

Анализ рынка долговых ЦФА

Для роста рынка ЦФА требуется развивать инфраструктуру

23 СЕНТЯБРЯ 2024



Количество базовых активов ЦФА растет (апрель 2024 г.)



Источник: SberCIB Investment Research

Поступательное развитие рынка ЦФА (ноябрь 2023 г.)



Источник: SberCIB Investment Research

Введение в цифровые финансовые активы (июнь 2023 г.)



Источник: SberCIB Investment Research

Анализ рынка долговых ЦФА

Для роста рынка ЦФА требуется развивать инфраструктуру

Рынок цифровых финансовых активов продолжает поступательно развиваться. Растут объемы выпуска наиболее простого типа ЦФА – на денежное требование. Более активное дальнейшее развитие рынка ЦФА сдерживает инфраструктура: рынок ЦФА остается недоступным подавляющему большинству институциональных инвесторов и фрагментированным, а централизованное вторичное обращение ЦФА фактически отсутствует.

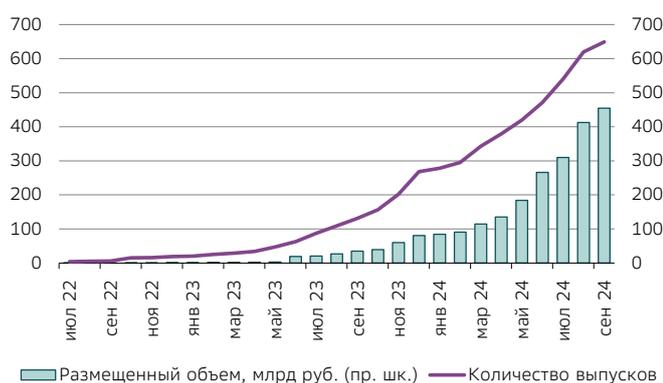
- Объем размещений ЦФА достиг 455 млрд руб. накопленным итогом с 2022 г., включая 374 млрд руб. ЦФА, размещенных с начала 2024 г. Общее число уникальных эмитентов ЦФА достигло 187, и хотя многие из них проводят пилотные сделки, ряд заемщиков выходят на рынок с повторными размещениями.
- Сроки ЦФА остаются короткими – в среднем от 0,4 до 1 года. Данные опросов предполагают, что в ближайшее время этот сегмент рынка, вероятно, продолжит развиваться как краткосрочная форма привлечения финансирования.
- Доходность выпущенных ЦФА, как показывает анализ сделок, на 0,5–1,8 п. п. выше аналогов на рынке облигаций. На текущем этапе развития рынка эти результаты выглядят закономерными, отражая новизну формы заимствований и узкую базу инвесторов.
- Объем рынка ЦФА, по оценкам на основе опросов потенциальных эмитентов и инвесторов, может составить 1,0-3,1 трлн руб. на горизонте пяти-семи лет. Наши оценки показывают, что объем потенциального предложения может быть выше, чем спрос на эти активы.

Обзор рынка долговых ЦФА

РАЗМЕЩЕНИЯ ЦФА АКТИВИЗИРУЮТСЯ, ПОКА ПО ОБЪЕМУ ВЫПУСКОВ ДОМИНИРУЮТ НЕСКОЛЬКО КРУПНЫХ ЭМИТЕНТОВ

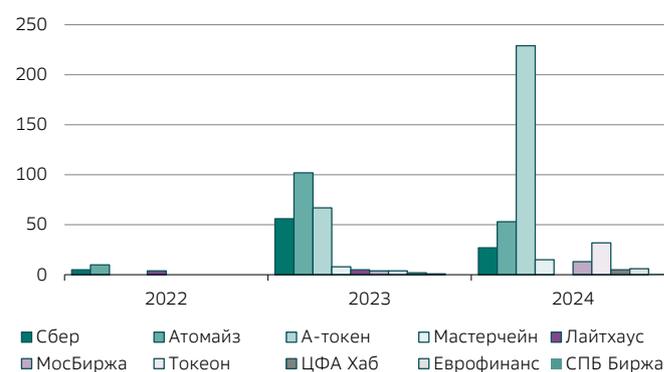
Рынок цифровых финансовых активов продолжает поступательно развиваться. Растут объемы выпуска наиболее простого типа ЦФА – на денежное требование («долговые ЦФА» – аналог классических облигаций и инструменты с привязкой к цене базового актива). Совокупный объем их выпуска за два года существования рынка, по нашим оценкам, уже достиг 455 млрд руб. накопленным итогом (649 уникальных выпусков) по сравнению с 35,2 млрд руб. годом ранее. Большая часть текущих объемов рынка приходится на долговые ЦФА – их объем составляет более 431 млрд руб. накопленным итогом (около 478 выпусков), а объем в обращении – 207 млрд руб.

Объем выпущенных долговых ЦФА накопленным итогом, млрд руб.



Источник: операторы информационных систем, SberCIB Investment Research

Количество долговых ЦФА, выпущенных в 2022–2024 гг.



Источник: операторы информационных систем

Наиболее активные эмитенты ЦФА на данном этапе развития рынка – банки-операторы ОИС (операторы информационных систем), и это пока не позволяет говорить о том, что в достаточной степени развивается именно рыночный сегмент рынка. В целом уровень концентрации рынка ЦФА остается очень высоким: на двух крупнейших эмитентов (Альфа-Банк и ВТБ) приходится 68% совокупного объема рынка. В частности, из 431 млрд руб. выпущенных долговых ЦФА 227 млрд руб. (или 188 выпусков) было эмитировано Альфа-Банком на платформе «А-токен».

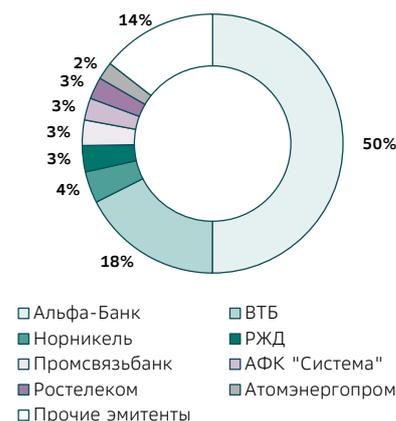
Крупнейшие сделки ЦФА по объему выпуска

Платформа	Эмитент	Класс актива	Привлекаемый объем	Купон	Год выпуска
Мастерчейн	ВТБ	Облигации	20 000	15,80%	2024
Мастерчейн	ВТБ	Облигации	20 000	16,25%	2024
Мастерчейн	ВТБ	Облигации	20 000	18,00%	2024
Мастерчейн	ВТБ	Облигации	19 900	17,88%	2024
Мастерчейн	РЖД	Облигации	15 000	КС+0,95%	2023
А-токен	Атомэнергопром	Облигации	10 000	17,35%	2024
Сбер	АФК "Система"	Облигации	10 000	КС+2,15%	2024
Токеон	Промсвязьбанк	Облигации	6 000	КС+0,5%	2024
Лайтхаус	ВТБ Факторинг	Облигации	5 000	КС+1,1%	2023
А-токен	Segezha Group	Облигации	3 000	RUONIA+3,8%	2023
Токеон	Промсвязьбанк	Облигации	3 000	КС+0,5%	2024
А-токен	WildBerries	Облигации	3 000	17,50%	2024
Мосбиржа	WildBerries	Облигации	3 000	17,00%	2024
А-токен	Segezha Group	Облигации	2 200	RUONIA+3,9%	2024
ЦФА Хаб	ОЗОН Капитал	Облигации	2 000	КС+3,25%	2024
Токеон	Промсвязьбанк	Облигации	2 000	КС+0,5%	2024
Атомайз	АФК "Система"	Облигации	2 000	КС+0,5%	2024

Примечание: не включены собственные сделки Альфа-Банка

Источник: операторы информационных систем

Крупнейшие эмитенты ЦФА (от кумулятивного объема рынка)



Источник: операторы информационных систем

Корпоративные заемщики пока еще представлены на рынке ЦФА преимущественно пилотными сделками, хотя уже появляются крупные эмитенты, разместившие более одного выпуска.

На текущем этапе сдерживающим фактором для развития рынка ЦФА, на наш взгляд, остается низкая ликвидность. Несмотря на то что в настоящее время зарегистрировано два оператора обмена (МосБиржа и СПБ Биржа), по-прежнему отсутствуют централизованные вторичные торги. На данный момент рынок ЦФА по-прежнему крайне фрагментирован – на нем функционирует 11 не связанных между собой операторов информационных систем (за исключением небольшого числа пилотных сделок по тестированию интероперабельности ОИС-платформ).

КОЛИЧЕСТВО УНИКАЛЬНЫХ КОРПОРАТИВНЫХ ЗАЕМЩИКОВ ЦФА ВЫРОСЛО ДО 187

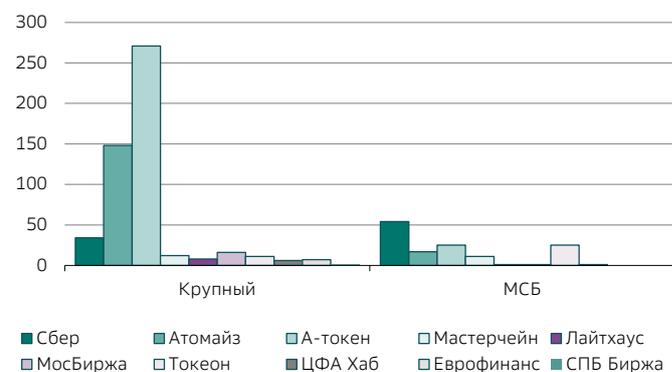
Анализ структуры сделок свидетельствует о том, что среди 187 эмитентов, которые уже успели протестировать рынок ЦФА, только у 64 компаний ранее был опыт размещения классических облигаций (34%). В основном количество компаний-заемщиков увеличилось за счет роста числа сделок в сегменте МСП, в котором наибольшая активность наблюдается на платформе Сбера. ЦФА выпустили 125 компании без кредитного рейтинга или с рейтингом по национальной шкале равным или ниже уровня «В». Но кумулятивный объем их заимствований невелик и составляет 27,7 млрд руб. (193 выпуска).

Статистика ЦФА по рейтингам эмитента



Источник: операторы информационных систем, кредитно-рейтинговые агентства, SberCIB Investment Research

Количество выпущенных ЦФА по платформам и типу эмитентов



Источник: операторы информационных систем, ФНС, SberCIB Investment Research

РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА НАЧАЛИ РЕЙТИНГОВАТЬ ВЫПУСКИ ЦФА, НО ПОКА ДЕЛАЮТ ЭТО РЕДКО

Несмотря на то что в прошлом году российские рейтинговые агентства АКРА, Эксперт РА и НКР представили свои методологии по присвоению рейтингов выпускам ЦФА (подробнее см. наш [обзор](#)), на текущий момент только АКРА присвоило рейтинг трем выпускам: двум выпускам Альфа-Банка «AA+(RU)» и одному выпуску ПР-Лизинг «BBB+(RU)». В свою очередь, Эксперт РА и НКР еще не присвоили рейтинг ни одному выпуску ЦФА. Широко обсуждавшаяся в прошлом году необходимость предоставления публичного скоринга выпусков/эмитентов от операторов ОИС до сих пор также не была реализована на практике.

СРОК ПРИВЛЕЧЕНИЯ РЕСУРСОВ ПОСРЕДСТВОМ ВЫПУСКА ЦФА ОСТАЕТСЯ НЕБОЛЬШИМ – ОТ 4 МЕСЯЦЕВ ДО 1 ГОДА

Анализ выпусков ЦФА свидетельствует о том, что средневзвешенный срок заимствования ЦФА остается небольшим по сравнению с классическим рынком облигаций. За последний год этот срок немного сократился, что мы связываем с ростом рублевых процентных ставок в целом. Сроки выпусков у компаний из сегментов крупного и крупнейшего бизнеса сократились с 0,6 годом ранее до 0,35 года по итогам 8М24. В сегменте МСП срок заимствований изменился не столь значительно: в 2023 году средневзвешенный срок заимствований составлял 1 год, а в этом году он равен 1,04.

При этом растет средний объем заимствований: для крупных и крупнейших компаний объемы привлечения возросли в два раза до 1,4 млрд руб., а для МСП – в 4,5 раза до 108 млн руб.

Структура долговых заимствований на рынке ЦФА в целом становится более разнообразной: были размещены дисконтные выпуски ЦФА (259 выпусков), с плавающим купоном (95 выпусков) и с фиксированным купоном (123 выпуска).

ПЕРВЫЕ СДЕЛКИ ПО ДОЛГОВЫМ ЦФА ПОКА НЕ ДАЮТ ЭМИТЕНТАМ ПРЕИМУЩЕСТВ В ЧАСТИ ДОХОДНОСТИ ПО СРАВНЕНИЮ С КЛАССИЧЕСКИМ РЫНКОМ ОБЛИГАЦИЙ

Сравнение средневзвешенной доходности по долговым выпускам ЦФА и по облигациям, выпущенным через классическую инфраструктуру, с фиксированным купоном в зависимости от рейтинга эмитента пока не дает однозначных результатов. На текущем начальном этапе развития рынка ЦФА, когда зачастую все еще проводятся тестовые сделки, затруднительно однозначно ответить на вопрос о том, какими будут доходности цифровых облигаций по сравнению с классическими в будущем.

Однако если говорить о первых результатах, то наши оценки показывают, что для облигаций с фиксированным купоном годовая эффективная доходность ЦФА при размещении оказалась выше чем, на классическом рынке (в среднем на 0,5–1,8 п. п.). Мы полагаем, что более высокие доходности на рынке ЦФА на текущий момент справедливы и объясняются ограниченным кругом инвесторов, а также отсутствием вторичных торгов и ограниченным числом участников торгов.

Средневзвешенный спред по доходности между ЦФА и классическим рынком для облигаций с фиксированным купоном на дату размещения, п. п.

	AAA	AA	A	BBB	BB	B
3К23	3,5	1,3	2,0	1,0	-	-
4К23	-	2,8	1,2	-4,3	-1,5	-1,2
1К24	2,3	2,1	1,7	-0,6	0,9	-
2К24	0,7	1,7	1,7	-0,4	-	0,6
3К24	1,0	0,0	1,5	2,1	-2,1	-6,4

Примечание: Расчет доходности при размещении классических облигаций, проводился на основе облигаций с низкими сроками до погашения, сопоставимыми с рынком ЦФА (до трех лет).

Источник: операторы информационных систем, SberCIB Investment Research

КРУГ ИНВЕСТОРОВ, КОТОРЫМ РАЗРЕШЕНО ПОКУПАТЬ ЦФА, ОСТАЕТСЯ ОГРАНИЧЕННЫМ

В настоящее время среди традиционных участников рынка заемного капитала формальных ограничений для инвестирования в ЦФА нет только у коммерческих банков. Страховые компании имеют возможность покупать ЦФА, но у них этот актив не принимается для покрытия обязательных страховых резервов, и тем самым у них создается дополнительная нагрузка в части норматива достаточности собственного капитала. По [сообщению](#) Ведомостей, сейчас ЦБ прорабатывает изменения в механизм учета ЦФА при расчете капитала

страховщиков (Положение № 781-П по требованиям к финансовой устойчивости страховых организаций). Однако, когда будут приняты правки, по-прежнему неизвестно. В свою очередь, негосударственные пенсионные фонды с точки зрения законодательства все еще не могут инвестировать в ЦФА (в частности, ограничения для пенсионных накоплений и резервов устанавливают Федеральный закон №75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах», положение ЦБ РФ №580-П и указание ЦБ РФ №5343-У).

Ограничения в части инвестиций физлиц в ЦФА регулируются [Указанием](#) Банка России №5635 У от 25.11.2020. В частности, этот документ запрещает неквалифицированным инвесторам приобретать ЦФА, размер выплат по которым привязан к наступлению какого-либо события в будущем (например, ЦФА на денежные требования с привязкой к цене какого-то актива или индекса). Помимо этого, неквалифицированные инвесторы ограничены лимитом инвестирования в 600 тыс. руб. в год, однако ЦФА на высоколиквидные или высококачественные активы (ЦФА на ОФЗ, драгоценные металлы, акции, включенные в котировальные списки бирж, акции эмитентов с высоким кредитным рейтингом) можно приобретать без ограничений. Согласно указанию, на обыкновенные ЦФА на денежные требования распространяется годовой лимит для неквалифицированных инвесторов.

Проведение опросов по ЦФА

В 2024 году мы повторили опросы по ЦФА, впервые проведенные в 2023 году, чтобы выявить заинтересованность участников рынка в использовании ЦФА для привлечения финансирования или инвестирования, определить основные направления развития этого нового сегмента рынка в ближайшие один-два года, а также обновить оценки потенциальных объемов рынка.

Методология: ОБЪЕМ ВЫБОРКИ

Было проведено пять опросов, разделенных на группы по типу деятельности респондентов: финансовые институты, компании, розничные инвесторы. Опросы проводились на анонимной основе в июле 2024 года.

■ Финансовые институты

В исследовании приняли участие представители финансовой отрасли (91 человек). Были опрошены работники казначейских департаментов в банках, трейдеры и главы отделов продаж на финансовых рынках.

■ Розничные инвесторы

В опросе приняли участие 894 физических лица, вовлеченных в сферу инвестиций. Опросы были проведены в Telegram-канале «СберИнвестиции», аудитория которого в большей степени знакома с финансовыми рынками и торговлей ценными бумагами.

Также мы используем данные проведенного в 2К24 более широкого опроса населения для «Потребительского индекса Иванова» (2,3 тыс. респондентов, проживающих в 164 городах с населением свыше 100 тыс. жителей, опрос проводился исследовательским агентством Terra Pulse Group от имени SberCIB Investment Research). Данная группа респондентов отвечала лишь на вопрос о заинтересованности в инвестировании в ЦФА и объеме средств, который они готовы инвестировать в ЦФА.

■ Корпоративный сегмент

В исследовании приняли участие 267 представителей корпоративного бизнеса. Опрос был проведен во всех сегментах компаний в зависимости от годовой выручки (подробнее в таблице ниже). В частности, опрос включает отдельное исследование, проведенное в апреле 2024 года (количественный опрос, 225 интервью с представителями микро-, малого и среднего бизнеса в городах России с населением 100 тыс. человек и более. Данные собраны в рамках онлайн-панели Online Market Intelligence).

Были опрошены руководящие сотрудники компаний, принимающие решения в области управления, финансов или инвестирования и привлечения вложений.

Представители бизнеса, принявшие участие в опросе

Сегмент юридического лица/холдинга	Размер годовой выручки	Пост в компании
Микро- и малый бизнес	до 800 млн руб.	Руководитель организации (генеральный директор, директор, президент и т.д.), заместитель директора,
Средний бизнес	От 800 млн руб. до 2 млрд руб.	руководитель финансового департамента,
Крупный и крупнейший бизнес	От 2 млрд руб. до 15 млрд руб.	IR - отдел взаимодействия с инвесторами

Источник: SberCIB Investment Research

Корпоративный сегмент был разделен на две группы по виду заинтересованности в ЦФА: в привлечении финансирования или инвестирования (блок вопросов инвестирования для компаний совпадает с вопросами для розничного инвестора). Как следствие, на некоторых графиках будут отражены агрегированные результаты по инвестированию, включающие ответы одновременно корпоративных и розничных инвесторов.

Результаты опросов

На всех графиках приведены значения в процентах от числа ответов, если не указано иное. В целях повышения качества ответов в вопросах предусматривался вариант «затрудняюсь ответить»; как следствие, число респондентов варьируется от вопроса к вопросу. Число респондентов указано под графиками (N). Источник – опросы SberCIB Investment Research.

ИНТЕРЕС К ЦФА СРЕДИ ВСЕХ КАТЕГОРИЙ ИНВЕСТОРОВ РАСТЕТ

■ Интерес к ЦФА: финансовые институты

Сотрудники финансовой отрасли продолжают проявлять большой интерес к цифровым финансовым активам: 40% опрошенных уже работают с ЦФА и планируют продолжать работу с ними, почти половина (49%) респондентов не работает с ЦФА, но проявляет интерес к ним и лишь 10% не планируют работать с новым классом в дальнейшем (для сравнения, в прошлом году этот показатель был выше – 13% опрошенных не считали это направление перспективным).

Для профессиональных участников рынка среди различных типов ЦФА именно долговые (как аналог облигаций) остаются самым интересным классом новых активов (63% участников опроса проявили заинтересованность к ним), а ЦФА с привязкой к цене на активы оказались предпочтительными для трети респондентов (33%).

Финансовые институты: интересны ли вашей компании ЦФА и работаете ли вы с ЦФА?



N=91

Какие ЦФА интересны вашей компании/банку или вашим клиентам?



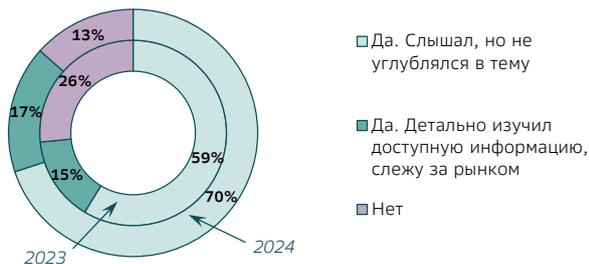
N=77

■ Интерес к ЦФА: Розничные инвесторы

Интерес к ЦФА среди розничных респондентов, которые интересуются инвестициями и подписаны на ТГ-канал «СберИнвестиции», за последний год возрос: на текущий момент о ЦФА знают 87% респондентов против 74% в 2023.

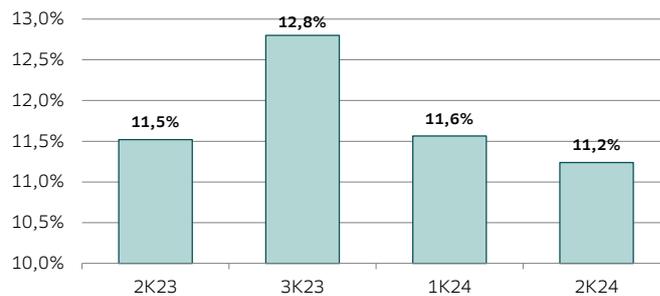
В то же время среди широкого среза населения – респондентов для «Потребительского индекса Иванова» – доля осведомленных о ЦФА значимо не меняется на протяжении уже нескольких кварталов, она держится около 12%.

Розничные инвесторы(СберИнвестиции): интересуетесь ли вы ЦФА?



N(2023) =890, N(2024) =894

Розничные инвесторы (опрос Ивановых): знаете ли вы о ЦФА?



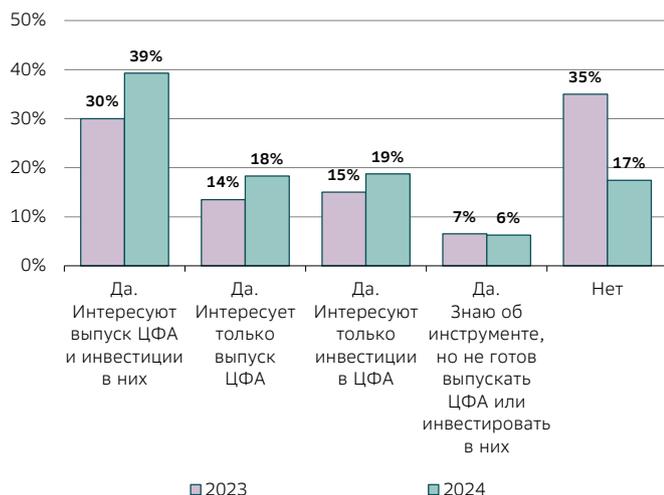
N=2 300

Интерес к ЦФА: компании

За последний год выросла степень осведомленности участников рынка о ЦФА и значительно снизился процент респондентов, которые не знают о ЦФА (сейчас доля таких компаний составляет 17% опрошенных по сравнению с 35% годом ранее). При этом рост в основном наблюдается среди участников рынка, нуждающихся во внешнем финансировании.

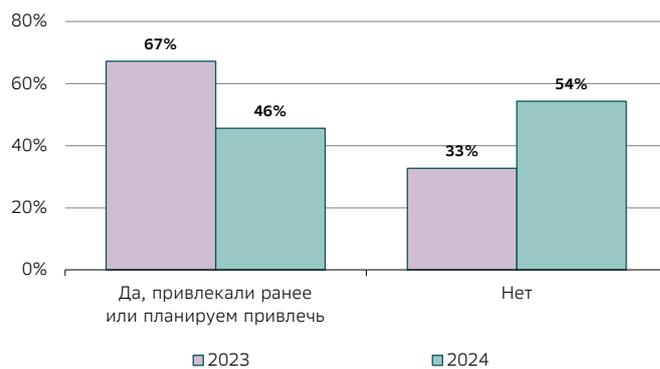
На текущий момент 39% компаний заинтересованы в выпуске ЦФА и инвестициях в них, примерно равное число респондентов хотят либо только выпускать ЦФА (18%), либо только инвестировать (19%). Процент опрошенных, которые знают об инструменте, но не заинтересованы в выпуске или инвестиции в цифровые активы, остался прежним – 6%.

Компании: интересуетесь ли вы ЦФА?



N (2023)=200, N (2024)=224

Нуждается ли ваша организация во внешнем финансировании?



N (2023)=58, N(2024)=46

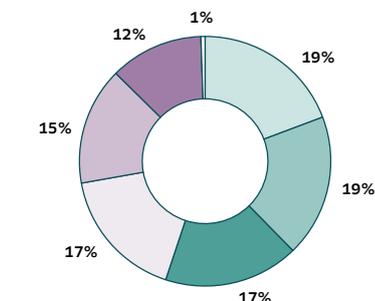
Преимущества ЦФА

Выявленные в ходе опроса потенциальные преимущества ЦФА по сравнению с доступными альтернативами значительно различаются в зависимости от типа участника рынка:

- ▶ **Эмитентов** мотивируют к выпуску ЦФА такие факторы, как уменьшение задействованных управленческих ресурсов при эмиссии и учете ценных бумаг, а также снижение стоимости заимствования. По сравнению с опросом прошлого года наиболее важные факторы не изменились, опрошенные выделили доступ к новой категории инвесторов (19%), сокращение затрат на размещение (19%), упрощение документооборота (17%), ускорение выпуска (17%) и уменьшение числа посредников (15%).

- ▶ Среди всех категорий потенциальных **инвесторов в ЦФА** самыми важными факторами мотивации остаются повышенная доходность по сравнению с классическими инструментами (40% физлиц и 26% компаний), а также интерес к новым классам активов (21% в розничном сегменте и 26% в корпоративном). При этом инвесторы-юрлица среди преимуществ ЦФА дополнительно выделяют упрощение документооборота (20% респондентов) и льготные нормы регулирования (11%). Физических лиц мотивировала бы низкая комиссия за совершение операций (25%).

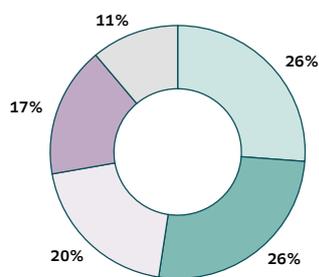
Компании-заемщики: какие вы видите преимущества выпуска ЦФА?



- Доступ к новой категории инвесторов
- Сокращение затрат на размещение инструмента
- Упрощение документооборота
- Уменьшение времени на выпуск
- Уменьшение количества посредников
- Укрепление имиджа высокотехнологичной компании
- Прочее

N=126

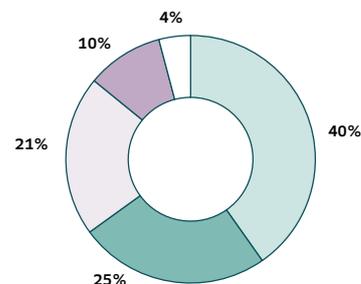
Компании-инвесторы: что мотивировало бы вас инвестировать в ЦФА?



- Интерес к новым классам активов
- Повышенная доходность по сравнению с классическими инструментами
- Упрощение документооборота
- Отсутствие комиссии или низкая комиссия за совершение операций
- Льготное регулирование инвестиций в ЦФА

N=122

Розничные инвесторы: что мотивировало бы вас инвестировать в ЦФА?



- Повышенная доходность по сравнению с классическими инструментами
- Отсутствие комиссии или низкая комиссия за совершение операций
- Интерес к новым классам активов
- Более широкий выбор эмитентов
- Прочее

N=740

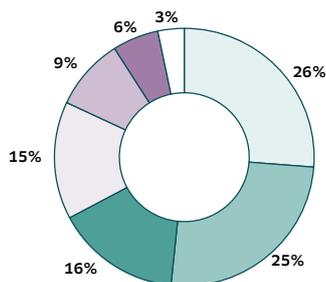
Риски

У финансовых институтов и физических лиц, которые активно торгуют, наибольшую обеспокоенность вызывает низкая ликвидность инструментов, а также ограниченность обращения ЦФА в рамках одной торговой площадки. Эти результаты закономерны, поскольку прошел год с даты появления операторов обмена, а централизованные вторичные торги по торговле ЦФА разных ОИС до сих пор не реализованы.

Для инвесторов среди юрлиц и финансовых институтов наиболее актуальными вопросами остаются особенности ведения бухгалтерского и налогового учета ЦФА. Однако чем больше развивается практика выпуска ЦФА, тем меньше данный аспект вызывает обеспокоенность у респондентов: среди фининститутов важность данного параметра снизилась с 39% в ходе прошлого опроса до 31%, а для компаний выросла – с 27% до 32%.

Помимо перечисленного розничные инвесторы в качестве рисков выделяют законодательные аспекты (23%) и отсутствие судебной практики (14%). За два года с даты появления нового класса активов ЦФА еще не было дефолтов, поэтому юридические аспекты защиты инвесторов ЦФА по-прежнему не проверены на практике.

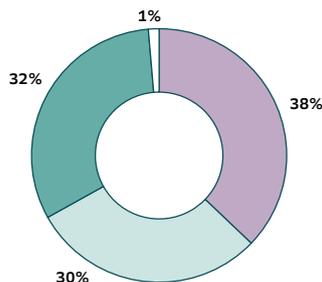
Финансовые институты: какие вы видите сложности в работе с ЦФА?



- Ликвидность
- Ограниченность обращения ЦФА в рамках одной торговой площадки
- Налоговый учет
- Бухгалтерский учет
- Отсутствие интереса к ЦФА у конечных инвесторов
- Сложность выхода на торговые площадки
- Прочее

N=48

Компании-инвесторы: какие вы видите риски инвестирования в ЦФА?



- Законодательные аспекты
- Отсутствие ликвидного вторичного рынка
- Дополнительные издержки на бухгалтерский учет новых инструментов
- Прочее

N=107

Розничные инвесторы: какие риски ЦФА вы видите для себя на текущий момент?



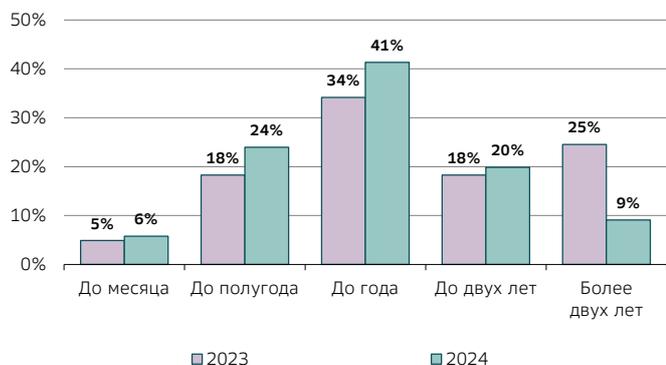
- Отсутствие ликвидного вторичного рынка
- Законодательные аспекты
- Отсутствие судебной практики
- Прочее

N=733

Какая срочность ЦФА оптимальна?

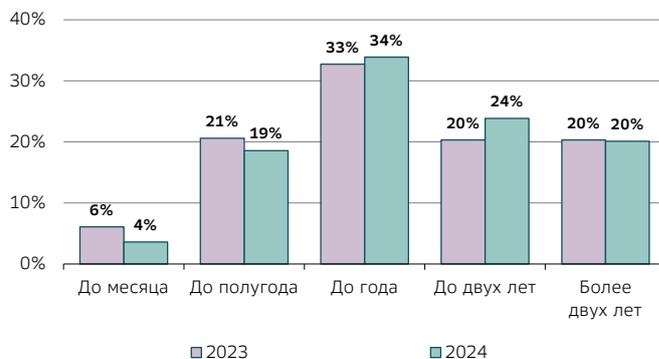
Большинство участников рынка, как и год назад, считают оптимальными ЦФА сроком до года. Среди потенциальных заемщиков доля желающих привлечь заимствования в сегменте до года выросла на 14 п. п. до 71%, в то время как среди потенциальных инвесторов доля желающих инвестировать в сегменте до года, напротив, снизилась на 3 п. п. до 56%, что мы связываем с существенным ростом процентных ставок за последний год. На наш взгляд, временные колебания значений в итогах опросов, обусловленные рыночной конъюнктурой, будут наблюдаться и далее, однако, вероятно, ЦФА пока будут восприниматься в основном как краткосрочные заимствования.

На какой срок вы хотели бы привлечь финансирование через ЦФА?



N(2023)=82, N(2024)= 121

Какие сроки ЦФА были бы оптимальными для вашего управления портфелями?



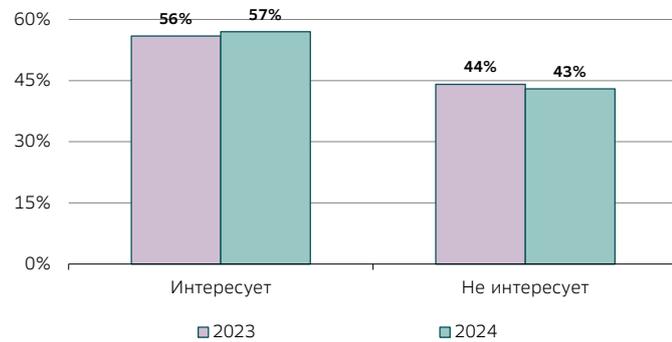
N (2023) =724. N (физлица) = 637, N (корп.) =87
 N (2024) =835. N (физлица) = 717, N (корп.)=118

Интерес к ЦФА, выпущенных МСП

Опросы показали, что в сегменте малого бизнеса заинтересованность в выпуске ЦФА усиливается: за год она повысилась с 56% до 57%. В то же время среди инвесторов

потенциальный спрос на высокодоходные инструменты снизился на 9 п. п., и теперь доля спроса в высокорискованных сегментах составляет всего 14%. Вероятно, снижение интереса к рискованным активам носит временный характер и обусловлено тем, что текущий высокий уровень процентных ставок снижает склонность к высокорискованным инвестициям, где может вырасти количество дефолтов.

МСП, заинтересованные в выпуске ЦФА



N (2023) =118
N (2024) =186

В какой категории вы были бы готовы инвестировать в ЦФА как в аналог облигаций?



N (2023) =733: N (физлица) =652, N (корп.) =81
N (2024) = 840: N (физлица) =721, N (корп.) =119

Какие услуги от оператора информационных систем интересны для заемщиков в ЦФА?

Более 84% потенциальных заемщиков планируют обращаться за помощью к ОИС в помощи в размещении долговых ЦФА. Для большинства потенциальных эмитентов важна помощь организатора в маркетинге (31%) и андеррайтинге (30%) ЦФА, т. е. в обязательстве привлечь определенный объем средств в ходе первичного размещения. Помимо этого, 23% респондентов проявил интерес к услуге оказания помощи в получении рейтинга (rating advisory).

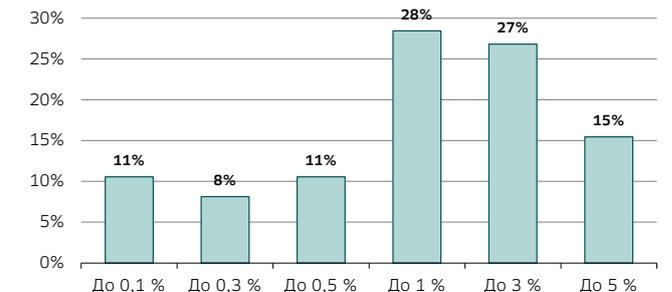
Опрос показал, что средние предельно допустимые комиссии за размещение ЦФА среди всех категорий потенциальных заемщиков составили 1,9%. При этом в сегменте МСП оценка предельно допустимых комиссий равна 2,1%, а в сегменте крупнейшего бизнеса она составила 0,4%.

Планируете ли вы обращаться за дополнительной помощью в размещении ЦФА к оператору информационных систем?



N (2024) =126

Какие затраты на привлечение финансирования через ЦФА для вас предельно допустимы? (% от привлечения средств)



N (2024) = 123

Оценки объема рынка ЦФА

На основе проведенных опросов мы обновили оценки объема российского рынка ЦФА на денежные требования (аналог облигаций) на среднесрочном горизонте пяти-семи лет (предыдущие оценки были опубликованы в [обзоре](#) «Введение в цифровые финансовые активы» в июне 2023 г.). На наш взгляд, на рынке ЦФА сохраняется дисбаланс между объемом потенциального предложения и спросом, который может удовлетворить это предложение. Как следствие, оценка объемов рынка ЦФА ограничена потенциалом спроса: наши оценки предполагают, что к 2030 году объем рынка ЦФА может составить 1,0–3,1 трлн руб.

ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛЬНОГО СПРОСА НА ЦФА

По сравнению с прошлым годом наши оценки совокупного потенциального спроса на горизонте пяти-семи лет значимо не изменились и составляют 1,0–3,1 трлн руб. Стоит отметить, что за прошедший год не произошло значительного прогресса в развитии инфраструктуры на рынке ЦФА, что сдерживает развитие рынка: он по-прежнему недоступен подавляющему большинству институциональных инвесторов (за исключением страховых компаний), все еще отсутствует вторичное обращение ЦФА, механизмы юридической защиты интересов инвесторов в этот новый класс активов не проверены.

■ **Банки.** Опрос показал, что вложения в ЦФА могут составить 7,7% от долгового портфеля банков, с поправкой на более короткие сроки ЦФА, чем у классических долговых инструментов. Мы провели сценарную оценку потенциального спроса со стороны банков:

- ▶ Первый сценарий основан на допущении, что ЦФА заместят только часть вложений в классические облигации банков. В таком случае потенциальный спрос на ЦФА со стороны банков составит 0,4 трлн руб.
- ▶ Второй сценарий основан на предположении, что ЦФА частично заместят не только вложения в облигации, но также банки – операторы ОИС будут заинтересованы в переводе части своего кредитного портфеля из традиционной формы на ЦФА-платформу. В таком случае спрос может составить 1,7 трлн руб.
- ▶ Третий сценарий включает в себя интерес всех банков в переводе части банковского портфеля из традиционной формы на ЦФА-платформу. В таком случае потенциальный спрос может составить 2,3 трлн руб.

Как следствие, потенциальный спрос со стороны банков может составить 0,4–2,3 трлн руб.

■ **Розничные инвесторы.** Для оценки спроса частных инвесторов мы исходили из результатов опроса для «Потребительского индекса Ивановых», согласно которому 32,9% респондентов, имеющих активные брокерские счета, готовы инвестировать в ЦФА в среднем 16% от своего портфеля. Исходя из этих предпосылок мы оцениваем потенциальный спрос на ЦФА со стороны частных инвесторов на уровне 160 млрд руб. (для сравнения – 120 млрд руб. в прошлом году). Основные драйверы роста оценки потенциального спроса на ЦФА для физлиц – увеличение количества осведомленных о продукте инвесторов, готовых инвестировать в ЦФА, а также рост числа брокерских счетов на 26% г/г (доля активных клиентов остается около 10%).

■ **Спрос со стороны нефинансовых организаций.** Оценка спроса со стороны юридических лиц (казначейские департаменты компаний) составляет 110 млрд руб. Данные

опросов корпоративного сегмента показали, что вложения компаний крупного и крупнейшего бизнесов в ЦФА могут составить 4% их инвестиционного портфеля, а компаний МСП - 16%.

- **НПФ, страховые компании и другие институциональные инвесторы.** При проведении оценки потенциала рынка мы предполагаем, что на горизонте пять-семь лет постепенно будут сняты регуляторные ограничения на вложения в ЦФА институциональных инвесторов, которые являются ключевыми игроками на рынке классических облигаций (НПФ, страховых компаний), а их вложения в ЦФА могут составить 0,1–0,5 трлн руб.

Возможная структура инвесторов в ЦФА – аналога облигаций и кредитов, трлн руб.



Источник: SberCIB Investment Research

Какой процент от инвестиционного портфеля вы готовы инвестировать в ЦФА?



Источник: SberCIB Investment Research

ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛЬНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ ЦФА

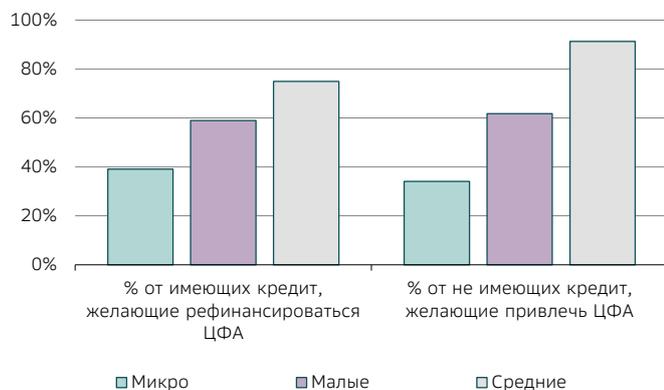
Мы наблюдаем рост осведомленности о рынке ЦФА в целом, а также потребности компаний в привлечении внешнего финансирования. В этих условиях наши оценки потенциального предложения долговых ЦФА на рынке ЦФА несколько повысились по сравнению с уровнем прошлого года и сейчас составляют 6,8–9,6 трлн руб.

- **Крупнейшие компании.** Мы предполагаем, что в среднесрочной перспективе ЦФА могут составить 2–5% в структуре финансирования крупнейших корпоративных заемщиков (что соответствует 1,7–4,3 трлн руб.). Для компаний, уже имеющих широкие возможности для привлечения финансирования, ЦФА могут оказаться удобной альтернативой традиционному краткосрочному финансированию из-за скорости размещения и более низких расходов на выпуск, но только при наличии достаточно развитого рынка и конкурентной стоимости фондирования. Мы по-прежнему считаем, что в перспективе рынок ЦФА мог бы стать заменой рынку коммерческих бумаг (публичного краткосрочного финансирования для компаний сроком до 1 года), который сейчас фактически отсутствует в России.
- **Малый и средний бизнес.** Опрос потенциальных эмитентов ЦФА в сегменте МСП (имеющих доступ к банковскому финансированию) показал, что по сравнению с прошлым годом возросла доля компаний, желающих привлечь финансирование через ЦФА (в микробизнесе – 20%, в малом – 59%, а в сегменте среднего бизнеса – 75%). В свою очередь, средние желаемые суммы составляют 12 млн руб., 60 млн руб. и 358 млн руб. для компаний соответственно микро-, малого и среднего бизнеса.

На основе анализа итогов проведенного опроса совокупный потенциальный объем предложения ЦФА со стороны МСП может быть значительным – от 5,1 трлн руб. (компании, имеющие доступ к банковскому финансированию) до 5,8 трлн руб. (все компании сегмента МСП).

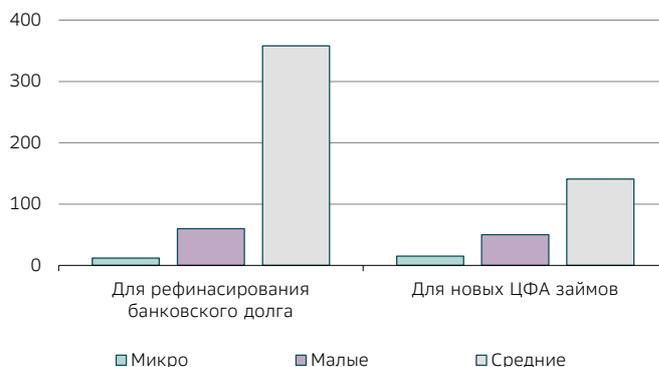
Большой интерес к выпуску долговых ЦФА со стороны субъектов МСП, по всей видимости, объясняется тем, что именно эти компании зависят от банковского кредитования, а не от рынка публичного финансирования, и рынок ЦФА может предоставить субъектам МСП доступ к новым инвесторам. Вместе с тем реализация столь значительных объемов размещения ЦФА со стороны МСП сдерживается отсутствием высокого спроса инвесторов на данный сегмент: всего 14% инвесторов готовы инвестировать в высокодоходные инструменты. Также сдерживающими факторами служат отсутствие требований к раскрытию информации для эмитентов ЦФА и оценок их кредитоспособности.

Потребность МСП в привлечении средств посредством ЦФА



Источник: SberCIB Investment Research

Средний желаемый размер ЦФА займа, млн руб.



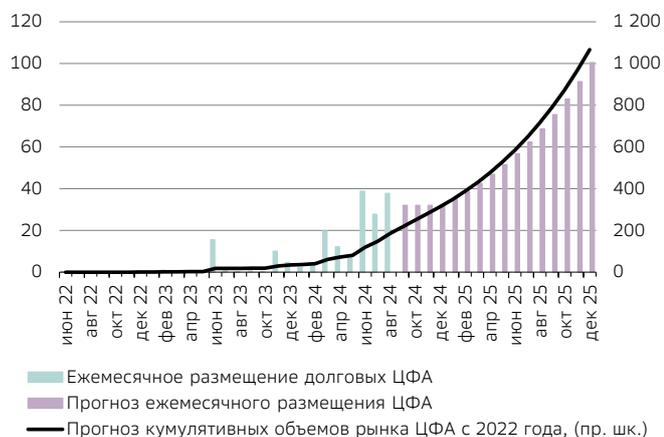
Источник: SberCIB Investment Research

ПРОГНОЗЫ ОБЪЕМОВ РЫНКА ЦФА УЧАСТНИКАМИ РЫНКА

С 2022 года совокупный объем рынка долговых ЦФА составляют 431 млрд руб., а за 8M24 объем выпущенных долговых ЦФА составил 374 млрд руб. По нашей оценке, до конца текущего года совокупный объем долговых ЦФА может с текущих 431 млрд приблизиться к 600 млрд руб. (расчеты учитывают собственные выпуски Альфа-Банка). В 2025 году объем новых выпусков ЦФА как аналога облигаций может превысить 1 трлн руб., т. е. этот рынок все еще будет значительно уступать традиционным рынкам.

Оценки потенциальных объемов рынка ЦФА различными участниками рынка на среднесрочном горизонте варьируются от 1 трлн руб. до 10 трлн руб.

Прогноз роста рынка ЦФА до 2025 г., млрд руб.



Источник: операторы ОИС, SberCIB Investment Research

Прогнозы различных участников рынка по объему рынка ЦФА

	Дата прогноза	Среднесрочный прогноз объема рынка
SberCIB Investment Research	сен 24	1-3,1 трлн руб.
АКРА	фев 24	500 млрд руб.
МосБиржа	мар 24	5-10 трлн руб.
Технологии доверия	июл 23	1-3 трлн руб.
Минфин	июн 23	5-10% от фондового рынка (1,2-2,4 трлн руб.)

Источник: ЦМИ, SberCIB Investment Research

Ограничение ответственности