

АВТОРСКАЯ АНАЛИТИЧЕСКАЯ СТАТЬЯ

Редакционная дата: 2 ноября 2026 г.

Осколки недвижимости, не нашедшие рынка

Детройт, где исчез последний покупатель

22 июля 2025 года судья окружного суда округа Уэйн в Детройте подписал временный приказ, запрещавший связанным с проектом токенизированной недвижимости компаниям собирать арендную плату по объектам без требуемых сертификатов соответствия. Приказ касался условий в некоторых опасных зданиях, требовал перечислять аренду на эскроу-счета и запрещал выселять жильцов из несоответствующих требованиям объектов. В судебных документах обсуждались не инновации цифровой собственности, а занятые людьми дома, обязанности владельца по безопасности и деньги, которые нельзя было собирать как прежде до устранения нарушений.1

Эти дома принадлежали миру, где инвестор покупает малую долю никогда не виденного здания и получает часть дохода, не держа ключей. Но финансовые последствия приказа вышли за пределы аренды. Согласно исследованию Банка международных расчётов, платформа прекратила выкуп токенов объектов, охваченных решением. Сопоставив их торги с другими токенизированными активами вне решения, исследователь обнаружил статистически значимое снижение активности после закрытия окна выкупа. Реестр по-прежнему мог вычислять долю каждого владельца, но учреждение, обычно стоявшее по другую сторону сделки, исчезло.2

Суд не постановил, что вся токенизированная недвижимость — порочный актив, а исследование не утверждало, что каждый держатель потерял деньги. Временный приказ в споре о соблюдении требований не равен окончательному решению; снижение активности не равнозначно падению цены или реализованному личному убытку. Но эпизод проверяет важное обещание: если дом разделён на тысячи передаваемых прав, что делает их продаваемыми за деньги в нужный срок и без штрафа за срочную потребность? Вопрос на экране касался токена. Ответ дали жилищный орган, суд, арендатор, банковский счёт и баланс платформы.[1][2]

Первое объяснение токенизации соблазнительно просто. Здание стоит два миллиона; работник не накопит столько для единоличной покупки. Платформа делит стоимость на миллион цифровых долей, и каждый приобретает доступное количество, получая право на часть аренды или выручки по регулирующим документам. Люди, чьи сбережения не открывали старый рынок, входят в него — это реальная польза. Вопрос начинается после размещения: больше людей могут **купить впервые**, но столь же ли выросло число готовых **купить у вынужденного продавца**?

Слово «ликвидность» в рекламе множится, пока не теряет смысл. Круглосуточная регистрация доли в приложении отличается от круглосуточной подачи заявки; нахождения встречного спроса; принятия сделки системой; передачи права; получения чистых денег, которыми можно воспользоваться. Первое — функция программы, последнее — экономико-правовой результат. Между ними лежит целый рынок. Электронная дверь не создаёт человека, который в неё войдёт.

Дубай связывает токен с реестром недвижимости

В марте 2025 года Земельный департамент Дубая с регуляторными и техническими партнёрами запустил пилот токенизации свидетельств о праве. 9 февраля 2026 года он объявил, что второй этап откроет перепродажу с 20 февраля для примерно 7,8 млн токенов. Целью была проверка эффективности рынка, операционной готовности и защиты прав, а не заранее объявленный успех.[3][4] Партнёр Ctrl Alt сообщил, что первый этап охватил десять объектов свыше 18,5 млн дирхамов, а каждая передача в разрешительной модели связывалась с официальным реестром.[5]

Это важно: модель устраняет разрыв между токеном на экране и официальным реестром, определяющим обладателя права. Без надёжной юридической связи токен становится зашифрованным сувениром того, на что держатель не может претендовать. В модели Дубая право инвестора описано как зарегистрированная доля недвижимости с двумя связанными представлениями — свидетельством о праве и распределением

долей; данные инвестора появляются в системе регистрации.6 Это не единственная возможная форма, и её результаты нельзя перенести в другую юрисдикцию копированием кода.

В октябре 2026 года PRYPCO Mint представила исследование ликвидности: 18,65 млн дирхамов в десяти объектах, более 2 600 инвесторов свыше пятидесяти национальностей и около 70% впервые вошедших в собственность Дубая. По презентации оператора, вторичные продажи происходили во всех десяти объектах.7 Это признаки доступа и реальной торговли. Но они не показывают число заявок без покупателя, медианное время исполнения по размеру, разницу цены заявки и сделки или ликвидность при одновременном выходе двадцати держателей. Число вошедших не измеряет возможность выйти.

Возможность продажи не гарантирует продажу

Самый показательный текст — справка после нажатия «продать». Через три месяца после первоначального финансирования отвечающий условиям держатель может выставить токены минимум на 1 000 дирхамов. Цена допускается в диапазоне ±15% от оценочной стоимости с шагом пять пунктов. Затем следует фраза, достойная заголовка каждой рекламы «мгновенной ликвидности»: **размещение токенов не гарантирует продажу; исполнение зависит от спроса покупателей**.8

Даже если после совпадения заявок реестр меняется за пять–десять минут, этот отсчёт начинается после нахождения сделки. Он не измеряет предшествующее ожидание. Доля может две недели искать покупателя, а затем перейти за пять минут. Передача права стала быстрее; из этого не следует, что сама продажа заняла пять минут. Есть часы поиска встречной цены и часы расчёта после согласия сторон.

Рассмотрим обычного вкладчика. PRYPCO Mint публикует входные комиссии 2% платформе, 2% Земельному департаменту и 0,1% за токенизацию с указанным пределом, а также 1% при завершённом выходе; текущие управленческие расходы включены в показанную доходность.9 При чистой стоимости долей 10 000 дирхамов первоначальный платёж в примере платформы — 10 410. Продажа по той же оценке после допуска и без изменения цены даст 9 900 после комиссии. Разница 510 дирхамов — около 4,9% уплаченных денег до аренды и иных эффектов. Это условная иллюстрация, не историческая доходность. При скидке 10% чистая выручка — 8 910, а разрыв с первоначальным платежом — 1 500 до аренды. Дробление объекта не превращает комиссии в ноль.

Допустимый диапазон не создаёт справедливую стоимость лишь потому, что привязан к официальной оценке. Оценка — профессиональное предположение о стоимости на дату на основе допущений, аналогов и потоков. Цена сделки отвечает на иной вопрос: сколько конкретный покупатель заплатил за конкретную долю в конкретный момент. Рынок может выявить оправданную или неоправданную скидку. Жёсткие пределы способны скрыть приемлемую сторонам сделку и породить отсутствие торгов вместо наблюдаемой цены. **Оценочная стоимость**, **цена заявки**, **цена исполнения** и **чистые деньги продавца** должны оставаться разными.

Глубина рынка находится за кнопкой размещения

Учебный пример: держатель хочет за два дня продать доли оценочной стоимостью 10 000 дирхамов. Покупатели готовы взять 1 000 со скидкой 5% и 2 000 со скидкой 10%; на остальное твёрдых заявок нет. На экране видны цены и активность, но нужную сумму вовремя получить нельзя. Продажа доступной части может усложнить выход из остатка. Это глубина рынка — объём денег, способный поглотить новую заявку на разных ценовых уровнях. Наличие платформы её не измеряет.

Следует отличать индикативную цену от обязанного купить участника. Спреды сокращаются благодаря маркет-мейкерам, конкуренции и информации, но множество мелких заявок может исчезнуть при первом шоке. Альберт Кайл изучал влияние заявки на цену как меру глубины, Яков Амихуд — связь движения цены с объёмом как приближение неликвидности.[1011] Механически переносить эти меры нельзя: при редких сделках низкая волатильность может означать не глубину, а отсутствие торгов, выявляющих цену. Молчание не равно статистической устойчивости.

Токены разных домов одного района необязательно взаимозаменяемы: различаются возраст, вакансии, арендаторы, отложенный ремонт, обязательства, голосование, управляющий и споры. Проект из десяти объектов может быть десятью малыми рынками. Дробление успешно выпускает множество долей; торговля успешна, лишь когда достаточное экономико-правовое сходство собирает спрос вокруг одного актива. Переводимость не стирает различия зданий.

Один акционер продаёт из-за переезда и взноса за новый дом, другой — узнав о дорогой замене лифта. Покупатель не знает мотив каждого. Это неблагоприятный отбор, знакомый по исследованию Джорджа Акерлофа о рынках, где продавец лучше знает качество.[12] Если продавцы чаще несут плохие новости, покупатели снижают цену всех активов, и владельцы лучших уходят. Механизм не неизбежен; ему противостоят раскрытие состояния, независимая оценка, аудит расходов и доступная история заселения, ремонта и споров.

Дробная собственность, целая ответственность

Экономическое дробление не означает операционного. Стоимость квартиры делится между ста инвесторами, но нельзя заменить 1% канализации, починить 0,5% крыши или заставить жильца терпеть частичный отказ сигнализации. Здание требует цельных решений: кто выбирает управляющего, утверждает ремонтный резерв, распределяет аренду и чрезвычайные взносы, решает спор о продаже или десятилетней аренде? Ясное управление снижает напряжение, но голосование не заменяет мастера и не выплачивает жильцу причитающееся. Ценность доли растёт от исполнимого права, а не числа кнопок голосования.

Детройт возвращает нас к стороне, которую реклама пропускает. Жилец — не «базовый актив», производящий поток на диаграмме; он ежедневно живёт с последствиями финансовых решений. При ухудшении дома главный вопрос — кто сделает его пригодным, кто вправе потратить деньги и кто понесёт цену массового выхода инвесторов. Ответственность за безопасность не становится пропорциональной токенам. Право на выплаты не освобождает от понимания управления источником. Это не моральная проповедь, а причинная связь качества здания, защиты жильца, сбора аренды и цены следующего покупателя.

Что раскрывает обратный выкуп?

Рабочий документ Банка международных расчётов, опубликованный в ноябре 2025 года и обновлённый в июне 2026-го, сложнее пессимистического вывода. Джулио Корнелли собрал данные о 841 токенизированном объекте трёх американских платформ с 2019 года по февраль 2025-го. Токенизация чаще росла на дешёвых рынках со слабым спросом и малым числом кредитных посредников.2 Это может означать приход новых сбережений туда, где традиционный кредит слаб. Не всякий капитал в непопулярный объект — эксплуатация, и не всякий такой объект — скрытая возможность; нужны потоки и риск.

Как внешний тест спроса на ликвидность автор использовал объявления о стихийных бедствиях. В выборке активность с долями накопленно выросла примерно на 35% за два дня после объявления, вопреки обычной остановке рынка недвижимости. Но рост был только на платформах с ограниченным выкупом, а без него активность падала. Анализ охватил 18 бедствий, 73 почтовых района и 14 штатов. Вывод не в том, что блокчейн гарантирует покупателя при каждом урагане, а в том, что обязанное покупать учреждение может изменить опыт инвестора в трудный момент.2

Это переносит разговор к капиталу за кнопкой. Выкупая токены по последней оценке, платформа принимает на баланс риск ненахождения следующего покупателя. Оценка может предшествовать бедствию; разница между выплатой и последующим возвратом — реальная стоимость. Она финансируется капиталом, резервами, спредами или кредитом и имеет предел. Абсолютное обещание при ограниченных резервах и общем шоке передаст давление оператору. Без выкупа держатель снова ждёт обычного покупателя, сколь бы быстро ни рассчитывался реестр.

Для Детройта Корнелли исследовал приостановление выкупа после приказа на выборке 679 объектов в 85 почтовых районах десяти штатов вокруг 22 июля 2025 года. Оценка «разность разностей» показала значимое снижение числа и стоимости сделок затронутых активов относительно остальных. Это результат о торговом поведении в определённом окне, не суждение о будущей стоимости или исходе процесса.2 Удаление невидимого обязательства показало зависимость рынка от него.

Два события вместе говорят: рост сделок после бедствия не доказывает внутренней ликвидности актива, а спад после остановки выкупа — бесполезности токенизации. Ликвидность не физическое свойство токена, а услуга из данных об объекте, способных покупателей, принимающих балансовый риск учреждений и исполнимых прав. Некоторые держатели выиграли от выкупа; остаётся вопрос, кто продолжит его, когда выйти захотят многие.

Полезно сравнение с Гонконгом при сохранении различий. 20 апреля 2026 года Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам выпустила циркуляр о вторичной торговле некоторыми разрешёнными токенизированными инвестиционными продуктами — главным образом открытыми фондами, не прямыми долями зданий. Одной лицензированной платформы было недостаточно: требовались контроль отклонений цены от индикативной чистой стоимости, минимум один маркет-мейкер и обязательства по спредам, размерам заявок и длительности котировок; также раскрытие риска тонкого рынка, скидок и зависимости от уходящего маркет-мейкера.13

Эти правила фондов не применяются автоматически к дубайской недвижимости — иначе это была бы ошибка юридической категории. Сравнение лишь показывает: вторичной торговле нужна договорная и материальная инфраструктура сверх цифровой собственности. Гонконг измеряет спред и размер и предупреждает о выходе маркет-мейкера; Дубай ставит в центр государственный реестр и надзор и постепенно испытывает перепродажу. Успех одного пути не стирает риски, измеряемые другим.

Токен не определяет природу права

«Токенизированная доля недвижимости» может означать разные права: зарегистрированную долю в земельном реестре; долю специальной компании — владельца объекта; пай портфеля или фонда; договорные выгоды без вещного права. Различаются очерёдность требований, хранение, обеспечение, полномочия продажи и последствия банкротства посредника. Заявление подразделений SEC января 2026 года подчёркивает разные права токенизированных ценных бумаг и то, что некоторые модели третьих сторон не дают прямого права на базовую бумагу и добавляют риск банкротства эмитента.14 Оно относится к американским бумагам, не праву ОАЭ или Саудовской Аравии, но показывает необходимость читать юридическую конструкцию.

До входа нужно спросить: кто записан в земельном реестре, кому принадлежит токен-счёт, переводит ли токен право автоматически или требует официальной записи, какое право регулирует спор, есть ли ипотека, узуфрукт, ремонтное обязательство или ограничение передачи. Как доказать долю при крахе хранителя и неработающем приложении? Кто и как заменит управляющего, не способного собирать аренду? Ответы зависят от продукта — поэтому токенизация не единая юридическая категория.

Испытание двери выхода

Предлагается **испытание двери выхода** — не действующая классификация и не утверждённый стандарт, а опровержимый исследовательский дизайн. Для условной доли известного размера в известном объекте отдельно измеряются шесть вопросов: какое исполнимое право несёт токен; сколько денег доступно сейчас в реальных заявках в пределах раскрытой скидки; каков разрыв оценки и сделки после всех комиссий; сколько занимает продажа 50% и 90% сопоставимых заявок; кто даёт капитал при нехватке покупателей и каков предел; что меняется при ухудшении заселения, крупном ремонте или невозможности выкупа.

Одна мера — **фактически исполнимая за семь дней сумма после комиссий для заданного размера заявки, делённая на её оценочную стоимость**. Если заявок нет, семидневный денежный коэффициент равен нулю, хотя доля не обязательно ничего не стоит. Следует раскрывать размер, максимальную скидку, окно и число дней без торгов; отдельно тестировать продажи на 1 000 и 20 000 дирхамов и полный выход при других продавцах. Нужны спокойные дни и бурные недели: ликвидность запуска может превышать ту, что понадобится позже.

Продажа большинства долей за два дня с малой скидкой и документированным правом будет доказательством в пользу эксперимента. Месяцы ожидания или дорогая поддержка оператора тоже должны публиковаться. Нулевые периоды нельзя убирать

из среднего, последнюю цену выдавать за доступную сегодня, миллион выпущенных токенов — праздновать без денег на их покупку. Исполненная заявка отвечает: в каком объёме, за какой срок и после каких комиссий?

Не каждому зданию нужно торговаться ежесекундно. Регулярная аренда, ясное право и долгий горизонт могут давать ценность при низкой ликвидности. Иногда лучше диверсифицированный фонд, регулируемый рынок с маркет-мейкером или периодический аукцион, объединяющий заявки. Лучшее не всегда похоже на биржу: некоторые объекты хороши многолетним управлением, а не постоянным экраном цены. Честный срок владения полезнее красивой кнопки, ничего измеримого не обещающей.

Стратегический путь — сначала строить вторичный рынок долей как **индустрию информации о зданиях**, а не токенов. Данные о заселении, сборах, ремонте, соответствии, правах, датах оценки, голосовании, исполненных и неисполненных заявках помогают специалистам оценивать риск и поддерживать спрос. Рынок учится отличать предсказуемые расходы от нарастающих отложенных обязательств. Ответственное раскрытие и независимый аудит улучшают это обучение и рождают конкуренцию оценки и маркет-мейкинга вместо соревнования числом выпущенных токенов.

От саудовского реестра к вопросу о рынке

Генеральное управление недвижимости Саудовской Аравии указывает, что единица недвижимости — основа регистрации, а запись содержит описание, владельца, права, ограничения, обязательства и изменения; предусмотрена полная или частичная передача собственности по закону.15 Это факт об инфраструктуре регистрации, а не свидетельство общей лицензии на токенизацию или вторичный рынок. Если продукт когда-либо испытывать на ней, начинать нужно не с числа токенов башни, а с природы права, согласования с органами, регистрации передачи и раскрытия расходов, затем — с проверки покупателей. Компьютер сосчитает доли до завтрака; рынок документированных прав и денег, готовых нести риск, требует терпеливых институтов.

Урок Детройта не в победе суда над технологией: они не соревновались. Были квартиры, требования к жилью, права арендаторов и инвесторы, которым нужно знать, что именно они купили. Остановка выкупа показала, что часть выхода находилась не в токене, а в учреждении, поглощавшем заявку. Дубай показал возможность связать цифровую долю с официальной записью и организовать перепродажу, но глубину, цену и время ещё нужно измерять. Рост числа владельцев не создаёт автоматически покупателей при стрессе.

Цену дома можно разделить на десятки тысяч единиц и без устали регистрировать переводы. Но десятичная доля не чинит протечку, алгоритм не вызывает нежелающего покупателя, а распределение дохода по кошелькам не отменяет долг перед жильцом. Прогресс начинается не тогда, когда любой покупает здание на 100 дирхамов, а когда заранее знает, **чем владеет, кто защитит дом, сколько он получит при продаже завтра, кто купит и по какой цене**. Лишь тогда рынок вырастет настолько же, насколько уменьшилась доля.

Список литературы

1. Окружной суд округа Уэйн, Temporary Restraining Order and Order to Show Cause, Case 25-010288-CH, 22 июля 2025. Временный приказ, не окончательное решение.
2. Giulio Cornelli, When bricks meet bytes: does tokenisation fill gaps in traditional real estate markets?, BIS Working Paper 1311, 27 ноября 2025; редакция 30 июня 2026.
3. Земельный департамент Дубая, Launch of the pilot phase of the Real Estate Tokenisation Project, 19 марта 2025.
4. Земельный департамент Дубая, Launch of phase two and enablement of resale, 9 февраля 2026.
5. Ctrl Alt, Phase Two of Real Estate Tokenization Project, 20 февраля 2026. Заявление коммерческого партнёра.
6. PRYPCO Mint, What is a property token and how does it work?; What will be the proof of my ownership?, 2026.
7. PRYPCO Mint, Building Liquidity in Tokenized Real Estate, октябрь 2026. Данные оператора, не независимый торговый реестр.
8. PRYPCO Mint, How can I list my tokens?; What's the maximum number of tokens I can sell?, 18 августа 2026.
9. PRYPCO, Real Estate Tokenization Fees in Dubai Explained, 11 сентября 2026.
10. Albert S. Kyle, Continuous Auctions and Insider Trading, *Econometrica*, ноябрь 1985.
11. Yakov Amihud, Illiquidity and Stock Returns, *Journal of Financial Markets*, 2002.
12. George A. Akerlof, The Market for "Lemons", *Quarterly Journal of Economics*, август 1970.
13. Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга, Circular on secondary trading of tokenised SFC-authorised investment products, 20 апреля 2026.
14. Подразделения SEC, Statement on Tokenized Securities, 28 января 2026. Необязательное заявление сотрудников об американских ценных бумагах.
15. Генеральное управление недвижимости Саудовской Аравии, Real Estate Registry; Real Estate Registration Law, дата обращения: 2 ноября 2026.