

**ТИМУР ИСКАНДАРОВ****Старший директор — руководитель  
группы рейтингов проектного  
и структурированного  
финансирования**

+7 (495) 139 04 94

timur.iskandarov@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

**СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА**

+7 (495) 139 04 80, доб. 169

svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

СТРУКТУРИРОВАННОЕ И ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ | РОССИЯ

## ЦИФРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ АКТИВЫ — РЕЙТИНГОВАНИЕ И НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ

Законодательство определяет цифровые финансовые активы (далее — 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.

### Рейтинговый анализ ЦФА

Классификация ЦФА возможна на основании типа прав или требований, лежащих в их основе, или, иными словами, на основании типа базового актива. Это позволяет сопоставить возможные разновидности этих инструментов с более привычными традиционными ценными бумагами. В частности, можно выделить следующие группы ЦФА:

1. Аналоги стандартных долговых обязательств в форме облигаций, удостоверяющие денежные требования напрямую к эмитентам ЦФА. Сюда же можно отнести и так называемые токенизированные металлы, то есть ЦФА, номинированные в драгоценных металлах, при условии, что исполнение обязательств по ним не зависит от рыночной стоимости базового актива.
2. 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.

3. Аналоги структурных облигаций, исполнение требований по которым зависит, например, от динамики рыночных индикаторов (инфляция, ключевая ставка) или сторонних событий, не связанных с эмитентом ЦФА (дефолты третьих лиц, наступление сторонних событий или динамика показателей рыночных индикаторов).
4. Аналоги сертификатов участия и производных финансовых инструментов. К этой группе можно отнести ЦФА, основанные на правах долевого участия в уставном капитале юридических лиц или владения материальными ценностями, на требованиях поставки материальных ценностей или эмиссионных ценных бумаг.
5. Поскольку существенная часть разновидностей ЦФА характеризуется как минимум некоторыми признаками долговых обязательств, полноценное обращение этих инструментов сложно представить без кредитного рейтинга. Однако, учитывая широту палитры включаемых в понятие ЦФА инструментов, рейтингование этих инструментов возможно далеко не всегда и зависит от выполнения ряда требований, характерных и для стандартных финансовых инструментов:

- **Долговой характер обязательства**

Кредитный рейтинг не может быть присвоен ЦФА с преобладанием характеристик долевого инструмента.

- **Возможность определения явного источника кредитного риска**

Кредитный рейтинг может быть присвоен ЦФА, исполнение обязательств по которым зависит от кредитоспособности эмитента или кредитного качества базового актива. Например, ЦФА, выпущенным для оплаты части уставного капитала с поставкой акций в конце срока обращения, не может быть присвоен кредитный рейтинг, если сделку не сопровождает обязательство третьей стороны о выкупе передаваемых держателям ЦФА ценных бумаг по заранее определенной цене.

- **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, обладающие, в частности, характеристиками производных финансовых инструментов, могут быть подвержены влиянию валютного, рыночного или иных некредитных рисков, что зачастую делает затруднительным или невозможным определение величины кредитного риска, на что в итоге и нацелен кредитный рейтинг. Соответственно, для целей кредитования 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.

Использование приведенной выше классификации ЦФА позволяет рейтинговым агентствам использовать уже имеющиеся в их распоряжении методологические подходы для присвоения кредитных рейтингов этому новому классу инструментов при условии выполнения требований, необходимых для обеспечения рейтингуемости.

### Перспективные направления развития рынка 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 выпуск ЦФА является менее трудозатратным и, следовательно, более привлекательным для многих эмитентов, однако, по мнению АКРА, такая ситуация продлится недолго. Еще одним фактором, который, с точки зрения Агентства, будет способствовать распространению ЦФА, является возможность включения в условия эмиссии дополнительных прав, связанных с владением или получением материальных ценностей, к которым, помимо драгоценных металлов, могут относиться полезные ископаемые, рыночные товары и даже доли в объектах (вплоть до квадратных метров в строящихся жилых домах).

Одним из наиболее перспективных направлений развития ЦФА, по мнению Агентства, является структурированное финансирование. Эмитентами могут выступать не только юридические лица, такие как банки или нефинансовые организации, но и компании специального назначения (далее — КСН), создаваемые в рамках каждой отдельно взятой транзакции. На сегодняшний день выпуск ЦФА защищенными от банкротства КСН, такими как специализированное финансовое общество или ипотечный агент, не предусмотрен законодательством, однако учреждение независимой компании под внешним управлением является доступной опцией. Это открывает широкие возможности для секьюритизации. По аналогии со стандартными сделками секьюритизации банк-оригинатор может осуществить уступку или продажу секьюритизируемых кредитов на баланс эмитента, после чего производится выпуск ЦФА, удостоверяющих права требования по секьюритизированным кредитам. При должной проработке вопроса ЦФА могут обеспечить возможность секьюритизации без использования КСН в качестве эмитента без потери кредитного качества выпусков, что существенно упростит и удешевит организацию сделок структурированного финансирования. Однако для реализации потенциала этого направления необходимо решить ряд законодательных и регуляторных вопросов:

- 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;
- предусмотреть возможность выпуска ЦФА, обеспеченных правами требования к третьим лицам, специализированными компаниями — СФО, СОПФ и ипотечными агентами;
- обеспечить возможность обособления активов, являющихся обеспечением по ЦФА, на балансе originатора 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.

### Специфические риски ЦФА

Несмотря на то что долговые ЦФА рассматриваются Агентством как вид традиционных долговых финансовых инструментов, возможно проявление специфических рисков, способных повлиять на кредитное качество ЦФА. К таким рискам, например, относятся:

- **Риски операторов инфраструктуры.** Ключевую роль в обеспечении процессов выпуска и обращения ЦФА играют операторы информационных систем (далее — ОИС). 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. Механизмы обеспечения прав владельцев ЦФА в сценарии банкротства ОИС требуют дополнительного изучения и проработки. Решением является возможность передачи функционала по обслуживанию и учету ЦФА от одного ОИС к другому. В настоящее время такая опция, вероятно, может быть проработана контрактно. Однако для полного исключения влияния инфраструктуры рынка требуется разработка соответствующих процедур на законодательном уровне.
- **Технологические риски и кибербезопасность.** Данная группа рисков связана с применяемыми ОИС ИТ-решениями, а также со способностью ОИС обеспечить бесперебойное и непрерывное функционирование информационных систем, на базе которых происходит выпуск и обращение ЦФА, равно как и корректность и достоверность информации, вносимой в реестры ЦФА.
- **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.

Необходимо отметить, что инфраструктурные риски, характерные для ОИС, равно как и определение требований к обеспечению надежности и бесперебойности их функционирования, находятся в ведении Банка России, что позволяет минимизировать их влияние на потенциальные рейтинги ЦФА. Однако, по мнению АКРА, поскольку ЦФА являются новым инструментом без устоявшейся практики выпуска, обращения и взыскания, указанные риски требуют дополнительной проработки для их полного исключения из рейтингового анализа.

(С) 2023

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.