ЦФА — в фокусе эмитентов, но без фокуса инвесторов

Игорь ЛАУХИН,
руководитель Департамента брокерского обслуживания, Совкомбанк

ЦФА В ФОКУСЕ ВНИМАНИЯ ЭМИТЕНТОВ

Цифровые финансовые активы однозначно стали одной из самых популярных тем в профессиональном сообществе в прошлом году. Едва ли какая-то конференция проходила без секции, посвященной ЦФА. Количество операторов информационных систем увеличивается, появился первый оператор обмена, все больше эмитентов стали обращать внимание на новый инструмент на финансовом рынке.

При этом объем рынка ЦФА остается небольшим относительно рынка классических инструментов на рынке капитала. Давайте попробуем разобраться, почему в прошлом году так и не случился «to the moon» и почему вряд ли он произойдет в ближайшее время, несмотря на всю перспективность данной технологии.

Первое и самое важное — отсутствие спроса среди инвесторов на ЦФА. Другими словами, сейчас в России попросту нет категории инвесторов, кто был бы готов покупать только смарт-контракты и токенизированные активы. А значит, когда эмитент выпускает инструмент, используя новую технологию, он не получает доступ к новой клиентской базе. Более того, купить смарт-контракт смогут только клиенты оператора информационной системы, в которой он был выпущен, что в свою очередь еще сильнее сужает спрос среди потенциальных инвесторов и уменьшает ликвидность. При этом возможность быстро продать позицию в том или ином активе стоит далеко не на последнем месте среди характеристик, на которые обращают внимание как розничные, так и институциональные инвесторы при формировании своих портфелей.

Теоретически можно было бы рассчитывать на деньги криптоинвесторов. Но давайте вспомним, почему криптовалюты стали так популярны. Одним из ключевых факторов стремительного роста интереса к криптомиру была идея полной децентрализации, анонимности, возможности самостоятельного майнинга активов и отсутствие регулятора. Все это противоречит текущему законодательству ЦФА, а значит, не стоит ждать появления криптоинвесторов на российском рынке цифровых активов, даже по мере его развития и становления.

Так что остается рассчитывать только на текущих рыночных инвесторов.

Второе. ЦФА — это программа, код, который должен выполнять определенные действия в зависимости от того, что написано в проспекте эмиссии. Также код должен обладать уникальными характеристиками токенизированного актива. Причем для того, чтобы он был интересен инвесторам, характеристики должны быть такими, которых нет у базового. Например, он должен уметь автоматически запустить процесс погашения в случае наступления событий, зафиксированных в ковенантах, должен уметь

> Объем рынка ЦФА остается небольшим относительно рынка классических инструментов на рынке капитала

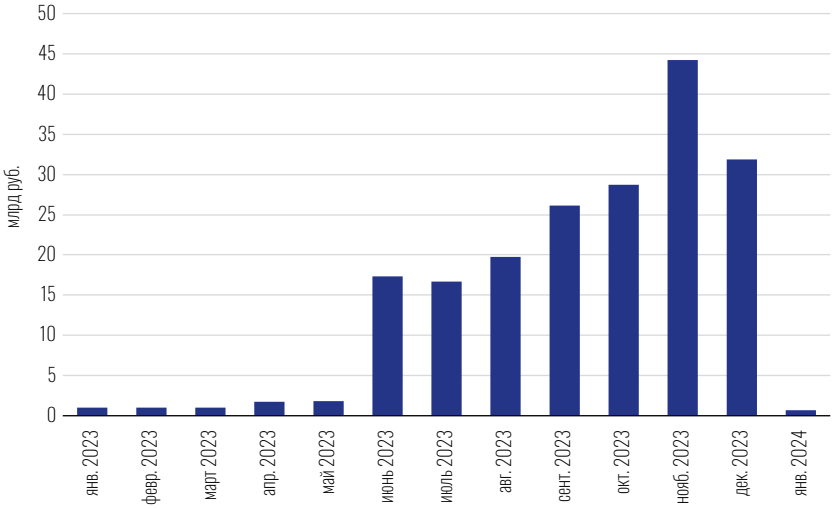

Рисунок 1
Объем размещений ЦФА

Источник: Cbonds.ru

автоматически рассчитать НКД, размер купонной выплаты в зависимости от выбранного базиса расчета и даты выплаты. А если это не происходит автоматически, то в чем же тогда заключается «умность» такого контракта? Чем он отличается от текущих инструментов, которые прекрасно работают?

Получается, необходимо запрограммировать как минимум проспект эмиссии.

Любой, кто сталкивался с разработкой программного обеспечения, знает золотое правило, которое гласит, что всегда приходится выбирать две из трех характеристик: «быстро», «дешево», «качественно». Учитывая, что мы говорим про финансы, экономить на качестве нельзя. Вот и получается, что сейчас эмитентам приходится выбирать между «быстро» и «дешево». Если взглянуть на текущие смарт-контракты, то можно понять, что «дешево» означает не дороже текущей стоимости выпуска аналогичного инструмента на классическом рынке. А «быстро» заменяется на «просто»: эмитенты выпускают plan vanilla bond или просто не автоматизируют часть решения о выпуске, а продолжают обслуживать его «на руках».

На мой взгляд, именно эти два ключевых фактора тормозят развитие рынка ЦФА. До тех пор пока технология не будет развита достаточно для того, чтобы выпускать действительно новые, уникальные и, главное, умные продукты, данный инструмент будет оставаться в фокусе лишь у эмитентов, готовых тестировать новые возможности, и энтузиастов-инвесторов, которые напрямую связаны с миром ЦФА или уже оказались в экосистеме оператора ИС.

ДОРОГУ ОСИЛИТ ИДУЩИЙ

Несмотря на все сложности, связанные с «молодостью» технологии, рынок ЦФА продолжает развиваться. И если в начале прошлого года средний объем размещений составлял 1–1.8 млрд рублей, то во втором полугодии среднемесячный объем размещений вырос в 10 и более раз. Абсолютный рекорд был в ноябре 2023 года: по данным Cbonds, объем размещений составил 44.2 млрд рублей, а количество выпусков ЦФА по итогу прошлого года превысило 300 штук (Рисунок 1).

На текущий момент наиболее активными по количеству выпусков ЦФА в обращении являются представители финансового и ИТ-сектора. На их долю приходится больше 75% рынка.

По объему выпусков абсолютно лидирующую позицию занимает финансовый сектор. Общий объем ЦФА в обращении, выпущенных только банками, превышает 18 млрд рублей (Рисунок 3). Правда, стоит отметить, что больше 10 млрд приходится на 8 крупнейших выпусков, в то время как всего банками выпущено 47 ЦФА (Рисунок 2).

Еще одним свидетельством постепенного развития рынка является все большее количество выпусков со сроком погашения больше 1 года. Если отбросить явно тестовые размещения с минимальными объемами сделок,

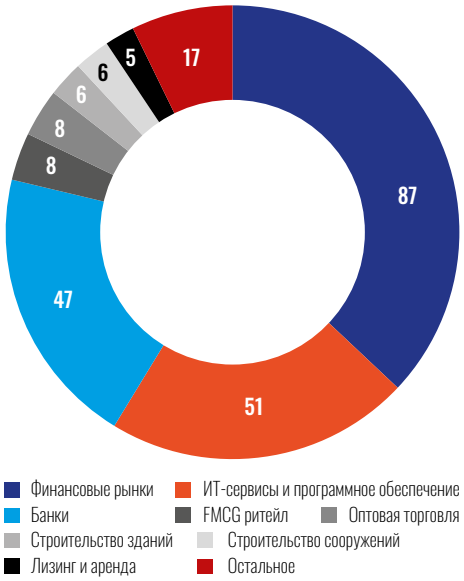

Рисунок 2
Количество выпусков ЦФА в обращении

Источник: Cbonds.ru

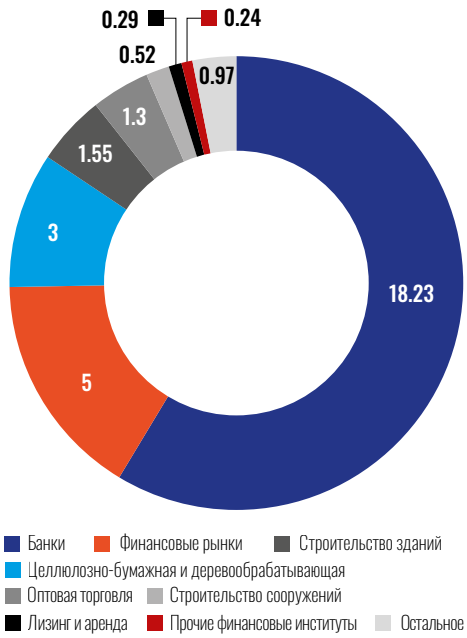

Рисунок 3
Объем выпусков ЦФА в обращении

Источник: Cbonds.ru

то уже больше 30% ЦФА имеют срок до погашения, превышающий 1 год. Но при этом основной объем в деньгах все равно приходится на короткие бумаги (Рисунок 4).

На текущий момент можно выделить следующие три категории сделок, в которых используются ЦФА:

1. Тестирование технологии. Основная причина таких сделок — это желание эмитентов и других участников рынка ценных бумаг протестировать возможности разных операторов информационных систем. Оценить реальные преимущества или недостатки смарт-контрактов. Понять, как учитывать новый вид активов на своих балансах. Настроить необходимые ИТ-решения. Разобраться, как выглядит клиентский путь эмитента и инвестора. И далее быть готовым применять ЦФА по мере необходимости. Именно такие сделки сейчас являются драйверами рынка.

2. Клубные сделки. Обычно к таким сделкам прибегают компании, которые уже понимают, как использовать ЦФА для решения своих конкретных задач. Например, это могут быть внутригрупповые кредиты. Причем использовать данный инструмент можно для управления как краткосрочной ликвидностью, так и среднесрочной. Обычно в таких сделках заранее известны параметры сделки и круг инвесторов, в который могут входить как компании только из одного холдинга, так и банки-кредиторы. Теоретически в таких сделках ЦФА помогают стандартизировать и ускорить электронный документооборот.

3. B2C. В данном случае операторы информационных систем, имеющие доступ к широкой розничной клиентской базе, предлагают своим инвесторам собственные продукты как альтернативу классическим инструментам. Причем это может быть как замена обычных вкладов, так и мотивационные программы для сотрудников. Используя ЦФА для таких целей, оператор ИС, он же эмитент, скорей всего сможет снизить свои издержки относительно выпуска таких инструментов через биржевую инфраструктуру, так как ОИС может выступать одновременно и эмитентом, и депозитарием, и торговой площадкой.

РОЖДЕНИЕ «ГОЛУБОГО» ОКЕАНА

Каждый раз сталкиваясь с новой технологией, хочется верить, что, используя ее, рынок очень быстро создаст новый «голубой» океан. Но одной технологии недостаточно, нужно создать новое рыночное пространство с несущественной конкуренцией. Нужно выйти с продуктом, создающим новый рыночный спрос, разрушающим компромисс между ценой и качеством. А разве новая «обертка» старого-доброго рынка ценных бумаг отвечает этим задачам? Нет.

Текущее направление развития ЦФА мне напоминает ситуацию из анекдота, когда

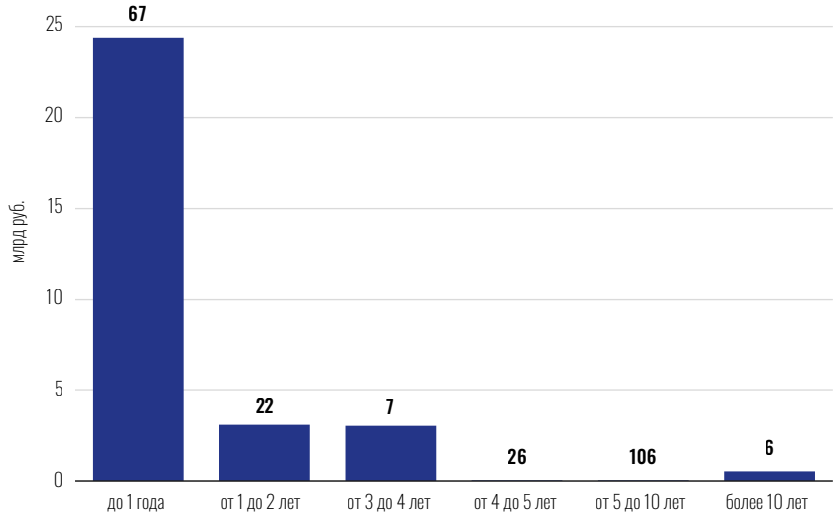

Рисунок 4
Объем погашений ЦФА и количество выпусков

Источник: Cbonds.ru

человек искал ключи под фонарем, а не там, где потерял, так как под фонарем светло. Так и индустрия сейчас не может предложить новые продукты, так как пытается сделать очевидные вещи. Хотя на самом деле никаких ограничений для того, чтобы посмотреть на потенциальный рынок шире, нет.

Для того чтобы получить новый импульс развития ЦФА в России, пора подумать о том, что смарт-контракты и токенизированные активы могут дать не эмитентам, а инвесторам. Что нужно сделать, чтобы ЦФА стали в фокусе институциональных и розничных инвесторов?

Самое очевидное — это повышенная доходность при том же или более низком уровне риска. Но разве кто-то из эмитентов будет готов регулярно переплачивать за новые технологии, не получая ничего взамен?

Можно ли, используя технологию блокчейн, снизить риски инвесторов? Сходу кажется, что нет. Даже скорее наоборот: инвесторам в ЦФА нужно еще держать в голове операционные, инфраструктурные и кредитные риски оператора информационной системы, а не только эмитента ЦФА.

Новый уровень сервиса. Да, постепенно развитие технологии скорей всего приведет к тому, что клиентский путь инвестора серьезно изменится и станет более удобным и интуитивно понятным для более эффективного управления своими активами. Но такой процесс скорее всего произойдет «под капотом», и инвестор даже не будет знать, что теперь вместо обычных облигаций, акций и производных инструментов у него в портфеле цифровые финансовые активы.

Уберизация. Настоящим прорывом будет, если смарт-контракты и токены смогут решать совершенно рутинные задачи, связанные с цифровыми правами и активами, с которыми каждый из нас сталкивается каждый день. Например, когда вместо того, чтобы оформить долговую расписку, можно будет выпустить свой ЦФА как физлицо. Или когда, покупая-продавая личное имущество, например автомобиль или квартиру, гараж, можно будет просто продать ЦФА и после подтверждения получения денег смарт-контракт сам оформит переход права собственности во всех госорганах. Когда при покупке электроники в обычном магазине ваша гарантия на товар будет оформлена через смарт-контракт. Когда любой простой договор можно будет в пару кликов оформить самостоятельно в цифровом виде.