Цифровые финансовые активы — рейтингование

Тимур ИСКАНДАРОВ,
старший директор,
руководитель группы
рейтингов проектного
и структурированного
финансирования, АКРА

Рейтингование долговых финансовых инструментов является одним из основных направлений деятельности рейтинговых агентств. Кредитный рейтинг в своей сущности является буквенно-символьным выражением кредитоспособности эмитентов или кредитного качества их финансовых обязательств. Иными словами, кредитный рейтинг является отражением величины кредитного риска, присущего обязательствам того или иного эмитента, выпущенным в той или иной форме. На практике это означает, что кредитный рейтинг может быть присвоен любому обязательству, которое характеризуется кредитным риском и которое обладает фундаментальными характеристиками возвратности, платности и срочности. До сих пор основным объектом рейтингования среди финансовых инструментов являлись облигации, будь то корпоративные или облигации структурированного финансирования, а также часть структурных облигаций.

ЦФА следует рассматривать как достаточно широкий класс финансовых инструментов, объединяющий в себе различные по своей экономической сути, но схожие по форме, обязательства эмитентов или третьих лиц

С появлением такого класса обязательств, как цифровые финансовые активы (ЦФА), вопрос их рейтингования переходит в новую плоскость. С одной стороны, ЦФА могут характеризоваться как вполне привычными параметрами долгового инструмента, которые приближают их по своей сути к облигациям, так и дополнительными правами, подверженными некредитным рискам. Законодательство определяет ЦФА как цифровые права, включающие денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске ЦФА.

При этом в выпуск ЦФА могут быть включены дополнительные права, связанные с получением материальных ценностей. Соответственно, ЦФА следует рассматривать как достаточно широкий класс финансовых инструментов, объединяющий в себе различные по своей экономической сути, но схожие по форме обязательства эмитентов или третьих лиц. В такой парадигме, с одной стороны, кредитные рейтинги продолжат выполнять свою прямую функцию, отражая

степень кредитного качества рейтингуемых инструментов, а с другой — само наличие (или отсутствие) рейтинга может быть дополнительным идентификатором, который отражает экономическую суть конкретного выпуска ЦФА, а также композицию рисков, которым он подвержен, что крайне важно для потенциальных инвесторов.

Принимая во внимание значимость кредитных рейтингов для полноценного функционирования долгового сегмента финансового рынка, а также существенный потенциал развития сегмента ЦФА, АКРА в приоритетном порядке подготовило проект методологии присвоения кредитных рейтингов цифровым финансовым активам.

РЕЙТИНГОВЫЙ АНАЛИЗ ЦФА

Учитывая широту палитры включаемых в понятие ЦФА инструментов, рейтингование этих инструментов возможно далеко не всегда и зависит от наличия атрибутов, характерных для стандартных долговых обязательств и финансовых инструментов.

- **Долговой характер обязательства**

Кредитный рейтинг не может быть присвоен инструментам, не связанным с каким-либо финансовым обязательством, характеризующимся срочностью, возвратностью и платностью. Например, ЦФА, закрепляющим за их обладателем права по акциям, не может быть присвоен кредитный рейтинг, если сделку не сопровождает явное обязательство третьей стороны погасить ЦФА в конце определенного решением о выпуске срока.

- **Возможность определения явного источника кредитного риска**

Кредитный рейтинг может быть присвоен ЦФА, исполнение обязательств по которым явно зависит от кредитоспособности эмитента или кредитного качества базового актива.

- **Возможность определения объема обязательств, подверженных кредитному риску**

ЦФА должны быть связаны с безусловным обязательством полного (реже — частичного) исполнения платежных требований.

- **Возможность исключения или минимизации влияния некредитных рисков**

Отдельные разновидности ЦФА, связанные с гибридными или утилитарными правами, теоретически могут быть подвержены влиянию валютного, рыночного или иных некредитных рисков, что зачастую делает затруднительным или невозможным определение величины кредитного риска. Соответственно, для целей рейтингования любые некредитные риски должны быть минимизированы, например путем хеджирования. Разумеется, это накладывает дополнительные ограничения на кредитную оценку, поскольку подразумевает участие третьих лиц — провайдеров свопов, опционов или иных инструментов хеджирования.

Присвоение кредитного рейтинга финансовому инструменту подразумевает тщательный анализ условий рейтинговых факторов, которые варьируются в зависимости от экономической сути инструмента. Так, кредитное качество корпоративных облигаций (plain vanilla) определяется кредитоспособностью его эмитента, облигаций с гарантией — кредитоспособностью гаранта, рейтинг инструментов секьюритизации зависит от показателей портфелей обеспечения и т. д.

Поскольку ЦФА объединяют совершенно различные типы обязательств, ключевую роль в рейтинговании играет анализ их экономической сути с последующим отнесением к тому или иному типу в рамках уже существующих классификаций финансовых инструментов. Использование приведенной ниже классификации ЦФА позволит агентству использовать уже имеющиеся методологические подходы для присвоения кредитных рейтингов этому новому классу инструментов при условии выполнения требований, необходимых для обеспечения рейтингуемости.

Следует отметить, что при подготовке методологии агентство учитывало не только уже доступные, то есть предусмотренные законодательством, разновидности ЦФА, но и потенциальные направления развития этого рынка. В частности, в рамках новой методологии присвоения кредитных рейтингов цифровым финансовым активам АКРА выделяет следующие группы ЦФА.

- Аналоги стандартных облигаций, удостоверяющие денежные требования напрямую к эмитентам ЦФА. Это наиболее простой тип ЦФА, не предполагающий использование каких-либо гибридных прав, что исключает влияние каких-либо некредитных факторов. Именно эта разновидность уже получила некоторое распространение на рынке. Рейтинговый анализ подобных инструментов строится на определении кредитоспособности эмитента, а также определении уровня возмещений в случае его потенциального дефолта. Аналогичный подход АКРА планирует применять и в отношении так называемых токенизированных металлов, то есть ЦФА, конечный объем обязательств по которым определяются в зависимости от курсовой стоимости фиксированного

Кредитный рейтинг может быть присвоен ЦФА, исполнение обязательств по которым явно зависит от кредитоспособности эмитента или кредитного качества базового актива

объема драгоценных металлов. Рыночный риск в таком случае не учитывается, так как агентство рассматривает такие ЦФА, как аналог инструмента, номинированного в валюте, отличной от рубля.

• Аналоги инструментов структурированного (секьюритизации) и проектного финансирования. Сюда относятся ЦФА, базовыми активами по которым могут выступать:

– права требования по единичному долговому обязательству или финансовому инструменту;

– права требования по портфелю долговых обязательств или финансовых инструментов;

– права требования по проектно-финансовой задолженности, а также проектные активы и генерируемые ими денежные потоки;

– будущие потоки денежных платежей, обусловленные какими-либо контрактными обязательствами.

Нельзя не отметить, что на сегодняшний день секьюритизация с использованием ЦФА является теоретической концепцией. Например, выпуск ЦФА защищенными от банкротства компаниями специального назначения не предусмотрен законодательством (равно как не предусмотрены возможности формирования полноценного базового актива и структурирования выпуска). Учреждение независимой компании под внешним управлением является доступной опцией, однако для реализации потенциала этого направления необходимо решить более широкий ряд законодательных и регуляторных вопросов. Необходимо, в частности:

• обеспечить возможность разделения выпусков ЦФА на различные по приоритетности исполнения обязательств транши;

• явно указать в законодательстве допустимость использования в качестве базового актива по ЦФА портфеля обязательств третьих лиц таким образом, чтобы отдельные ЦФА не были привязаны к индивидуальным активам в секьюритизируемом портфеле;

• предусмотреть возможность выпуска ЦФА, обеспеченных правами требования к третьим лицам, специализированными компаниями — специализированными финансовыми обществами, специализированными обществами проектного финансирования и ипотечными агентами;

• обеспечить возможность обособления активов, являющихся обеспечением по ЦФА, на балансе оригинатора таких активов;

• предусмотреть законодательную возможность выдачи займов со стороны СФО, выпускающих ЦФА, обеспеченные обязательствами третьих лиц;

• обеспечить возможность покупки обеспеченных ЦФА, которым присвоен рейтинг российских кредитных рейтинговых агентств по рейтинговой шкале структурированного финансирования, различными классами инвесторов.

Решение этих задач позволит полностью использовать потенциал цифрового структурированного финансирования, которое, по мнению АКРА, является одним из наиболее перспективных направлений развития для ЦФА, и даже в определенной мере наверстать упущенные возможности по сравнению с традиционной секьюритизацией (то есть сопровождающейся выпуском обеспеченных облигаций). При должной проработке ЦФА способны упростить структурирование сделок секьюритизации.

Рейтинговый подход этой группы инструментов предполагает анализ базового, то есть секьюритизируемого, актива или портфеля активов, равно как структуры выпуска, транзакционных триггеров, порядков платежей и т. д. Присваиваемый кредитный рейтинг основывается на оценке доступного денежного потока, генерируемого базовым активом и распределяемого между инвесторами в зависимости от структуры выпуска.

• ЦФА, связанные с гибридными правами, а также аналоги структурных облигаций, исполнение требований по которым зависит, например, от динамики рыночных индикаторов (инфляция, ключевая ставка) или сторонних событий, не связанных напрямую с эмитентом ЦФА (дефолты третьих лиц, наступление сторонних событий или динамика показателей рыночных индикаторов). Возможные схемы и характеристики таких выпусков пока до конца не ясны, но АКРА ожидает, что эта группа ЦФА будет иметь определенный спрос. Рейтинговый анализ будет определяться индивидуально в зависимости от возможности четкой идентификации источника и объема кредитного риска, а также его подверженности влиянию некредитных факторов.

Присваиваемый кредитный рейтинг основывается на оценке доступного денежного потока, генерируемого базовым активом и распределяемого между инвесторами в зависимости от структуры выпуска

СПЕЦИФИКА ЦФА

В настоящее время рынок ЦФА находится на этапе формирования, участники рынка изучают новый инструмент, осуществляя пилотные эмиссии в простейшей форме. Существует ряд факторов, способствующих росту интереса к данному классу финансовых инструментов. Например, требования к раскрытию информации в рамках эмиссионной документации ЦФА менее формализованы

по сравнению с традиционными финансовыми инструментами. Благодаря этому эмиссия ЦФА является менее трудозатратным и, следовательно, более привлекательным для многих эмитентов источником финансирования, однако, по мнению АКРА, такая ситуация продлится недолго. Еще одним фактором, который, с точки зрения агентства, будет способствовать распространению ЦФА, является возможность привязки к ЦФА дополнительных прав, связанных с владением или получением материальных ценностей, к которым, помимо драгоценных металлов, могут относиться полезные ископаемые, материальные ценности и т. д.

Несмотря на то что многие типы ЦФА рассматриваются агентством как аналог традиционных долговых финансовых инструментов, приходится принимать во внимание проявление специфических рисков, способных повлиять на кредитное качество ЦФА. К таким рискам, например, относятся:

• **Общие риски, связанные с отсутствием сложившейся практики выпуска ЦФА.** Например, налоговые и юридические риски, риски, связанные со структурированием выпусков и взаимодействием с различными контрагентами эмитентов ЦФА. В базовом сценарии эта группа рисков не должна оказывать существенного влияния на исполнение обязательств по выпускам ЦФА, однако в случае дефолта эмитента реализация этих рисков вполне возможна. Это может отразиться на размере возмещений по рейтингуемым эмиссиям ЦФА, что скажется на уровне кредитного рейтинга. Такое влияние будет варьироваться в зависимости от типа выпуска и, соответственно, используемого рейтингового подхода, однако существенного негативного влияния АКРА не ожидает.

• **Технологические риски и кибербезопасность.** Данная группа рисков связана с применяемыми операторами информационных систем, в которых производится выпуск ЦФА, ИТ-решениями, а также со способностью ОИС обеспечить бесперебойное и непрерывное функционирование информационных систем. Данная группа инфраструктурных рисков минимизируется достаточно жесткими требованиями, предъявляемыми со стороны законодательства и регулятора, в отношении ОИС, исполнение которых необходимо для внесения в реестр ОИС. Агентство осознанно не учитывает эти риски как фактор рейтингового анализа, относя их скорее к форс-мажорным обстоятельствам, поскольку глубокий анализ ИТ-решений и оценка конкретных бизнес-процессов не относятся к компетенции рейтинговых агентств, особенно в отношении регулируемой среды, к которой можно отнести рынок ОИС.

• **Кредитные риски операторов инфраструктуры, в частности ОИС.** Ключевую роль в обеспечении процессов выпуска и обращения ЦФА играют операторы информационных систем. Поскольку система учета ЦФА не является централизованной, а в роли ОИС могут выступать различные юридические лица, возникает риск влияния кредитоспособности ОИС на исполнение обязательств по ЦФА. Что произойдет с обязательствами по ЦФА, если их оператор обанкротится? Как держатели ЦФА смогут обеспечить исполнение своих прав требования к эмитентам или же реализовать иные права без функционирующего ОИС? Смогут ли эмитенты обслуживать свои долговые обязательства вне информационной системы? Нынешняя конфигурация рынка подразумевает, что банкротство ОИС ведет к невозможности ведения реестра ЦФА. При этом для инвесторов наличие правовых механизмов истребовать исполнения обязательств эмитентов через суд неочевидно. Потенциальным решением могла бы быть передача функционала по обслуживанию и учету ЦФА от одного ОИС к другому, однако технологически такое резервное обслуживание представляется весьма затруднительным. Так, различные ОИС используют различные системы блокчейн, что делает невозможным интеграцию двух отдельно взятых систем. На практике это означает что передача базы ЦФА от одного оператора другому потребует организацию полного внешнего управления серверами, приложениями, программами и бизнес-процессами. В настоящее время такая опция, вероятно, может быть проработана контрактно на двусторонней основе, однако возможность практической реализации, повторимся, остается под вопросом. Альтернативой могло бы стать создание и развитие института профессиональных посредников и участников рынка ЦФА, фиксирующих изменения реестров ЦФА и исполнение обязательств по ним, но и такая конфигурация может не позволить снять все риски. Крайней мерой могли бы стать создание требований к кредитоспособности ОИС, однако это моментально приведет к централизации рынка, что несколько противоречит самой концепции децентрализованных финансов. На момент написания данной статьи АКРА продолжает изучать данный вопрос, равно как и пути его решения.

Ключевую роль в обеспечении процессов выпуска и обращения ЦФА играют операторы информационных систем