Рынок ЦФА в России: зачем он нужен сейчас и что необходимо для его развития?

Егор КРИВОШЕЯ,
старший преподаватель Школы управления СКОЛКОВО, руководитель лаборатории блокчейн и финтех

Екатерина СЕМЕРИКОВА,
ведущий исследователь лаборатории блокчейн и финтех Школы управления СКОЛКОВО

Недавно на российском рынке появилось перспективное нововведение, которое уже захватило интерес многих банков — цифровые финансовые активы, или ЦФА. Что такое ЦФА, если говорить простым языком? Это новый инвестиционный инструмент с тремя ключевыми преимуществами для того, кто хочет получить фондирование.

ЦФА — это новый инвестиционный инструмент с тремя ключевыми преимуществами для того, кто хочет получить фондирование

По сути, это демократизация сложных финансовых инструментов, которые раньше были доступны крупным компаниям за высокие комиссии (облигации, производные финансовые инструменты и даже иногда акции, если мы говорим о капитале в НАО).

Отсюда вытекает несколько преимуществ ЦФА:

1. ЦФА дают эмитенту гибкость, удешевление и ускорение процесса выпуска актива: он в праве прописать любые условия продажи и погашения, главное, чтобы это было и выгодно эмитенту, и интересно инвестору.

2. ЦФА помогает выйти на новую аудиторию, недоступную ранее для некоторых активов. К примеру, инвестиция в недвижимость или металл благодаря ЦФА может теперь быть доступна от любой суммы или эмиссия от МСБ, для которых комиссии и объемы выпуска по традиционным инструментам являются заградительными.

3. Наконец, это выпуск инвестиционных инструментов на то, что раньше было недоступно. К примеру, это квадратный метр жилья или акции в непубличных акционерных обществах.

Рассмотрим пример. У вас есть любимый магазин одежды, которому не доступен выход на рынок публичного долга по финансовым ограничениям. С помощью ЦФА данная организация может получить финансирование. Это аналог краудфандинга или краудлендинга (финансирования от людей, в большинстве своем неквалифицированных инвесторов), но только с выпуском цифрового инструмента, подтверждающего либо право на участие в капитале этой компании, либо право на получение своих денег обратно через какой-то период времени. Условия возврата могут быть

любыми — с процентами или без, с постоянными платежами (купонами/дивидендами) или без них.

Кто-то сейчас, скорее всего, скептически спросит: «Зачем это нужно рынку, где инвесторы и так неграмотные, а классические финансовые инструменты и так удовлетворяют спрос?» Но нам хотелось бы поспорить с такими заявлениями, и здесь есть несколько причин.

ПРИЧИНА 1. ЦФА и классические финансовые инструменты отличаются друг от друга

Сейчас в России рассматривается четыре типа цифровых финансовых активов (Таблица 1). **Первый тип — это право денежных требований.** То есть инвестор дает деньги в долг, чтобы потом попросить определенную сумму обратно. Сейчас в большинстве своем эмитентам доступны только короткие облигации и металлические счета, и большинство из 20 эмиссий было ровно в этих типах инструментов. Собственно, одними из первых выпусков были как раз ЦФА на палладий, корзину металлов и золото на платформе Atomyze.

Чем же это отличается от более привычного рынка? Если говорить про классические инструменты, например выпуск облигаций, то в текущем виде по большей степени ничем. В ряде случаев выпуск ЦФА получится дешевле и быстрее. Но реальные выгоды появляются там, где есть те самые три ключевых преимущества, о которых мы говорили выше: (1) гибкость, (2) новая аудитория и (3) токенизация того, чего не было раньше. Эти выгоды в полной мере пока обсуждаются только в перспективных активах, которых, по некоторым заявлениям от платформ, может быть как минимум более нескольких сотен.

Если мы начнем комбинировать эти компоненты, то выгоды становятся более явными. Во-первых, это повышенная доступность инвестиций в редкие металлы. К примеру, сейчас нет возможности с легкостью вложиться в иридий, тогда как благодаря ЦФА это становится осуществимым. Во-вторых, эмитентом может являться сам производитель металлов, и ему не нужен посредник для того, чтобы напрямую связаться с инвестором. В-третьих, это порог входа. Сейчас инвестиции в металл идут от 0.1 до 1 грамма в зависимости от металла и места покупки. ЦФА дают возможность дробить это до любого объема без особых ограничений.

Если мы рассмотрим **второй тип ЦФА — участие в капитале непубличных акционерных обществ,** то одно из ключевых преимуществ становится основным — токенизация того, чего не было раньше. Инвестиционных инструментов, кроме краудфандинга и краудлендинга, для подобных компаний фактически не было. Какая угодно компания не способна выйти на IPO, потому что это дорого (издержки на выпуск могут доходить до 20 % от привлекаемой суммы), а также опасно (доля неуспешных IPO, когда стоимость акции существенно падает после эмиссии, постоянно растет).

Теперь благодаря ЦФА появляется новый официальный инструмент, похожий на классический выпуск акций, но в этом случае — доступнее. В том числе потому, что стоимость выпуска ЦФА может доходить до 5 % от привлекаемой суммы в зависимости от всех вводных без необходимости проходить такой же due diligence, как при выпуске классических акций. С одной стороны, это увеличивает уровень рисков, но с другой — дает более широкий доступ. Пока подобных выпусков еще не было, но это одно из перспективных направлений для развития рынка.

Третий тип ЦФА — это права по эмиссионным ценным бумагам. Ближайший аналог — это паевой инвестиционный фонд (ПИФ), но только теперь в цифровом формате. В чем же наиболее заметное отличие от классического рынка? Здесь в основном это выход на новую аудиторию. Порог входа для инвесторов становится ниже. К примеру, сейчас вложиться в недвижимость можно двумя способами: купить квартиру (необходимо довольно

Для более квалифицированных инвесторов можно создавать новые инструменты, которые при правильном структурировании могут стать для них интересны

Таблица 1
Типы ЦФА и их выгоды для инвесторов и эмитентов

Источник: аналитика авторов

Тип ЦФА	Пример	Плюсы для инвесторов	Плюсы для эмитентов
Право денежных требований	ЦФА на облигации, ЦФА на драг. металлы	Сниженный порог входа	• Гибкость • Выход на новую аудиторию
Участие в капитале НАО	ЦФА на капитал ООО	Новый инструмент	Новый, ранее недоступный инструмент
Права по эмиссионным ценным бумагам	ПИФ на базе ЦФА на квадратный метр	Сниженный порог входа	• Гибкость • Выход на новую аудиторию
Гибридные цифровые права	ЦФА на изумруд с правом погашения изумрудом	Новый инструмент	Новый, ранее недоступный инструмент

много денег, которые можно проспонсировать долгом, но это довольно сложная конструкция для розничного инвестора) или вложиться в ПИФ (доступно в ограниченном спектре брокеров и объектов).

Предположим, что инвестор не хочет покупать квартиру и выбирает вложиться в ЗПИФ на недвижимость. Порог входа в такую инициативу сейчас начинается от 50–100 тысяч рублей и без особо широкого выбора. Для физического лица в России даже эта сумма может показаться достаточно высокой. ЦФА помогают снизить порог входа до любой суммы.

Второе преимущество, которое здесь имеет значение, это гибкость. Для более квалифицированных инвесторов можно создавать новые инструменты, которые при правильном структурировании могут стать для них интересны.

Четвертый тип ЦФА — это гибридные цифровые права. Это комбинация цифрового финансового актива с утилитарным цифровым правом (УЦП). УЦП — это право требовать передачи товара, интеллектуальной собственности или выполнения работ/услуг.

Что же такое гибридный ЦФА? Самый яркий пример — это выпуск ЦФА с правом погасить его фактическим товаром. К примеру, производитель драгоценных камней выпускает ЦФА, инвестор переводит ему определенную сумму, но в назначенный срок получает не деньги, а заранее оговоренный драгоценный камень. Основное преимущество здесь, как и в случае с НАО (второй тип ЦФА), — это отсутствие аналогов на рынке. Это тоже одно из наиболее перспективных направлений для развития, хотя выпусков еще пока не было.

ПРИЧИНА 2. У ЦФА есть перспективы активного развития, в том числе из-за более гибкой, чем у классических финансовых услуг, регуляторной базы

По различным оценкам от 2022 года, рынок ЦФА на денежные требования на ближайшие пару лет оценивали в сумму от 300 до 750 млрд рублей в год. Чего сейчас не хватает для активного развития и проникновения ЦФА и как получить эти преимущества?

Во-первых, инфраструктуры. Сейчас есть ограничения для неадресного выпуска ЦФА, которые в этом году, скорее всего, будут сняты. То есть простой инвестор не может без специального приглашения зарегистрироваться на любой платформе по выпуску ЦФА и поучаствовать в эмиссии. Более того, лицензии оператора обмена нет пока ни у одной платформы, а значит купленные во время эмиссии ЦФА невозможно обменять между платформами, и аналога биржи ЦФА пока нет ни у кого.

Во-вторых, не хватает понятного позиционирования и понятного клиентского пути. Рынок инвестиций в России сейчас проходит не самый простой этап. Санкции, заблокированные бумаги, падения, невыплаты дивидендов, необъяснимые скачки в бумагах вторых и третьих эшелонов компаний — все это подрывает уровень доверия инвесторов. Поэтому от того, как ЦФА будут позиционироваться и объясняться, будет зависеть их востребованность среди инвесторов. Пока для классического квалифицированного инвестора существует больше вопросов, чем ответов. Что уж тогда говорить про неквалифицированных инвесторов с недостаточным уровнем финансовой грамотности? Для такого типа инвесторов сейчас существуют ограничения на вход (до 600 тысяч рублей для ЦФА с повышенным риском). Но ограничения не помогут понять, что такое ЦФА и в чем его потенциал, поэтому образовательная и разъяснительная работа в этом направлении требуется уже сегодня.

В-третьих, нет вспомогательных игроков, которые помогли бы этот рынок развивать. К примеру, на рынке до сих пор не так много компаний или консультантов, кто будет структурировать продукты на базе ЦФА. Сейчас понимание того, что можно сделать с точки зрения структурирования различных продуктов, есть только у незначительной доли погрузившихся в тему финансистов и специалистов в блокчейне или финтехе. Более того, может не хватать промежуточных звеньев, которые помогут с поиском клиентов, готовых проинвестировать в продукты на базе ЦФА, особенно физических лиц. Также не хватает тех, кто сможет простым языком объяснить, что это такое, не пытаясь продать лишние риски ни эмитентам, ни инвесторам.

Чтобы ускорить развитие рынка, важно соединить эмитентов с платформами и создать единую экосистему важных стейкхолдеров

Наконец, регулирование все еще находится в стадии доработки, исходя из последнего доклада Банка России о развитии рынка ЦФА. Однако это не мешает рынку уже начинать активно развиваться. Согласно докладу, будущее регулирование скорее будет направлено на гармонизацию с традиционным рынком финансовых инструментов. Пока этот вопрос находится в стадии проработки, за регулированием остается следить и ждать следующий шаг.

ЦФА: ЧТО ДАЛЬШЕ?

ЦФА могут помочь обновить финансовые рынки России, но важно отметить, что это направление все еще находится в зачаточной стадии. Формирующемуся рынку меньше года, и суммарная эмиссия пока не существенно превышает 2 млрд рублей. При этом мы пока не видели принципиально отличающихся продуктов, а также полноценного привлечения физических лиц к ЦФА.

Чтобы ускорить развитие рынка, важно соединить эмитентов с платформами и создать единую экосистему важных стейкхолдеров. Эту нишу, помимо прочих, могут занять независимые консультанты и исследователи. И, по нашему опыту, сегодня их роль выше, чем прежде, так как эмитенты, инвесторы/клиенты и платформы могут общаться на разных языках, а успешная эмиссия сильно завязана на отдельных личностях.

Участвуя в структурировании и подготовке эмиссии ЦФА из числа первых, мы поняли, что ожидания эмитентов выше, чем то, что сегодня предлагают платформы. Поэтому сейчас, как никогда прежде, важны эксперименты: например, с допуском новых клиентов или структурированием новых продуктов, с новыми активами в основе. От этого могут зависеть и скорость развития ЦФА, и то, как ЦФА будут восприниматься клиентами и регуляторами.