Иван МАХАЛИН,
партнер,
LECAP

Даниил БАСИН,
юрист,
FOCUS Management

Место ЦФА в сделках секьюритизации

Развитие технологий и правового регулирования предоставляет участникам российского финансового рынка возможности по модернизации существующей инфраструктуры, позволяющие снизить стоимость сделок и обеспечить большую гибкость используемых инструментов.

В частности, в сфере секьюритизации можно обратить внимание на замену классической секьюритизации на модели сделок с применением цифровых финансовых активов **(ЦФА)**.

Прежде чем рассматривать возможности использования ЦФА в сделках секьюритизации, нужно разобраться с самой природой цифровых финансовых активов.

Исходя из положений Закона о цифровых финансовых активах[1] и механизма действия ЦФА, такой актив представляет собой запись в системе блокчейн, удостоверяющую цифровые права ее держателя. Данные цифровые права могут включать в себя денежные требования, что особенно актуально для секьюритизации.

По сути, ЦФА является разновидностью токена — записи в блокчейн. ЦФА отличает от других токенов их признание законодателем, что позволяет ЦФА удостоверять права, которые могут быть принудительно исполнены в российском суде и защищены правоохранительными органами (что существенно для потенциальных инвесторов).

Рассмотрев природу ЦФА и их отличие от токенов, перейдем к теме настоящего материала: **каким образом ЦФА могут использоваться в сделках секьюритизации активов?**

Мы выделяем два варианта:

1) использование ЦФА, удостоверяющих те или иные требования (например, из потребительских кредитов), в качестве базовых активов в сделках секьюритизации;

[1] Федеральный закон от 31.07.2020 №259-ФЗ (ред. от 25.10.2024) «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»// Официальный интернет-портал правовой информации http://pravo.gov.ru, 31.07.2020.

2) использование ЦФА как «результата» секьюритизации (в качестве аналога облигации).

Так как механизм секьюритизации, в котором ЦФА играют роль базового актива облигаций, глобально не отличается от классической секьюритизации активов (например, секьюритизации пула закладных), мы рассмотрим более детально второй вариант.

К преимуществам использования ЦФА в качестве аналога облигаций, выпускаемых в результате секьюритизации, можно отнести следующие:

1) уменьшение транзакционных издержек на осуществление сделки. Решение о выпуске ЦФА не требует регистрации в ЦБ, только у оператора информационной системы — специальной платформы, где обращаются ЦФА. Оплата услуг оператора информационной системы также может обходиться эмитенту намного дешевле по сравнению с оплатой комиссии депозитария. Указанные факторы способствуют снижению общих издержек эмитента на подготовку и регистрацию эмиссионной документации;

2) оперативно функционирующая и надежная инфраструктура. Фиксация передачи прав на ЦФА осуществляется в рамках блокчейна внутри информационной системы, что кратно быстрее, чем регистрация перехода права в рамках работы депозитариев (буквально в рамках одного клика). Использование технологии блокчейн позволяет также снизить риски утраты записей;

3) повышение гибкости. Требования к решению о выпуске ЦФА, установленные в законодательстве, значительно менее жесткие, чем требования к решению о выпуске структурных облигаций. Деятельность операторов информационной системы также менее зарегулирована. Это позволяет конструировать такие условия для ЦФА, которые были бы невозможны по тем или иным причинам в отношении выпусков российских облигаций. Однако пока мы видим, что действующее регулирование крайне затрудняет использование ЦФА в классических секьюритизациях по следующим причинам:

• пробелы в регулировании самих ЦФА. Положения законодательства не регулируют ряд вопросов в отношении правовой природы ЦФА, которые давно и бесповоротно решены для облигаций. Так, неясно, каким образом обеспечивать ЦФА залогом или поручительством, можно ли проводить общее собрание владельцев ЦФА (по аналогии с общими собраниями владельцев облигаций), одобрять ли реструктуризацию ЦФА большинством голосов владельцев ЦФА в рамках одного выпуска и т. д.;

• невозможность использования SPV для выпуска ЦФА. Законодательством напрямую не предусмотрена возможность эмиссии ЦФА специализированными финансовыми обществами (СФО) или ипотечными агентами. В свою очередь, это приводит к невозможности использования специальных мер защиты инвесторов (ограниченная правоспособность эмитента, запрет на его реорганизацию и прочее) и налоговых льгот, предусмотренных для таких SPV;

• ограничения в приобретении ЦФА институциональными инвесторами. Не секрет, что классические сделки секьюритизации зачастую ориентированы именно на институциональных инвесторов. В то же время в отсутствии специальных разъяснений регулятора банки вряд ли смогут принять на баланс ЦФА, выпущенные в рамках сделок секьюритизации по тем же правилам, что и «секьюритизационные» облигации. При этом НПФ и страховщики пока вообще не вправе использовать клиентские активы для приобретения ЦФА.

Тем не менее наша команда видит потенциальный спрос на использование ЦФА в сделках секьюритизации в качестве аналога облигаций.

Мы допускаем, что ЦФА (даже по действующему регулированию) могли бы использоваться:

1) в рамках простых сделок по «переупаковке» в ликвидные ЦФА на договорные требования к одному или нескольким должникам, в особенности если эти сделки ориентированы на розничных инвесторов, либо на иные активы;

2) для целей оформления «младшего транша» в классических секьюритизациях, в том числе осуществляемых с баланса СФО.

Вполне возможно, что по мере развития отечественного регулирования ЦФА смогут потеснить, а быть может, и полностью заменить облигации на рынке классической секьюритизации.