Оценка рисков ЦФА: область применения кредитных рейтингов

Павел КАШИЦЫН,
старший директор, рейтинги структурированного финансирования «Эксперт РА»

Екатерина МИХЛИНА,
младший директор, рейтинги структурированного финансирования «Эксперт РА»

За 2023 год, по данным Банка России, на рынке ЦФА было размещено 304 выпуска совокупным объемом 65 млрд рублей. Отсутствие требований по раскрытию информации эмитентами ЦФА повышает критичность независимой оценки рисков для инвесторов. В 2023 году у трех рейтинговых агентств появились методологии присвоения кредитных рейтингов ЦФА. Методология «Эксперт РА» базово исходит из паритета оценок рисков на классическом долговом рынке и рынке ЦФА, но с определенными ограничениями, которые продиктованы инфраструктурными, правовыми и операционными особенностями рынка ЦФА.

Одним из основных преимуществ ЦФА является разнообразие форм инструментов с гибкими условиями выплат, которые могут выпускаться через оболочку ЦФА

ЧТО ПО «ЦИФРАМ»?

Правовые основы для рынка ЦФА были заложены еще в 2020 году, когда был принят соответствующий федеральный закон 259-ФЗ. Закон определил цифровые финансовые активы как цифровые права, включающие денежные требования, права участия в капитале непубличного акционерного общества, права по ценным бумагам и права требования передачи ценных бумаг. При этом выпуск, учет и обращение цифровых прав должны происходить на основе систем распределенного реестра (блокчейна) с использованием смарт-контрактов. Блокчейн обеспечивает неизменяемость истории транзакций, их прозрачность и надежную защиту.

Одним из основных преимуществ ЦФА является разнообразие форм инструментов с гибкими условиями выплат, которые могут выпускаться через оболочку ЦФА. На российском рынке уже состоялись выпуски с привязкой выплат по ЦФА к стоимости драгметаллов, бриллиантов, предметов искусства и квадратного метра жилой недвижимости. Однако на текущий момент подавляющее большинство выпущенных ЦФА представлены простыми денежными требованиями, срочностью преимущественно от месяца до полугода. Как показывает практика, ЦФА стали удобным инструментом для привлечения короткой ликвидности, что во многом обусловлено высокой скоростью размещения таких инструментов, которую многие также отмечают в качестве преимуществ ЦФА. Организацию выпуска ЦФА для эмитентов упрощает отсутствие требований по регистрации эмиссионной документации, а также раскрытия информации.

Но важно учитывать, что быстрота размещения на практике доступна только после прохождения первичного онбординга эмитента на площадке, который может занимать несколько недель.

Вся инфраструктура выпусков ЦФА на российском рынке построена на базе не публичных, а приватных блокчейнов операторов информационных систем (ОИС), поднадзорных Банку России и входящих в реестр ОИС. По состоянию на конец марта в реестр внесены 11 платформ, среди которых НРД, 4 банка, 1 биржа, а также различные по объему активов финтех-компании, преимущественно при крупных финансовых или промышленных группах. С целью формирования вторичного рынка ЦФА регулятор также зарегистрировал двух операторов обмена ЦФА в лице Московской и СПБ Бирж.

Согласно данным Банка России, за 2023 год на рынке ЦФА было размещено 304 выпуска совокупным объемом 65 млрд рублей, что в 88 раз превысило результат 2022 года, когда было размещено 19 выпусков на 728 млн рублей (Рисунок 1). При этом обладателями цифровых финансовых активов и иных цифровых прав на конец года стало свыше 56 тысяч физических и 45 юридических лиц. Динамика первых трех месяцев 2024 года свидетельствует о том, что результаты 2023 года, вероятно, в этом году будут превышены: по данным Cbonds, с января по апрель было размещено 88 выпусков совокупным объемом свыше 22 млрд рублей.

НЕРЕЙТИНГУЕМЫЕ ЦФА: КРИТЕРИИ И РИСКИ

В условиях отсутствия требования по раскрытию информации эмитентами ЦФА независимая оценка рисков эмитента и самих ЦФА становится особенно критичной для инвесторов. Во второй половине 2023 года у трех национальных рейтинговых агентств появились методологии присвоения кредитных рейтингов ЦФА, которые базово исходят из паритета оценок рисков на классическом долговом рынке и рынке ЦФА, но с определенными особенностями и ограничениями.

По состоянию на конец марта всего было присвоено два кредитных рейтинга ЦФА. Спрос на независимую оценку ЦФА ограничен наличием кредитных рейтингов у эмитентов, а также простотой распределения небольших размещений среди широкой клиентской базы банков-операторов ОИС. Кредитные рейтинги включены в Указание 5635-У в качестве критерия доступа неквалифицированных инвесторов к ЦФА, хотя пока Советом директоров Банка России не определены конкретные уровни рейтингов для целей применения этой нормы.

Как и на классическом рынке, не всем типам ЦФА может быть присвоен кредитный рейтинг, а только тем, где выплаты зависят от кредитного риска эмитента. В международной практике рейтинговые агентства не присваивают кредитные рейтинги структурным инструментам, условия выплат по которым зависят от рыночных рисков (например, динамики котировок акций или стоимости иного актива), чтобы не вводить инвесторов в заблуждение относительно вероятности получения дохода. В инструментах со структурным доходом, удостоверенных ЦФА, или гибридных ЦФА, по которым обязательство эмитента может быть погашено не только денежными средствами, но и физической поставкой актива, например драгметалла, в отсутствие кредитных рейтингов инвестору стоит обратить внимание на следующие аспекты.

- В соответствии с действующим законодательством эмитентом ЦФА не могут выступать специализированные общества с ограниченной правоспособностью, такие как СФО или СОПФ, а потому инвестор несет кредитный риск эмитента, связанный со всей его деятельностью, а не только с конкретным выпуском.
- Эмитент ЦФА не обязан регистрировать решение о выпуске на бирже или в Банке России. Юридическая проработанность решений о выпуске ЦФА с более сложными условиями выплат заметно ниже, чем эмиссионной документации облигаций подобного рода. Также пока на рынке нет устоявшейся юридической практики, связанной с оформлением залогов и разрешением споров.
- В случае определения дохода в виде формулы, привязанной к определенным рыночным индикаторам, инвестору следует убедиться в прозрачности условий выплат и обеспечении неизменности порядка расчета дохода на горизонте жизни инструмента. Кроме того, в случае определения цены на основе сложной формулы возрастают риски ошибок в коде нестандартного смарт-контракта при отсутствии должного технического аудита.
- Для гибридных ЦФА характерны дополнительные риски, которые

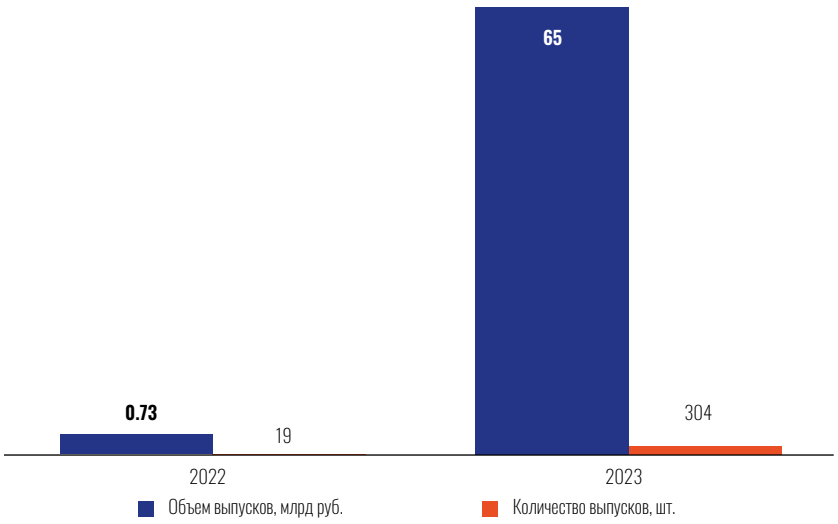

Рисунок 1
Динамика российского рынка ЦФА

Источники: «Эксперт РА», по данным Банка России

вытекают из возможности погашения физическим активом (поставка товара или услуги ненадлежащего качества или ненадлежащим способом, риски хранителя актива и ненадлежащего хранения).

КЛАССИЧЕСКАЯ ПРОЦЕДУРА РЕЙТИНГОВАНИЯ

Однако большинство ЦФА все же представляет форму простого долгового обязательства эмитента. Агентство расценивает такие ЦФА как форму выпуска долговых обязательств и осуществляет присвоение рейтингов ЦФА на основании паритета с кредитным рейтингом эмитента при условии соблюдения критериев к инфраструктуре выпуска ЦФА.

Эмитентов привлекает возможность быстрого размещения ЦФА, а процедура присвоения кредитного рейтинга занимает, как правило, не менее 1 месяца. В связи с этим получение кредитного рейтинга эмитентом ЦФА стоит рассматривать как подготовительный этап, который позволит в будущем оперативно получать оценку размещаемых стандартных долговых ЦФА. Его логично начинать вместе с онбордингом на платформе.

Процедура присвоения кредитных рейтингов ЦФА не отличается от присвоения кредитных рейтингов классическим облигациям. Все решения по уровню кредитного рейтинга принимаются рейтинговым комитетом, члены которого не имеют конфликта интересов и соответствуют квалификационным требованиям Банка России. Агентство на постоянной основе осуществляет мониторинг присвоенных кредитных рейтингов ЦФА, а также их пересмотр в срок не позднее 1 календарного года с даты присвоения или последнего пересмотра кредитного рейтинга в соответствии с ФЗ № 222-ФЗ.

По усмотрению эмитента планируемый выпуск ЦФА может получить ожидаемый рейтинг, который присваивается на основе проекта решения о выпуске и при публикации маркируется постфиксом EXP. В день размещения ожидаемый рейтинг ЦФА линейно переводится в кредитный рейтинг при отсутствии обстоятельств, ухудшающих условия выпуска. Такая опция может помочь сделать условия выпуска более прозрачными и понятными для инвесторов на этапе маркетирования размещения.

СПЕЦИФИКА ИНФРАСТРУКТУРЫ

Российский рынок ЦФА построен по принципам, отличным от рынка как криптовалют, так и облигаций, и имеет инфраструктуру, основанную на частных блокчейнах операторов информационных систем. В законодательстве отсутствуют требования об интероперабельности платформ и наличии, количестве и условиях работы внешних узлов информационной системы.

На классическом рынке для целей нивелирования инфраструктурных рисков исполнения обязательств эмитентами перед инвесторами был создан институт центрального депозитария, функции которого выполняет НРД, имеющий суверенный уровень кредитных рейтингов. В соответствии с условиями эмиссионной документации облигаций эмитент считается исполнившим свои обязательства своевременно и в полном объеме, если он перечислил средства в центральный депозитарий в надлежащие сроки. На рынке ЦФА такой структуры в настоящий момент не создано. Каждый ОИС, на платформе которого выпущены ЦФА, изолированно исполняет функцию по учету держателей ЦФА и распределению им средств, перечисленных от эмитента. Исключение ОИС из реестра операторов информационных систем Банка России влечет за собой дополнительные риски для пользователей информационной системы, связанные с подтверждением прав на ЦФА и своевременным получением выплат, предусмотренных решениями о выпуске ЦФА.

Банк России в Указании 5828-У установил требования к передаче данных от одного ОИС другому в случае возникновения каких-либо проблем у первого, однако данное Указание не содержит информации о сроках передачи этих данных, а также детального описания порядка осуществления передачи на практике. Кроме того, на рынке ЦФА пока отсутствует интероперабельность различных платформ, поскольку блокчейны основаны на разных технологиях. В отличие от рынка криптовалют, где используются децентрализованные блокчейн-системы со множеством узлов-верификаторов, на рынке ЦФА используется система так называемого закрытого приватного блокчейна с выделенным участником в лице ОИС, который проводит верификацию транзакций и в случае прекращения работы которого система не будет функционировать должным образом.

Как и на рынке ценных бумаг, основным риском инвестиций в ЦФА является риск эмитента

Кроме того, если расчеты в информационной системе проводятся с использованием номинального счета, при дефолте банка, в котором открыт указанный счет, существуют также риски утраты средств пользователей информационной системы, находящихся на этом счете. Банк России в рамках 259-ФЗ установил также рейтинговый критерий для банков, в которых могут открываться счета для проведения расчетов на платформах ОИС.

В связи с наличием этих особенностей организации выпусков ЦФА область применения методологии «Эксперт РА» ограничена только теми ЦФА, инфраструктура которых соответствует следующим критериям:

1. ОИС должен либо быть системно значимой организацией на финансовом рынке (объем проводимых торгов ЦФА или на фондовом рынке за последний календарный год не менее 3 трлн рублей), либо иметь высокий кредитный рейтинг (не ниже ruA-), либо иметь подтвержденную интероперабельность и возможность оперативно передать данные в соответствии с 5828-У другим ОИС при возникновении каких-либо проблем.
2. Уровень кредитного рейтинга банка номинального счета (при наличии) должен быть не ниже ruA-, или должна быть регламентирована процедура замены банка номинального счета, снижающая риск утраты средств на номинальном счете.

Как и на рынке ценных бумаг, основным риском инвестиций в ЦФА является риск эмитента. Но оценить его может быть сложнее, так как на рынке ЦФА отсутствуют требования к раскрытию информации. Кроме риска эмитента и условий конкретного инструмента, инвестор на рынке ЦФА должен также учитывать кредитные, инфраструктурные и возможные технологические риски платформы, на которой выпускается ЦФА. В будущем при условии интероперабельности платформ, а также повышении информационной прозрачности эмитентов и участников инфраструктуры эти риски могут быть минимизированы.