

УДК 336.74-047.44(476)

51. АНАЛИЗ ДЕФОЛТНЫХ ЭМИТЕНТОВ НА РЫНКЕ ЦИФРОВЫХ ТОКЕНОВ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

Иваненко К.С., студент гр. 353501, Романовский М.Д., студент гр.353501

*Белорусский государственный университет информатики и радиоэлектроники¹
г. Минск, Республика Беларусь*

Насонова И.В. – кандидат экономических наук

Аннотация. В статье исследуется рынок корпоративных токенов в Республике Беларусь. С помощью авторского скрипта на языке Python сформирована база данных на основе платформы Finstore, охватывающая более 700 объектов. Проведен сравнительный анализ токенов и классических финансовых инструментов, выявлена статистика дефолтов (21,5%) и изучена корреляция между уровнем доходности и инвестиционными рисками. Рассмотрены сценарии банкротства эмитентов и грядущие изменения в законодательстве 2026 года, направленные на защиту инвесторов и повышение прозрачности рынка цифровых активов.

Ключевые слова. Токенизация, цифровые знаки (токены), Республика Беларусь, инвестиционные риски, дефолт эмитента, блокчейн, Finstore, финансовое регулирование, квалифицированные инвесторы, долговые инструменты

За последнее время всё больше белорусских компаний выпускают собственные токены, как крупные компании вроде БЖД или МАЗ, так и более мелкие вроде частных фирм. Для бизнеса это новый способ занять деньги у инвесторов, а для инвесторов — возможность получать проценты больше, чем в банках. Токены не стоит путать с акциями. Акции — это деловой инструмент, который означает, что покупатель фактически стал становится совладельцем компании, то есть у покупателя появляются права на дивиденды. А токен — это "цифровая запись", которая подтверждает, что компания заняла деньги под процент и обязуется вернуть. В случае покупки токена покупатель не становится владельцем компании, он становится её кредитором. По смыслу токен ближе к облигации, чем к акции. Только облигации — это старый классический инструмент, а токен — его цифровая версия. Так же стоит отметить, что у акций есть рыночная цена, которая может расти или падать, потому что это долевой инструмент. А у токенов и облигаций цена, как правило, стабильна. Покупатель знает, сколько получит и когда. Поэтому волатильности, как на фондовом рынке, здесь почти нет. Если регуляцией акций занимается министерство финансов РБ, то токены регулируются Парком высоких технологий. В отличие от большинства вкладов, где возможность вывести средства отсутствует до конца срока, токен можно перепродать или вернуть предприятию. И при этом все уже начисленные выплаты останутся у покупателя.

Ближайшие годы токенизация может выйти на совершенно другой уровень, вплоть до оцифровки реальных активов. В современной финансовой практике активно развивается процесс токенизации материальных активов (золото, сырьевые товары, лесные угодья), что способствует демократизации рынка и расширению доступа для розничных инвесторов. Традиционное приобретение физического золота сопряжено с логистическими издержками (организация хранения, страхование) и высоким спреedom, снижающим рентабельность инвестиций на этапе покупки. Токенизация нивелирует данные недостатки: цифровой актив, обеспеченный реальным металлом в хранилище, обладает высокой ликвидностью и упрощенным механизмом передачи прав собственности.

Инновационные финансовые инструменты применяются и в более специфических сферах. В качестве примера можно привести проект токенизации лесных участков в Узбекистане, где привлеченный посредством эмиссии токенов капитал был направлен на лесоразведение. Распределение будущей прибыли среди держателей цифровых активов планируется по достижении лесом зрелости (через 40–50 лет). Подобные прецеденты демонстрируют, как технология блокчейн делает ранее недоступные долгосрочные инвестиционные проекты открытыми для частного капитала.

На сегодняшний день в Беларуси существует четыре официальные платформы, через которые компании могут выпускать токены:

- Вупех — активно работает с лизинговыми компаниями и банками;
- Finstore — запущена одним из банков;
- FainEx — онлайн-платформа по покупке и продаже токенов;
- Whitebird — новая площадка, которая только недавно заявила о старте.

Для сбора информации была выбрана платформа Finstore, так как она предоставляет наименование компании, наименование выпуска, а так же сами декларации с материалом для аналитики [1]. Был разработан скрипт на языке программирования Python, который проанализировал все декларации и извлек первичную информацию: суммы, валюты, процентные ставки и прямые ссылки на декларации для дальнейшей проверки корректности. Это позволило обработать массив из более чем 700 объектов за достаточно малый промежуток времени. По результатам обработки была проведена выборочная проверка на корректность. Некорректно обработанные данные были проанализированы вручную.

Полученная в результате этих действий база данных является одной из самых полных и чистых баз данных по архивным и текущим выпускам токенов.

Анализируемые токены были выпущены 121-им юридическим лицом, из них 26 эмитентов допустили дефолт, что составляет 21.5% от всех эмитентов. При этом важно понимать, что дефолт не всегда означает полную потерю средств инвесторами, иногда это может быть просрочка выплаты купона на некоторый срок, или опоздание выплаты тела долгового токена. Такие ситуации достаточно часто происходят на рынке корпоративных облигаций Российской Федерации, однако на рынке долговых токенов РБ полностью выйти из дефолта и исполнить свои обязательства смог только 1 эмитент — ОДО «ВИТАЛИОР»[2], который раньше владел одноименной сетью супермаркетов, а сейчас преимущественно занимается девелопментом объектов недвижимости. Другим похожим случаем стала компания ООО «Биоклин», просрочившая срок погашения токенов, однако через три месяца после этого вернувшая тело (но без процентов за просрочку и последнего купона). Аналогичная по исходу ситуация произошла у эмитента ООО «АкриКам»: компания допустила дефолт всего через месяц после начала обращения долговых токенов, однако, в отличие от «Биоклин», при выпуске токенов «АкриКам» не планировало выполнение своих обязательств, что было обнаружено проверкой Комитета государственного контроля, в результате чего было возбуждено уголовное дело по мошенничеству в особо крупном размере.

Остальные 23 дефолтных эмитента не смогли на данный момент исполнить своих обязательств. При этом некоторые эмитенты исполнили свои обязательства перед инвесторами владеющими только небольшой суммой их токенов, предположительно для того, чтобы сократить количество истцов. Однако большинство эмитентов не вернули никаких долгов по токенам. Дальше у должников наблюдаются два сценария развития.

Первый сценарий включает уход в банкротство или ликвидацию (так поступило 11 эмитентов). Процедура инициируется или инвесторами (в надежде возврата долга посредством продажи имущества), или собственниками компании (зачастую в надежде на непредъявление требований некоторыми инвесторами). Среди данных компаний:

- ООО «Суомитрейд», ООО «Технодвор», ООО «СкиСтройИнвест» — закончили процедуру банкротства, были исключены из ЕГР. Все 3 компании не смогли найти средств для того, чтобы выполнить обязательства перед инвесторами;

- ООО «ААА Солюшенс», ООО «ЛВЛ Эволюшн», ОДО «Белсепт НПК», ООО «Мебелинк», — проходят через процедуру банкротства в данный момент. При этом у первых двух, в соответствии с информацией из Единого государственного реестра сведений о банкротстве[3], имеются высокие шансы на частичный или даже полный возврат средств путём продажи недвижимости или товара и взыскания дебиторской задолженности. Однако у «Белсепт» и «Мебелинк» (по данным ЕГРС) не имеется достаточно активов для погашения обязательств владельцев токенов;

- ООО «Свисс Лизинг», ООО «ПАРКЕРПЛАСТ» — начали процесс ликвидации, однако пока не ясно, достаточно ли активов для покрытия долгов или они будут вынуждены перейти к процедуре банкротства;

- ООО «Калита» — данная компания зарегистрирована на территории РФ и проходит процедуру банкротства. В отличие от РБ, в РФ нету реестра сведений о банкротстве, и в открытых источниках отсутствует какая либо информация о компании.

- ООО «Фабрика Ромакс» — предприятие по производству бытовой химии, которое ранее было связано с сетью «Остров чистоты и вкуса». Сейчас находится в процедуре санации. Данная процедура направлена на «оздоровление» финансов компании с последующим выходом из банкротного состояния.

По второму сценарию пошли 12 эмитентов, которые до сих пор остаются юридически действующими. В основном они или не успели дойти до банкротства ввиду недавнего дефолта, или уже не имеют никаких активов и инициация процедуры банкротства экономически нецелесообразна (в таком состоянии находится, например, первый дефолтный эмитент ООО «Хлебозавод № 10»). Однако ряд компаний смогли договориться со своими инвесторами и продолжают активную экономическую деятельность, постепенно погашая свой долг (так поступили, например, ООО «Лумбер» и ЗАО «Витебский завод промышленной переработки»). Инициация процедуры банкротства для эмитентов «GLOBAL&AKTIV» и «BAYAN» усложняется ввиду их нахождения в юрисдикции Казахстана.

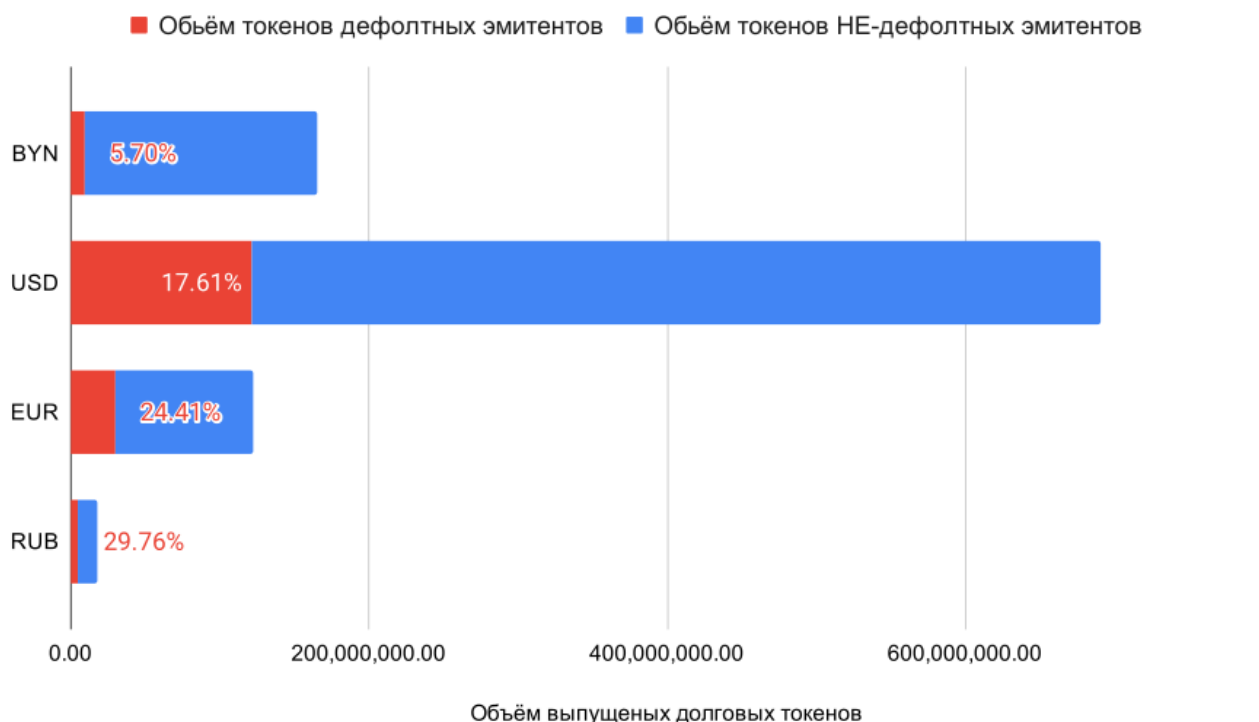
Несмотря на то, что прошло более 5 лет по дефолтам некоторых эмитентов, у большинства из них сохраняется шанс на возврат средств инвесторам, пускай в большинстве случаев и небольшой.

Другим интересным для анализа фактором выступают сами параметры токенов у эмитентов, допустивших и не допустивших дефолт. Одним из таких параметров является объём выпущенных токенов. С учётом того, что токены выпускаются в четырёх различных валютах (доллары США, евро, белорусский рубль, российский рубль) имеет смысл дополнительно разбить анализ по различным валютам. Для корректного сравнения объёмы выпусков были приведены к белорусскому рублю на основании курса валют НБРБ от 20.03.2026. Таким образом, наибольший объём (229 107 135 USD) токенов номинирован в долларах США; 17.6% из этих токенов были выпущены эмитентами, прошедшими дефолт. Следующим по объёму (165 227 000 BYN) являются токены в белорусских рублях. В отличие от других валют они имеют процент дефолтов в несколько раз меньше, чем в иностранных валютах. Третьими по объёму (35 389 008 EUR) являются токены, номинированные в евро; из них 24.4% выпущены эмитентами, допустившими дефолт. Наименьший объём (12 807 091 RUB) имеют токены номинированные в российских рублях, при

этом среди них наблюдается наибольшая доля, выпущенная эмитентами дефолтниками — 29.8%. Графически объёмы представлены на рисунке 1.

Рисунок 1 — Объём токенов дефолтных и не-дефолтных эмитентов по валюте.

Другим основным фактором, описывающим токены (кроме валюты и объёма выпуска) является процент доходности. Он определяет доход, который получает владелец токена до его погашения. Сам доход приходит на кошелек владельца с разной частотой у разных токенов, большинство начисляют его каждый месяц (в отличие от облигаций, где популярны начисления раз в квартал или в полугодие), однако благодаря сравнению в процентах годовых сравнение разных токенов осуществляется достаточно просто. Процент дохода сильно зависит от валюты токена, поэтому важно проводить его сравнение в пределах



одной валюты. Кроме того, ввиду разных экономических факторов с течением времени процент, под который компании готовы занимать деньги, менялся. На графике на Рисунке 2 показан выпуск токенов в долларах США в зависимости от времени начала обращения и процентов годовых. Токены выпущенные эмитентами которые не допускали дефолтов показаны синими ромбами, а токены эмитентов допустившими дефолт красными кругами.

Так, можно заметить, что большинство эмитентов, которые впоследствии не смогли исполнить свои обязательства, предлагали свои токены на самых больших процентах. Зачастую это объясняется тем, что данные токены изначально являлись достаточно рискованными, и единственным способом привлечь инвесторов являлось предложение, в ретроспективе, невозможных процентов[4]. Основным примером правила «выше процент — выше риск» является Виталюр, который среди всех дефолтных эмитентов выпускал токены под сравнительно разумные 5% годовых и был единственным эмитентом, полностью выполнившим обязательства перед инвесторами, несмотря на дефолт, в то время как эмитенты, предлагавшие в конце 2022 года токены под ставку 16% годовых, находятся в крайне тяжёлом положении, и неспособны исполнить своих обязательств. Однако полагаться исключительно на процент годовых при выборе нельзя, контрпримером выступает Хлебозавод №10, выпускавший токены под сравнительно небольшой, относительно прочих участников рынка, процент, и всё равно оказавшийся в дефолте.

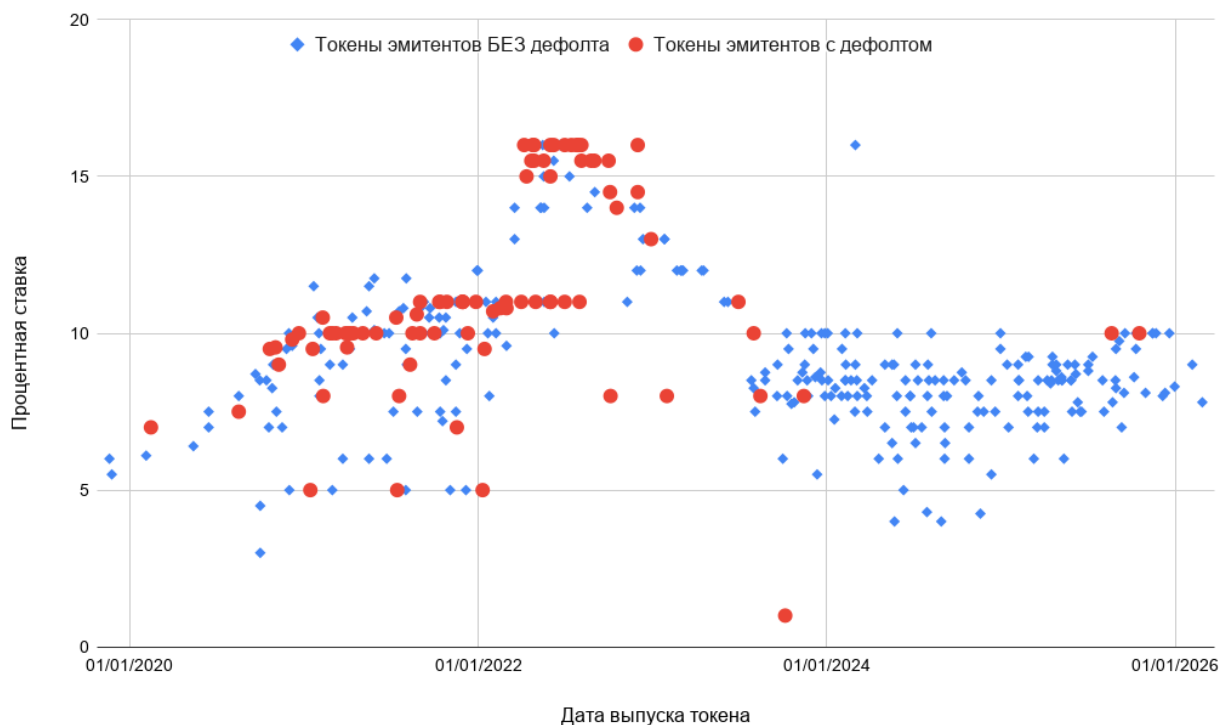


Рисунок 2 — Объем токенов дефолтных и не-дефолтных эмитентов по валюте.

Ввиду нарастающей частоты и громкости дел связанных с неисполнениями обязательств по долговым токенам, а также с большим количеством пострадавших, с 1 мая 2026 года вступает в силу обновленная нормативно-правовая база, регламентирующая процедуры первичного размещения токенов[5]. Допуск к эмиссии цифровых знаков предоставляется субъектам хозяйствования со сроком деятельности не менее одного года при условии полного формирования уставного фонда и обеспечения безубыточности по итогам предшествующего финансового года и последнего заверщенного квартала. Законодательство закрепляет обязательную верификацию статуса инвесторов операторами криптоплатформ на основе трехуровневой институциональной классификации, детерминирующей профиль риска. Неквалифицированные инвесторы лимитированы объемом вложений до 80 000 белорусских рублей на одной платформе и наделены правом приобретения исключительно обеспеченных токенов резидентов Республики Беларусь со сроком функционирования от двух лет, низким риском банкротства и объемом эмиссии в пределах стоимости чистых активов. Квалифицированные инвесторы, проходящие установленные имущественные или профессиональные цензы, обладают правом неограниченного приобретения токенов любых резидентов. Особо квалифицированные инвесторы при подтверждении профессиональной компетенции и повышенного имущественного ценза допускаются к инвестированию в любые цифровые активы, включая токены нерезидентов. Нормативы информационной прозрачности обязывают эмитентов публиковать квартальную и годовую отчетность с расчетом стоимости чистых активов и оценкой риска банкротства. Инвестиционная декларация должна содержать аудиторские заключения, детализацию механизмов обеспечения обязательств и ретроспективные данные о предшествующих эмиссиях. На операторов платформ возлагается функция мониторинга соблюдения эмитентами требований раскрытия финансовой информации и контроля триггеров принудительной приостановки размещения активов, включающих инициацию процедур ликвидации или банкротства, а также факты неисполнения обязательств по обращающимся финансовым инструментам.

Список использованных источников:

1. Архив выпусков [Электронный ресурс] // Finstore. – Режим доступа: <https://finstore.by/zaversennyye-vypuski>. – Дата доступа: 19.03.2026
2. Для владельцев токенов от ОДО «Виталюр» [Электронный ресурс] // Finstore. – 2025. – Режим доступа: https://finstore.by/blog/dla-vladelcev-tokenov_250206. – Дата доступа: 22.03.2026.
3. Единый государственный реестр сведений о банкротстве [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://bankrot.gov.by/>. – Дата доступа: 20.03.2026
4. Риск и доходность [Электронный ресурс] // Единый интернет-портал финансовой грамотности населения. – Режим доступа: <https://www.fingramota.by/ru/guide/investments/risk-i-dohod>. – Дата доступа: 22.03.2026.
5. Адамович, М. В Беларуси ужесточат регулирование ICO [Электронный ресурс] / М. Адамович // OfficeLife. – 2026. – Режим доступа: <https://officelife.media/news/70282-v-belarusi-uzhestochat-regulirovanie-ico/>. – Дата доступа: 22.03.2026

UDC 336.74-047.44(476)

ANALYSIS OF DEFAULTED ISSUERS IN THE DIGITAL TOKEN MARKET OF THE REPUBLIC OF BELARUS

Ivanenko K.S, Ramanouski M. D

Belarusian State University of Informatics and Radioelectronics¹, Minsk, Republic of Belarus

Nasonova I.V. – PhD in Economics, Associate Professor

Annotation. The article examines the corporate token market in the Republic of Belarus. Using a custom Python script, a database was compiled based on the Finstore platform, covering more than 700 objects. A comparative analysis of tokens and traditional financial instruments was conducted, default statistics were identified (21.5%), and the correlation between yield levels and investment risks was studied. The paper considers issuer bankruptcy scenarios and upcoming 2026 legislative changes aimed at investor protection and increasing the transparency of the digital asset market

Keywords. Tokenization, digital signs (tokens), Republic of Belarus, investment risks, issuer default, blockchain, Finstore, financial regulation, qualified investors, debt instruments