Рынок ЦФА в России: реалии и перспективы

На Московской сессии Investfunds Forum — конференции институциональных инвесторов, которая состоялась в октябре, эксперты обсудили в том числе и рынок цифровых финансовых активов. Основными тезисами спикеров делимся в этом материале.

Игорь Лаухин рассуждает о том, почему спустя 9–10 месяцев так и не появились какие-то значимые сделки ЦФА

Алиса Закирова, аналитик по суверенному долгу, Sber CIB

— Представляю результаты нашего исследования по перспективам развития рынка ЦФА в России. Как мы знаем, объем выпущенных ЦФА в России достиг внушительных 40 млрд рублей, однако все еще пока представлен единичными и тестовыми сделками. В таких условиях, когда рынок только зарождается, есть огромное пространство для развития нового класса активов, очень сложно понять, выбрать приоритетную стратегию направления.

Мы провели опросы среди трех групп: это финансовые институты, компании и розничные инвесторы. Опросы показали высокую степень заинтересованности среди всех респондентов. Наибольший интерес был выявлен среди профессиональных участников рынка, финансовых институтов. Более четверти опрошенных (около 26%) сказали, что уже протестировали рынок и видят перспективы его развития, 60% еще не успели протестировать, но также видят этот рынок перспективным.

Среди розничных респондентов также наблюдается высокий интерес— 60% слышали о новом классе активов и следят за рынком. При этом из них 15% уже считают, что достаточно хорошо осведомлены, чтобы начать совершать операции, инвестировать.

Среди корпоративных респондентов МСП сегмент показал чуть бóльшую заинтересованность, нежели крупнейший, крупный и средний бизнес. Скорее всего, это связано с тем, что у последних в принципе более легкий доступ к финансовым рынкам, но и для них ЦФА предоставляют некоторые новые преимущества.

Говоря о потенциальных преимуществах, эмитенты ЦФА в первую очередь всегда выделяют снижение затрат (как временных на размещение, так и денежных), упрощение документооборота и доступ к новой категории инвесторов. У инвесторов, в частности розничных, наибольший интерес вызывает снижение комиссии за совершение операций и повышенная доходность. Для юридических лиц, помимо прочего, также является стимулом упрощение документооборота. Все

респонденты в целом отмечают и свойства блокчейна: безопасность, надежность, конфиденциальность операций.

Потенциальные риски также значимо варьируются от группы к группе. У розничных инвесторов наибольшую обеспокоенность вызывают вопросы ликвидности и законодательные аспекты, у юридических — новые особенности ведения бухгалтерского и налогового учетов.

Если переходить уже к результатам опроса по типам ЦФА, то мы все знаем, что сейчас ЦФА больше сфокусированы на ЦФА на денежные требования. Это единственный тип из трех, которые доступны по законодательству и которые, в свою очередь, я бы поделила условно на две составляющие — ЦФА на денежные требования как аналог привлечения финансирования, то есть долговые, и ЦФА с привязкой к сырьевым товарам.

В части долговых ЦФА наиболее оживленные дискуссии на рынке всегда ведутся о том, правда ли облигации смогут быть размещены без организатора. Но данная гипотеза не подтверждается, 40% респондентов считают, что организатор размещения нужен, в том числе и для маркетинга облигаций. Очень большой процент — 25% — и вовсе затрудняются ответить. Поэтому данная гипотеза не подтверждается.

Но от оператора информсистем также ожидают помощи не только в организации размещений, но и в предоставлении кредитных рейтингов — 66% респондентов ответили, что им бы хотелось видеть как оценку от независимых кредитно-рейтинговых агентств, так и скоринг от самого оператора.

Если говорить о срочности инструмента, то рыночный спрос и результаты исследования показывают, что ЦФА станут краткосрочным инструментом. Но при этом 20% инвесторов готовы инвестировать в бумаги со сроком от двух лет, что оставляет потенциал для увеличения сроков заимствования.

Мы считаем, что в ближайшей перспективе, в краткосрочном горизонте рынок ЦФА продолжит развиваться в рамках уже существующих продуктов, то есть это долговые ЦФА и с привязкой к каким-то активам. Но в дальнейшем формат ЦФА должен быть вполне комфортен для выпуска более сложных продуктов, секьюритизации или упаковки готовых торговых стратегий.

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

— Мы к ЦФА уже присматриваемся довольно давно, тех пор, как был принят и вступил в силу соответствующий закон. Но, наверное, поворотным моментом стало достаточно крупное размещение РЖД — тогда мы поняли, что, наверное, уже потихоньку можно выходить на этот рынок, и это в любом случае будет полезно.

Результат наших изысканий — наша рейтинговая методология. Мы не нашли какой-то сутевой специфики в ЦФА. Для нас это все-таки больше форма. Причем в эту форму включили достаточно широкий круг финансовых инструментов.

Первое, что мы делаем, — определяем экономическую суть того, с чем мы имеем дело, и потом уже применяем один из тех подходов, который имеется в нашем арсенале и применяется уже несколько лет. Соответственно, результатом деятельности является рейтинг или эмитента, или обязательства.

Рынок ЦФА сейчас действительно на очень ранней стадии своего формирования. Возможно, он развивается несколько быстрее, если сравнивать, например, с рынком секьюритизации в свое время. Но тем

Положительный момент заключается в том, что количество посредников существенно меньше, чем у обычных облигаций

Денис Додон рассуждает про группы, на которые может поделиться рынок ЦФА

не менее сейчас можно констатировать, что инфраструктура этого рынка развивается несколько быстрее, чем сам рынок. Эмитентов плюс-минус 20, объемы эмиссии пока весьма скромные. В то же время зарегистрированных операторов информационных систем уже 10 штук, уже есть оператор обмена. Посмотрим, как это все будет организовано.

Что касается форм, которые мы видим в качестве приоритетных, то об этом пока рано судить, потому что проекты в основном пилотные. Сейчас это скорее аналоги стандартных облигационных выпусков, но более краткосрочные и, естественно, с более высокой премией. Пока что эмитенты присматриваются.

Наверное, самый сейчас существенный момент, который волнует все рейтинговые агентства и регуляторов, — это так называемый риск среды, потому что, когда мы говорим о традиционных облигациях, нам уже понятна инфраструктура всего рынка, у нас есть центральный контрагент, с которым ничего не случится. Плюс ко всему есть целый ряд посредников, которые фиксируют права инвесторов, обязанности эмитентов. Каких-то больших шоков именно из-за среды быть не должно.

С ЦФА все-таки немножко другая история. Положительный момент заключается в том, что количество посредников существенно меньше, чем у обычных облигаций. Но в этом же и минус, поскольку эти ОИС — это единственный посредник, который есть между эмитентом и инвестором. Все ОИСы используют разные блокчейн-системы. Здесь кроется определенный риск: если что-то случится с оператором информационной системы, то инвесторы могут не знать, сколько им должен эмитент, или могут знать, но не смогут доказать. А эмитент тоже не будет знать, сколько он вообще кому должен. Плюс не очень понятно, если это смарт-контракт, то как он будет реализован вне информационной системы.

Но поскольку рейтинги — это все-таки прогноз кредитоспособности, то с учетом кредитоспособности последнего года или нескольких, мы решили, что на конец этого года с основными ОИСами ничего случиться не должно.

Мы знаем, что регулятор в курсе этой проблемы. Мы надеемся, что какой-то будет конкретный механизм на случай, если ОИС или выйдет из реестра, или перестанет иметь возможность осуществлять свою деятельность по поддержанию информационной системы, то можно будет как-то инвесторам и эмитентам находить общий язык или вне рамок системы, или даже в рамках другой системы. Мы для себя установили такой переходный период до конца следующего года, после чего уже будем в полной мере учитывать риск, если такого механизма не будет.

Игорь Лаухин, руководитель департамента брокерского обслуживания, Совкомбанк:

— Почему спустя 9–10 месяцев так и не появились какие-то значимые сделки ЦФА, реально розничные? На первый взгляд, все очень просто: никто не пробовал купить ЦФА. Теоретически достаточно пройти идентификацию у оператора информационной системы, пополнить цифровой кошелек и купить ЦФА. Все то же самое, как у обычного брокера.

А дальше возникает простой вопрос: а зачем? Зачем мне как инвестору это делать? Потому что все, что сейчас есть на рынке, это, условно говоря, уже давно есть на бирже. Более того, у всех у нас есть уже брокерский счет, и даже не один. И пока что-то кардинально нового ЦФА предложить не могут. Теоретически, в ближайшем будущем, что-то интересное в этом будет, но для этого нужно немножко изменить сознание эмитентов рынка и подумать, как это правильно переиспользовать.

Хочется предложить нам всем вместе, особенно институциональным инвесторам, подумать, как мы можем правильно использовать эту технологию, чтобы не придумывать велосипед заново. Действительно, нужно ли нам перевыпускать бонды, зачем их переизобретать. Говорили про короткое финансирование, но есть коммерческие облигации, которые некоторое время назад пытались решить ту же самую задачу, но тоже не стали очень популярными.

Надо смотреть дальше, глубже, пользоваться, наверное, этой технологией для того, чтобы действительно «взорвать» рынок и поменять правила игры с точки зрения каких-то других решений, которые помогут peer-to-peer сектору двигаться дальше. Потому что пока все заявленные преимущества (быстрее, дешевле, без комиссий), к сожалению, не реализовались.

Что такое ЦФА для меня? Помните, некоторое время назад мы все пользовались SMS-ками, MMS-ками. Кто сейчас отправляет SMS-ки? Все в мессенджерах. Смысл тот же самый. Мы отправляем текстовое сообщение или отправляем фотографию, но что-то изменилось под капотом у технологии, и нам стало всем удобнее. Я уверен, что с ЦФА будет точно такая же история, когда мы начнем просто технически правильно его использовать.

Денис Додон, директор по инновациям, Альфа-Банк:

— Надо сказать, что рынок делится, будет делиться на две, может быть, три большие группы. Первая группа — инвестбанки, которые будут занимать свою нишу, свою долю в этом продукте и сами будут являться эмитентами каких-то своих продуктовых предложений для розничных и корпоративных клиентов.

Вторая группа — это корпоративный сегмент, крупные и средние компании. Третья группа — это компании, которые будут работать в формате маркетмейкеров со стороны эмитентов либо инвесторов, которые будут формировать этот рынок и создавать токен-фонды, которыми они будут управлять в интересах корпоративного либо розничного инвестора. Это то, чего на этом рынке пока еще нет.

Александр Смирнов, директор департамента корпоративных финансов и казначейства, МТС:

— Начну с простого, прикладного. Это первый кредитный выпуск ЦФА, который состоялся в феврале 2023 года. Мы для себя увидели, что действительно появился новый финансовый инструмент. Нам необходимо проработать, как он приземляется в наши ERP-системы, как выстроить налоговый учет, финансовый учет этих инструментов. Решили, что нужно сделать пилотный выпуск, и пошли по пути от простого к сложному, чтобы было всем все понятно. Самое главное, чтобы опыт был максимально положительный для всех, чтобы не было изначально какой-то «аллергии» у участников процесса, чтобы дальше можно было легко и просто все масштабировать. Пилотный проект занял у нас буквально два месяца с момента, когда зародилась идея, когда мы нашли оператора (это «Атомайз»), когда мы нашли инвестора в лице одного из крупнейших российских банков, который готов был купить наш выпуск.

За два месяца мы прошли все согласования первого решения о выпуске. Это было первое решение по долговому ЦФА. Согласовали с ЦБ и дальше перешли к самому размещению. Размещение проходит в восемь итераций, занимает буквально минуты. С точки зрения технологичности процесс очень простой, понятный, если все подготовительные фазы пройдены.