рынок ЦФА получит импульс к более быстрому развитию, но пока будут в основном расти объемы ЦФА на денежное требование.

## Ограничение ответственности