За пределами «зеленой» зоны

Первые дефолты по ЦФА выявили пробелы регулирования и поставили вопрос о защите прав инвесторов

Молодой российский рынок цифровых финансовых активов (ЦФА) впервые столкнулся с серией дефолтов. Если ранее отдельные случаи происходили в форме экспериментов, то сейчас неисполнение обязательств по ЦФА грозит стать массовым. Для инвесторов это стало тревожным сигналом, а для регулятора — проверкой на прочность недавно созданного инструмента



Текст
СВЕТЛАНА ОРЛОВА,
ОБОЗРЕВАТЕЛЬ «Б.О»



Первый звонок для ЦФА

В конце июня 2025 года новосибирская сеть автосалонов «Автосити» не смогла исполнить свои обязательства перед покупателями цифровых финансовых активов, то есть допустила по ним дефолт. Тогда же производитель экскаваторов из Ленинградской области «Биллион» допустил технический дефолт, перенеся срок погашения по одному из выпусков своих ЦФА почти на две недели. Об этих случаях не преминули сообщить СМИ, назвав их первыми дефолтами на российском рынке цифровых финансовых активов.

Впрочем, официально впервые дефолт по ЦФА произошел все-таки в конце 2024 года. Тогда не исполнил свои обязательства по цифровым финансовым активам индивидуальный предприниматель (ИП). Впрочем, этот процесс носил контролируемый характер. Так платформа по выпуску ЦФА «Токеон» (входит в группу Промсвязьбанка) отрабатывала механизм судебного взыскания имущества, являющегося залогом по ЦФА (выпуск **Дарьи Ряховой** был обеспечен земельным участком площадью 600 кв. метров).

Летом же этого года действительно массово стали наблюдаться случаи неисполнения своих обязательств эмитентами цифровых финансовых активов. Например, тот же «Биллион» в августе не смог вовремя погасить свой очередной выпуск ЦФА; причиной он назвал «кассовый разрыв, связанный с неоплатой за оказанные работы со стороны действующих контрагентов». Тогда же в полном объеме не выплатила инвесторам промежуточный платеж «Агрофирма "Донецкая долина"» (названная эмитентом причина — кассовый разрыв), в конце июля такой же случай произошел с компанией «Экодом-С» (причина — «сложная экономическая ситуация») и т.д.

Дефолт как тенденция

В ближайшем будущем на рынке ЦФА могут произойти и новые дефолты, предупредил директор по рейтингам структурированного финансирования агентства «Эксперт РА» **Максим Булгаков.** «Дефолты в сегменте ЦФА могут сейчас нарастать», — согласилась с этим прогнозом эксперт по фондовому рынку «БКС Мир инвестиций» **Людмила Рокотянская.** Основная часть выпущенных ЦФА — это долговые инструменты, подчеркнула она: «По своей сути — это аналог облигаций, только с модной припиской "цифровой"».

Сейчас «предприятия испытывают давление из-за высоких ставок долга, а также уменьшения спроса, влияющего на выручку», отметил Максим Булгаков. Недавние два раунда снижения ключевой ставки Банком России — с 21 до 18% годовых — по его словам, «не меняют принципиально ситуацию с доступностью заемного финансирования для бизнеса». «Кредитные условия в экономике остаются жесткими. Это оказывает давление на многие бизнесы — как в части сужения спроса (люди предпочитают нести деньги на вклады, а не тратить), так и в части обслуживания долга», — добавила Людмила Рокотянская.

«В условиях высоких ставок, неблагоприятной рыночной конъюнктуры снижаются возможности для роста бизнеса и растут риски неплатежей. В такой ситуации дорогой долг обслуживать все сложнее, а иногда и вовсе невозможно. Многие эмитенты это понимают, но выпускают долги в надежде на удачное стечение обстоятельств», — рассказал председатель Ассоциации владельцев облигаций (АВО) **Алексей Афонин.**

«В целом, при высокой ключевой ставке ЦБ рост дефолтов — это естественный процесс. Причем как на рынке облигаций, так и на рынке ЦФА. Цифровые финансовые активы — это только инструмент, которому присущи все риски. И основной риск — это кредитный риск, который сейчас реализуется», — отметил заместитель исполнительного директора Ассоциации розничных инвесторов (АРИ) **Антон Джуган.** По его словам, в текущих условиях «это нормальная тенденция»: «в кризисные моменты развития страны банкротятся те или иные компании».

«ЦФА — это часть рынка, и при общем росте дефолтности (а мы его наблюдаем через рост резервов у банков и публичный рынок бондов) вряд ли ЦФА останутся за пределами общерыночных тенденций», — пояснил управляющий директор компании «Ренессанс капитал» **Дмитрий Александров.** Особенно это касается компаний малого и среднего предпринимательства (МСП), которых так много среди эмитентов ЦФА — они «находятся в зоне повышенного кредитного риска», подчеркнула Людмила Рокотянская.

От тестов к миллиардам

Российский рынок ЦФА начал формироваться не так давно, менее пяти лет назад, после вступления в силу с начала 2021 года Закона «О цифровых финансовых активах…». Этот документ определил базовые правила выпуска, обращения и хранения ЦФА, а также закрепил понятие «оператор информационных систем» (ОИС), реестр которых ведет ЦБ и в которых, собственно, и осуществляется выпуск цифровых финансовых активов. Другим субъектом рынка стали операторы обмена ЦФА (их реестр также ведет Банк России), в которых может происходить заключение сделок с такими активами.

В начале 2022 года первые ОИС появились в реестре регулятора, а в июне того же года на платформе «Лайтхаус» был осуществлен первый выпуск ЦФА — тогда эмитентом и инвестором стала компания «ВТБ факторинг». На первых порах рынок был ориентирован на корпоративных клиентов: компании тестировали выпуск активов в пилотном режиме, проверяя юридические и технические механизмы. Однако уже спустя несколько месяцев, в ноябре, впервые в размещении ЦФА в качестве инвесторов приняли участие граждане.

В дальнейшем динамика была впечатляющей. Если в феврале 2023 года объем рынка цифровых финансовых активов только преодолел отметку в 1 млрд рублей, то через два с лишним года, к концу июня 2025-го, согласно данным Банка России, в обращении находились выпуски уже более чем на 0,5 трлн рублей. Если в начале 2022 года в реестре ЦБ было только три ОИС, то сейчас их число приближается к двум десяткам. В 2023–2024 годах появились и первые операторы обмена ЦФА — сейчас это Московская и Санкт-Петербургская биржи.

Рынок учится на ошибках

«За три года реального существования рынка ЦФА из более чем 2 тыс. выпусков ЦФА только по шести выпускам зафиксированы случаи неисполнения обязательств, что может говорить об относительно стабильном состоянии этого рынка, учитывая экономические условия», — считает Максим Булгаков.

«Рынок цифровых финансовых активов, как и любой развивающийся сегмент финансового рынка, не застрахован от рисков неисполнения обязательств эмитентами», — отметил представитель регулятора. По его словам, ЦБ внимательно следит за действиями ОИС в условиях возникновения дефолтов: «Наблюдаемая практика показывает, что ОИС в таких ситуациях активизируют взаимодействие с эмитентами, способствуют переговорам о погашении долга и реструктуризации обязательств перед инвесторами. Некоторые операторы также предоставляют инвесторам поддержку, включая содействие в организации судебной защиты их интересов».

В АРИ также не видят накапливающихся на рынке цифровых финансовых активов системных рисков. «Скорее, произойдет “отрезвление”. После дефолтов ЦФА инвесторы будут больше оценивать свои риски и меньше обращать внимания на красивые буквы “ЦФА”», — считает Антон Джуган. «Случаи дефолтов являются отражением рыночных реалий, присущих не только ЦФА, но и традиционным финансовым инструментам, таким как облигации», — отметил представитель регулятора.

ЦФА без отчетности и рейтингов

Впрочем, участники рынка и эксперты признают, что существует регуляторный арбитраж между традиционными инструментами, такими как облигации, и молодыми цифровыми финансовыми активами. «Основными особенностями регулирования этого нового рынка являются отсутствие требований об обязательном раскрытии информации (в том числе финансовой отчетности) об эмитенте или инструменте, то есть ЦФА, как это предусмотрено для облигационных выпусков, отсутствие обязательной регистрации такого выпуска в Банке России или на бирже», — подчеркнул Максим Булгаков. «Для выпуска квазиоблигаций (денежных требований ЦФА) эмитент проходит только один фильтр — кредитную экспертизу оператора ОИС, по сути, организатора размещения, который прямо заинтересован в таком выпуске. У него нет обязанности публиковать регулярную бухгалтерскую отчетность, получать кредитный рейтинг, проходить KYC организатора торгов, получать аудиторское заключение от компании из списка ЦБ», — добавил Алексей Афонин. По словам Михаила Булгакова, на конец первого полугодия 2025 года лишь около 30% эмитентов ЦФА имели кредитные рейтинги.

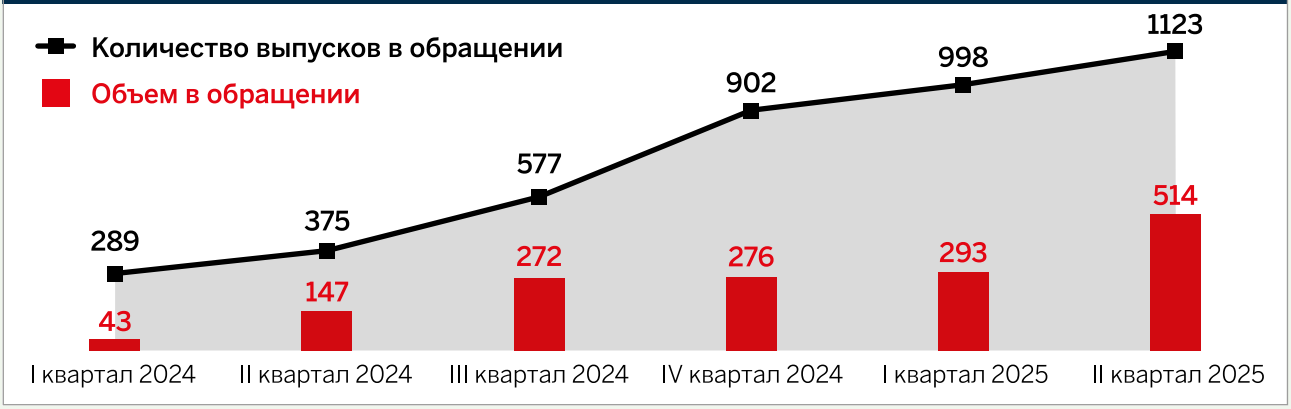
«Арбитраж возникает из-за различий в регулировании, основанных не на экономической сущности отношений и рисках, а на признаках, не связанных с экономическим характером обязательств, в частности способах учета прав», — отметила руководитель банковской и финансовой практики «Пепеляев Групп» **Лидия Горшкова.** В результате, по ее словам, ЦФА, несмотря на их сходство с облигациями по экономической природе, регулируются иначе, что создает неравные условия и разные возможности для доступа инвесторов, а также конкуренцию с традиционными финансовыми инструментами на неравных началах.

Это, в частности, приводит к значительному расхождению базовых условий для эмиссии схожих инструментов. Выпустить ЦФА проще и дешевле, чем зарегистрировать эмиссию облигаций, пояснил Антон Джуган. «Выигрыш в простоте регистрации — это проигрыш в проверке эмитента, его документов, финансовой модели. Отсутствие требований к кредитному рейтингу в ЦФА также существенно снижает прозрачность рисков для инвестора», — подчеркнул Дмитрий Александров. В частности, «например, компании с неустойчивым финансовым положением могут предпочесть выпуск ЦФА в связи с минимальными требованиями по раскрытию информации», согласились в юридической компании «Афонин, Божор и партнеры». «Как оказалось, на практике мы столкнулись с абсолютной непрозрачностью этого сегмента, несмотря на широко обсуждаемые и восхваляемые технологические “«новинки” этого инструмента», — отметил Алексей Афонин.

Творчество вместо правил

Эта проблема усугубляется неурегулированностью защиты прав инвестора в цифровые финансовые активы, которая со всей остротой встала после первых реальных дефолтов по ЦФА. «Законодательство на текущий момент не предусматривает каких-либо специальных механизмов для разрешения дефолтов по ЦФА», — указал руководитель практики «Цифровая экономика» юридической компании GMT Legal **Денис Поляков.**

ОБЪЕМ РЫНКА ЦФА, МЛРД РУБЛЕЙ, И КОЛИЧЕСТВО ВЫПУСКОВ В ОБРАЩЕНИИ, ЕД.



По облигационным выпускам эмиссионная документация содержит порядок реализации нарушенных прав инвесторов в отношении как нормативно установленных сроков, так и особенностей такой процедуры: наступление оснований, перечень документов, порядок распределения полученных в ходе обращения взыскания денежных средств, порядок взаимодействия участников процесса, рассказал Максим Булгаков. «Дополнительной защитой прав инвесторов по облигационным выпускам является требование о наличии по выпускам представителя владельцев облигаций (ПВО), который действует от лица инвесторов при взаимодействии с эмитентом, поручителем (если он предусмотрен по выпуску), государственными органами по вопросам, связанным с контролем исполнения обязательств эмитентом по облигациям, внесением изменений в эмиссионную документацию (предоставление согласия от лица инвесторов), подачей иска в суд, изменением оснований или предмета иска, заключением мирового соглашения, обжалованием судебных актов, получением присужденных денежных средств или имущества», — отметил он.

«Мы наконец попали в ситуацию, в которой никто оказался не готов к дефолтам в ЦФА. Порядок действий и даже понятие "дефолт" не закреплены в нормативном регулировании, только на уровне внутреннего регламента одного оператора ОИС», — сокрушается Алексей Афонин. В результате, по его словам, правовой вакуум «показал себя во всей красе», и сейчас наблюдается «простор для творчества эмитентов»: «Один эмитент в одностороннем порядке выпустил сообщение о переносе даты погашения, другой предложил обменять один выпуск ЦФА на другой, с другими условиям (в пользу эмитента)».

Поскольку специального механизма урегулирования дефолтов по ЦФА законодательство пока не содержит, процедура защиты строится на общих положениях гражданского права о договорных обязательствах, рассказал юрист юрфирмы «Ветров и партнеры» **Станислав Ластовский:** «При неисполнении обязательств эмитентом ЦФА держатель актива вправе прибегнуть к классическим гражданско-правовым способам защиты: взыскать долг по правилам договора займа, если ЦФА содержит денежное требование; реализовать залог или иное обеспечение, если оно предусмотрено; договориться о реструктуризации на новых условиях; предъявить иск о взыскании убытков или неустойки».

Облигации как старший брат

Максим Булгаков считает, что требуется дальнейшее развитие регулирования рынка цифровых финансовых активов, направленное на повышение его прозрачности и ликвидности, Кроме того, для защиты инвесторов, чьи права были нарушены из-за неисполнения эмитентом обязательств по ЦФА, «требуются дальнейшая проработка законодательных процедур судебного и досудебного урегулирования таких случаев, а также вовлечение в этот процесс независимых лиц, действующих в интересах владельцев ЦФА, как это уже предусмотрено по облигационным выпускам на примере представителя владельцев облигаций».

«Считаем логичным и правильным не останавливаться и продолжить развитие нормативного регулирования сегмента ЦФА на базе формирующегося опыта, чтобы повысить уровень защищенности и прозрачности, а также приблизить его к рынку облигаций, в котором уже наработана многолетняя практика», — согласился Алексей Афонин.

По словам Лидии Горшковой, ЦБ признает существование регуляторного арбитража между цифровыми финансовыми активами и традиционными ценными бумагами и «ставит задачу его постепенного устранения, стремясь выравнять требования к раскрытию информации, доступу неквалифицированных инвесторов и процедурам делистинга для ЦФА, допущенных к публичному обращению, при этом упрощая правила выпуска простых ценных бумаг».

«Банк России совместно с участниками рынка прорабатывает вопросы дополнительного раскрытия информации об эмитентах ЦФА на этапе размещения и в течение всего срока обращения. Кроме того, прорабатываются возможные подходы к процессу урегулирования дефолтов по ЦФА. Все это позволит повысить устойчивость рынка ЦФА и доверие к нему», — рассказал представитель регулятора. Б.О