

# Проблемы оценки кредитного риска при инвестировании в цифровые финансовые активы в России

## Challenges of Credit Risk Assessment When Investing in Digital Financial Assets in Russia

DOI: 10.12737/2306-627X-2026-15-2-55-66

Получено: 26 ноября 2025 г. / Одобрено: 05 ноября 2025 г. / Опубликовано: 30 июля 2026 г.

**Челухина Н.Ф.**

Д-р экон. наук, профессор кафедры мировых финансовых рынков и финтеха, ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», г. Москва,  
e-mail: Tchelukhina.NF@rea.ru

**Chelukhina N.F.**

Doctor of Economic Sciences, Professor, International Financial Markets and Fintech Department, Plekhanov Russian University of Economics, Moscow,  
e-mail: Tchelukhina.NF@rea.ru

**Бем А.А.**

ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», г. Москва,  
e-mail: artur.bem01@ya.ru

**Bem A.A.**

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow,  
e-mail: artur.bem01@ya.ru

**Аннотация**

В статье выявлены и систематизированы проблемы оценки кредитного риска на российском рынке цифровых финансовых активов. Наличие пробелов в их регулировании, ограниченность доступной информации об эмитенте и выпуске, экономическая суть, а также технологические особенности инструмента препятствуют применению классических моделей риск-менеджмента. Неопределенность старшинства требований по цифровым финансовым активам, сложная структура дохода и риска ограничивают возможность применения классических подходов к анализу кредитного риска, включая оценку вероятности дефолта по обязательствам эмитента. Совершенствование правовых аспектов, методик рейтингования выпусков цифровых активов и анализа кредитных рисков позволит повысить объективность их диагностики, что придаст потенциал развитию всего российского рынка цифровых активов.

**Ключевые слова:** цифровые финансовые активы, кредитный риск, кредитный спред, вероятность дефолта, рынок ЦФА.

**Abstract**

This article identifies and systematizes the challenges of credit risk assessment in the Russian market for digital financial assets. Regulatory gaps, limited availability of information about issuers and issuances, the economic nature of these assets, and their technological characteristics hinder the application of traditional risk management models. The uncertainty regarding the seniority of claims on digital financial assets, as well as the complex structure of income and risk, limit the applicability of classical approaches to credit risk analysis, including the assessment of the probability of default on the issuer's obligations. Improving the legal framework, rating methodologies for digital asset issuances, and credit risk analysis will enhance the objectivity of their assessment, thereby fostering the development of the entire Russian digital asset market.

**Keywords:** digital financial assets, credit risk, credit spread, probability of default, DFA market.

### 1. ВВЕДЕНИЕ

Современный этап развития финансовых рынков неразрывно связан с активным внедрением цифровых технологий и вызванной этим трансформацией. Процессы цифровизации обуславливают кардинальные изменения в институциональной и инфраструктурной среде, механизме взаимоотношений участников рынка, появление новых инвестиционных инструментов. Финтех-решения способствуют повышению качества риск-менеджмента, доступности и ассортимента финансовых услуг, снижению издержек, увеличивают скорость транзакций и оборачиваемость активов, обеспечивают прозрачность и надежность информационных потоков.

В последние годы технологии распределенного реестра выступают основными драйверами трансформации финансового рынка и открывают новые направления и возможности для его совершенствования. Возникновение и развитие децентрализованных финансовых платформ, различных сервисов, а также новых инвестиционных продуктов стали возможными благодаря активному применению блокчейна (от англ. *block* — «блок, модуль» и *chain* — «цепочка») и смарт-контрактов (от англ. *smart contract* —

«умный контракт»). На их основе разрабатываются такие инновационные инструменты, как криптовалюта, цифровые валюты центральных банков (ЦВЦБ), а также цифровые финансовые активы (ЦФА).

В России операции с ЦФА регулируются Федеральным законом «О цифровых финансовых активов» от 31.07.2020 № 259-ФЗ, который определяет их 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 [1]. Эмиссия, учет и обращение цифровых активов может осуществляться на основе распределенного реестра или иных информационных систем посредством применения смарт-контрактов.

По сути, ЦФА — это новая форма инвестиционного актива, при создании которого применяются современные технологии распределенного реестра, что придает ему принципиально инновационные свойства. Цифровые активы также могут выступать «оболочкой» для традиционных финансовых инструментов и применяться в качестве строительных бло-

ков при создании более сложных инвестиционных продуктов. Процесс токенизации позволяет представлять акции, облигации, паи, а также физические активы, такие как драгоценные металлы, недвижимость, объекты искусства и т.п. в виде ЦФА [5]. Следовательно, форма и структура дохода, уровень риска и прочие инвестиционные характеристики цифровых активов будут определяться исходя из того, какой финансовый инструмент в них заложен [7].

Выпуск и обращение ЦФА могут осуществляться как на традиционных финансовых рынках, так и на децентрализованных. Например, эмиссия и операции с ЦВЦБ, являющейся еще одной формой денег (цифровой) наряду с наличной и безналичной, происходят на централизованном рынке. В свою очередь, криптовалюта, относящаяся к сфере децентрализованных финансов (англ. *decentralized finance, DeFi*) и не входящая в область регулирования центральных банков, обращается на децентрализованных платформах, что сопровождается дополнительными рисками для инвесторов.

Структура рынка ЦФА существенно отличается от традиционного рынка ценных бумаг. Российский рынок цифровых активов построен на базе частного блокчейна операторов информационных систем (ОИС), деятельность которых регулируется Банком России, что, в свою очередь, является его специфической особенностью. ОИС обеспечивают выпуск, учет и обращение ЦФА. По состоянию на 14 января 2026 г., в реестр операторов информационных систем включены 19 платформ, в числе которых национальный расчетный депозитарий (НРД), банки, биржи, а также финтех-компании [12]. Банк России активно поддерживает развитие ЦФА в целях формирования их вторичного рынка зарегистрировал Московскую и СПб биржу в качестве операторов обмена ЦФА (ООЦФА), что в дальнейшем может позволить осуществлять сделки с цифровыми активами, выпущенными на разных платформах.

Технологии распределенного реестра наделяют ЦФА рядом преимуществ по сравнению с традиционными финансовыми инструментами. Отсутствие посредников позволяет эмитентам выпускать актив с меньшими издержками и, как следствие, предлагать потенциальным инвесторам более высокую доходность [4]. Так, корпоративные облигации в форме ЦФА обеспечивают ставки доходности выше, чем банковские депозиты. За счет применения новых технологий существенно ускоряется сам процесс эмиссии актива. Эмиссия может занимать всего несколько дней, что значительно быстрее, чем у традиционных ценных бумаг [4; 8]. При этом для инвесторов сокращается время проведения операций

с ЦФА, что способствует увеличению рыночной ликвидности инвестиционного портфеля. Кроме того, блокчейн-технологии повышают прозрачность и надежность операций, препятствуют мошенническим действиям и несанкционированным манипуляциям [5; 6; 8]. Благодаря идентификации участников активы лучше защищены, а отсутствие посредников сокращает связанные с ними риски. Дробление и токенизация снижают порог входа на финансовый рынок для инвесторов, что позволяет привлекать на рынок более широкий круг участников и увеличивать объем инвестиционных средств [7]. Возможность «упаковки» самых разнообразных активов в ЦФА открывает инвесторам доступ к широкому спектру инструментов, включая те, что ранее были недоступными, одновременно упрощая процесс покупки и удешевляя его.

Однако отдельные преимущества цифровой среды не только не исключают традиционные финансовые риски (рыночные, операционные, кредитные, ликвидности), присущие классическим ценным бумагам, но и способствуют возникновению принципиально новых видов. Так, процесс замены реальных активов на их цифровой аналог требует от эмитента подтверждения факта владения базовым активом, иначе возникает риск необеспеченности ЦФА. Кроме того, необходимо удостовериться, что актив ранее не был токенизирован, а эмиссия ЦФА не осуществлялась на другой площадке или в иной юрисдикции [5]. Обратим внимание, что в настоящее время подвергается сомнению достоверность данных, передаваемых в блокчейн, но при этом отсутствуют требования по раскрытию информации и регистрации выпуска, что только усугубляет риск. Несмотря на то, что технологии распределенного реестра обеспечивают высокий уровень защиты и препятствуют проникновению третьих лиц, не исключается возможность утраты прав на ЦФА. В случае утери носителя данных с электронной подписью, посредством которой предоставляется доступ к инструменту, право распоряжаться цифровыми активами может перейти к другому лицу. Дальнейшее развитие технологий должно позволить разрешить часть вопросов и исключить связанные с ними риски.

В настоящее время российский финансовый рынок находится под влиянием неблагоприятных внешнеполитических, макроэкономических и отраслевых факторов, которые привели к повышенной волатильности и снижению ликвидности. В сложившихся условиях особенно значимой задачей для корпоративного сектора становится привлечение финансирования при минимальных издержках. Жесткая денежно-кредитная политика, выражающаяся в вы-

сокой ключевой ставке, провоцирует существенный рост расходов на обслуживание долга, что, в свою очередь, создает серьезную долговую нагрузку для многих компаний, сдерживает их инвестиционный потенциал и повышает вероятность наступления дефолта. В связи с этим большинство эмитентов оказывается неспособным продемонстрировать высокую дивидендную доходность.

В условиях неопределенности инвесторы начинают делать выбор в пользу менее рискованных инструментов, таких как депозиты, фонды денежного рынка и облигации, доходность которых в настоящий момент существенно выше, чем у акций. Параллельно растет интерес и к долговым инструментам в форме ЦФА. Данный инструмент, будучи аналогом привычным облигациям, позволяет получать более высокую доходность, что в определенной степени компенсирует специфические риски, связанные с особенностями выпуска и обращения цифровых активов.

Инвестиции в ЦФА должны сопровождаться диагностикой всех потенциально возможных рисков. Одним из главных рисков, возникающих при инвестировании в ЦФА, становится кредитный, который в условиях макроэкономической нестабильности значительно возрастает. Данный риск аналогичен рискам традиционного рынка ценных бумаг [3]. Он может быть реализован вследствие дефолта эмитента, снижения или отзыва рейтинговых оценок и наступления других кредитных событий. Наступление кредитного риска может привести к потере всех вложенных инвестором средств, поэтому требуется тщательный анализ риск-факторов, что крайне проблематично ввиду специфики инструмента и функционирования российского рынка ЦФА. Это обусловило актуальность исследования подходов к оценке кредитных рисков ЦФА и решений в сфере риск-менеджмента.

## 2. МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

При подготовке работы применялись общенаучные и специальные методы, включая анализ, синтез, дедукцию, индукцию, сравнение, экономико-статистический анализ. Теоретическую основу исследования сформировали научные статьи. Эмпирической базой выступили аналитические обзоры Банка России и информационно-аналитический портал *Cbonds*.

## 3. РЕЗУЛЬТАТЫ

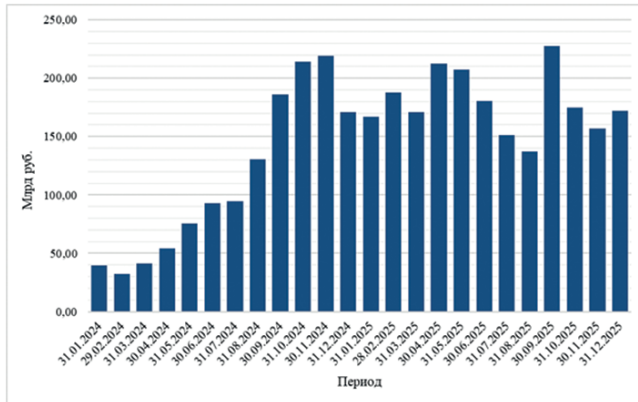
Параллельно со становлением рынка ЦФА в России начали закладываться правовые основы для выпуска и обращения цифровых активов, формиро-

вался спрос на них, а инициатива размещения подобных инструментов захватывала все больше отраслей экономики [6]. В настоящее время российский рынок все еще находится на начальной стадии развития, поскольку законодательная база была создана относительно недавно (в 2020 г.), а первые размещения ЦФА состоялись только в 2022 г. На тот момент выпуски ЦФА носили единичный характер, а совокупный объем рынка не преодолел отметку в 1 млрд руб. Но уже во второй половине 2023 г. на фоне появления новых ОИС и прихода крупных эмитентов из банковского сектора, тестирующих возможности инновационного инструмента, процесс развития рынка существенно активизировался. По итогам 2023 г. количество выпусков ЦФА достигло 304, а их общий объем составил почти 65 млрд рублей. В дальнейшем, несмотря на уже наметившееся ухудшение макроэкономической ситуации, российский рынок цифровых активов продолжил свой рост.

Благодаря активному выходу на рынок ЦФА крупных и небольших компаний в 2024 г. произошел существенный рост его объема. В течение года объем первичных размещений цифровых активов вырос примерно в 9 раз по сравнению с значениями 2023 г., достигнув 594 млрд руб. Согласно данным Банка России, эмитентами ЦФА стали 189 компаний, из них примерно две трети разместили всего по одному небольшому выпуску. Основная часть (66,7%) размещенного объема цифровых активов приходилась всего на трех эмитентов, включая два банка, связанных с крупнейшими ОИС, что сделало данный рынок высококонцентрированным. Невзирая на широкие возможности токенизированных активов, компании по-прежнему рассматривали данный инструмент преимущественно в качестве цифровой альтернативы облигационным займам. Так, доля ЦФА-облигаций в структуре первичных размещений составила 88%.

На конец 2024 г. совокупный объем российского рынка цифровых активов составлял 170,74 млрд руб., что почти на 329,5% больше значения на начало года. При этом в ноябре он и вовсе достигал своего локального максимума — 219,18 млрд руб. (рис. 1). Однако в 2025 г. устойчивый восходящий тренд сошел на нет, сменившись неоднозначной и разнонаправленной динамикой. Так, в августе совокупный объем российского рынка ЦФА достиг локального минимума — 137,13 млрд руб. — на 17,8% и 19,7% меньше, чем в начале 2025 г. и в конце 2024 г. соответственно. По итогам 2025 г. он составил 171,99 млрд руб., увеличившись всего лишь на 0,7% по сравнению с предыдущим периодом. Наблюдаемая тенденция свидетельствует о снижении актив-

ности в сегменте цифровых активов и обусловлена неблагоприятной макроэкономической конъюнктурой и жесткой денежно-кредитной политикой Банка России.



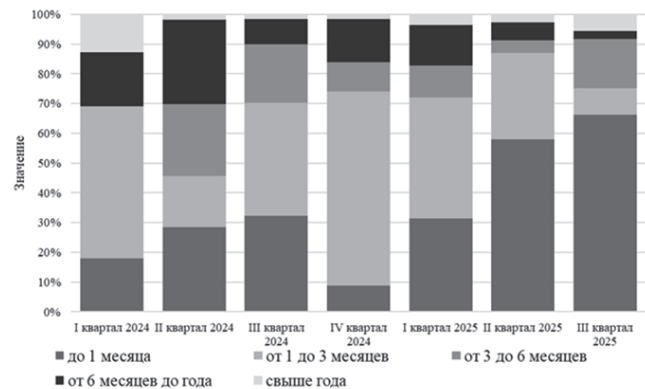
**Рис. 1.** Объем российского рынка ЦФА по месяцам с 2024 по 2025 г., в млрд руб.

Источник: составлено авторами по данным аналитического портала *Cbonds*.

Противоречивую динамику демонстрируют и объемы первичных размещений ЦФА. После падения в первом квартале 2025 г. до 142,7 млрд руб. (на 35,9% по сравнению с предыдущим периодом) в третьем квартале отмечен рост до 484 млрд руб. (на 40,5% и 239,2% по сравнению с прошлым и первым кварталом соответственно) [10].

К настоящему времени ЦФА так и не стали полноценным каналом фондирования бизнеса и преимущественно используются эмитентами в качестве источника краткосрочного финансирования. В 2024 г. большая часть от объема размещенных ЦФА имела срок погашения до 1 года, причем преобладали выпуски со сроком погашения менее 6 месяцев (рис. 2). Данная тенденция сохранилась и в 2025 г. С первого по третий квартал наблюдалось увеличение выпусков со сверхкоротким сроком погашения — до 1 месяца. Так, если еще в первом квартале доля ЦФА со сроком погашения до 1 месяца составляла 31,28% от общего объема размещения, то в третьем квартале она уже равнялась 66,33% [10].

Если в 2023 г. эмитенты выпускали ЦФА в основном с плавающей ставкой (86% от объема первичных размещений), то в 2024 г. предпочтения сместились к инструментам с фиксированными выплатами, а доля цифровых активов с переменным доходом сократилась до 30% [11]. Ключевой причиной смены тренда стали ожидания дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики Банка России и роста стоимости заемных средств. Данная тенденция сохранилась и в 2025 году, так, например в первом квартале доля инструментов с фиксированной ставкой в общем количестве выпусков занимала 92,5%.



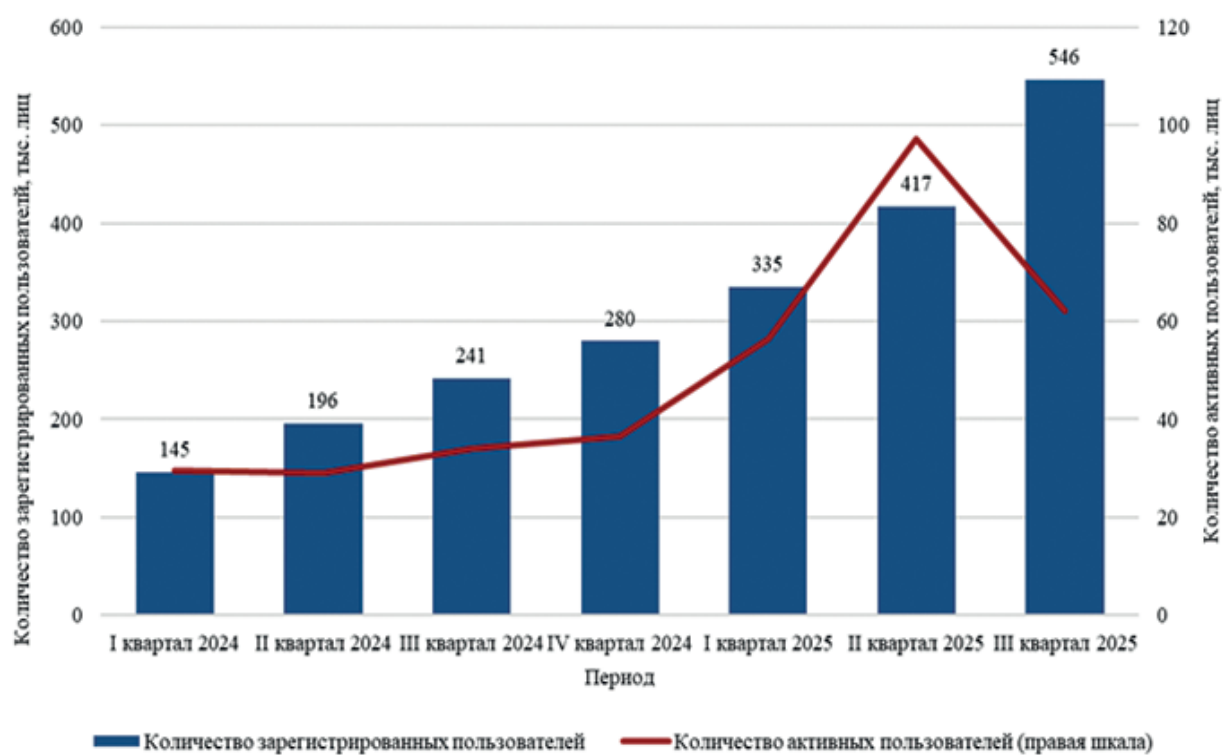
**Рис. 2.** Структура российского рынка ЦФА по объему размещения в разрезе сроков обращения за период с I квартала 2024 г. по III квартал 2025 г., в %

Источник: составлено авторами по данным Банка России.

сированной ставкой в общем количестве выпусков занимала 92,5%.

С другой стороны, высокие процентные ставки сделали рынок ЦФА более привлекательным для инвесторов. На конец 2024 г. на площадках было зарегистрировано около 280 тыс. пользователей, из них примерно 279 тыс. — частные лица. С начала года количество активных участников увеличилось на 23,53% и составило 36 тыс. В 2024 г. российские инвесторы заключили 215 тыс. сделок по покупке ЦФА, в свою очередь, объем вложений достиг 159 млрд руб., что более чем в 4 раза превышает показатели 2023 г. [13]. При этом особой популярностью пользовались ЦФА-облигации, доходность которых составляла порядка 25–30%, при этом ставки по отдельным выпускам и вовсе приближались к 40%.

В 2025 г. позитивная динамика в отношении количества зарегистрированных пользователей сохранилась. Однако при общем росте до 546 тыс. (+30,94% по сравнению со II кварталом) в III квартале наблюдалось уменьшение активных участников до 62 тыс., что на 36,04% меньше по сравнению с предыдущим периодом (рис. 3). Такая тенденция объяснима снижением активности физических лиц в сегменте ЦФА. Очевидно, что на этом фоне сокращается и доля активных пользователей от их общего количества, с 23% до 11% [10]. Тем не менее общее число пользователей по-прежнему оставалось выше значений 2024 и начала 2025 г. На фоне растущего интереса частных, в том числе неквалифицированных инвесторов к ЦФА, эмитенты начали выпускать адаптированные под них инструменты с привлекательными условиями. В результате в апреле 2025 г. около 78% выпусков ЦФА приходилось на неквалифицированных инвесторов.



**Рис. 3.** Поквартальная динамика числа зарегистрированных и активных пользователей платформ ОИС с I квартала 2024 г. по III квартал 2025 г.

Источник: составлено авторами по данным Банка России.

До 2025 года г. российский рынок ЦФА еще не сталкивался с дефолтами, за исключением контролируемого, который был проведен в 2024 г. в качестве эксперимента для отработки механизма судебной защиты прав инвесторов. Первый реальный случай невыполнения обязательств зафиксирован в июне 2025 г., когда компания «Автосити» сообщила, что не сможет погасить выпуск на 200 млн руб., обосновав это жесткой денежно-кредитной политикой и проблемами на автомобильном рынке [14]. Эмитент предложил инвесторам обменять старый выпуск на новый по более низкой ставке и с погашением в 2028 г., такой шаг позволил ему реструктурировать свой долг. Зафиксированные в дальнейшем случаи невыполнения обязательств также предполагали перенос выплат на более поздние сроки и изменение их условий, не обошлось и без объявления одним эмитентом банкротства (табл. 1). Самым дорогостоящим для инвесторов стал кейс дефолта ООО «Форте Хоум Гмбх». Компания не выплатила по своим обязательствам 800 млн руб. Эмитент выпустил шесть ЦФА на общую сумму 3,2 млрд руб., из них 400 млн руб. было размещено среди квалифицированных инвесторов, а оставшуюся часть выкупила розница.

Негативным последствием произошедших дефолтов может стать утрата доверия к инструменту со стороны розничных инвесторов, являющихся основной аудиторией на рынке ЦФА, и привести к росту премий за риск для отдельных размещаемых выпусков. В условиях жесткой денежно-кредитной политики и замедления экономики, когда стоимость привлечения капитала и обслуживания долга существенно возрастают, а потребительский спрос падает, проблемы возникают именно у субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП), которые, в свою очередь, в основном и выступают эмитентами цифровых активов. Дефолты, как правило, возникают вследствие неустойчивого финансового положения эмитента, высокой долговой нагрузки и отсутствия возможности рефинансировать задолженность, неоплаты со стороны контрагентов и возникновения кассовых разрывов.

Первые случаи невыполнения обязательств по ЦФА, ставшие естественным этапом развития российского рынка, позволили выявить слабые места в его регулировании. Являющиеся в одних случаях несомненными преимуществами некоторые специфические характеристики цифровых активов в определенных случаях несут значительные риски для

Таблица 1

## Дефолты по выпускам ЦФА по состоянию на 7 ноября 2025 г.

№ п/п	Эмитент	Сумма выпуска, руб.	Сумма невыплаты, руб.	Статус долга	Погашение
1	Финансовые системы НАО	Проценты	—	Банкротство	—
2	Финансовые системы НАО	300 000 000	300 000 000	Банкротство	—
3	ПК Биллион ООО	2 670 000	—	Погашен	+
4	Автосити ООО	200 000 000	200 000 000	Реструктуризация	24.03.2028
5	Крафт ООО	30 000 000	—	Погашен	+
6	Экодом-С ООО	5 000 000	5 137 500	Реструктуризация	График не исполняется
7	Агрофирма Донецкая Долина ООО	20 360 000	—	Погашен	+
8	ПК Биллион ООО	2 760 000	2 835 900	Реструктуризация	График не исполняется
9	Форте Хоум Гмбх	3 200 000 000	800 000 000	Суд (арест счетов)	График не исполняется
10	Агрофирма Дон Долина ООО	20 360 000	1 635 750	Не погашен купон	18.11.2025
11	ООО КЛК	2 140 000	2 140 000	Реструктуризация	11.11.2025
12	ООО «Эксимклуб ААА»	3 030 000	3 123 423	Реструктуризация	12.11.2025
13	ООО «Наша Лига»	3 400 000	140 001	Не погашен купон	12.11.2025
14	АО «Тоннекс Груп»	120 000 000	3 600 000	Реструктуризация	График не исполняется
15	ООО «Глобал Факторинг Нетворк Рус»	150 000 000	148 710 000	Реструктуризация	График не исполняется
16	Агрофирма Дон Долина ООО	20 360 000	5 150 000	Реструктуризация	28.11.2025
17	ООО «Газтранснаб»	100 000 000	1 890 000	Не погашен купон	Срок отсутствует

Источник: составлено авторами по данным из открытых источников.

инвесторов. Существующие пробелы в регулировании и механизме функционирования рынка ЦФА существенно затрудняют процесс оценки кредитного риска при инвестировании в данный инструмент. Критерием наступления кредитного риска может быть не только дефолт эмитента, но реструктуризация долга, изменение кредитного рейтинга, нарушение кредитного соглашения и т.п.

В настоящее время главная проблема рынка ЦФА заключается в недостаточном уровне его информационной прозрачности. Компании, которые допустили дефолт по выпускам ЦФА, были непрозрачны для инвесторов, в частности они не раскрывали финансовую отчетность. Ограниченность доступных данных не позволяет инвесторам объективно оценивать кредитные риски. Для детального анализа кредитоспособности эмитента крайне важно владеть полной информацией о его деятельности и финансовом положении. Кредитное качество компании оценивается на основе данных финансовой отчетности, как правило, составленной по международным стандартам (МСФО). При проведении анализа особое внимание уделяется способности эмитента генерировать прибыль и уровню его долговой нагрузки. Последний показатель позволяют оценить различные мультипликаторы и коэффициенты, к которым относятся: чистый долг/*EBITDA*, коэффи-

циент финансового рычага (*Debt To Equity Ratio*), коэффициент покрытия процентов (*Interest Coverage Ratio, ICR*) и др.

Провести полноценный финансовый анализ для оценки надежности компании-эмитента на рынке ЦФА удастся лишь в отдельных случаях. Такой подход применим к крупным эмитентам, которые имеют многолетнюю историю на рынке капитала и регулярно публикуют отчетность. В свою очередь, представители МСП, как правило, не раскрывают результаты своей деятельности, в связи с чем не представляется возможным объективно оценить кредитные риски инвестирования. Практика показывает, что отсутствие соответствующих законодательных норм дает возможность субъектам МСП выпускать ЦФА без публикации финансовой отчетности.

Кроме того, в настоящее время эмитенты не обязаны предоставлять проспект эмиссии и раскрывать информацию о выпуске, что снижает прозрачность при размещении цифрового актива. Отсутствие соответствующих требований создает для инвесторов дополнительные риски, поскольку не позволяет им полностью понять структуру ЦФА и оценить риски инструмента. Особенно актуальным данный вопрос стал после инцидента с попыткой размещения на российском рынке цифрового актива, под которым скрывалась финансовая пирамида [9]. Отметим, что

некоторые операторы платформ также не публикуют финансовую отчетность, кроме того, они не раскрывают количество голосующих узлов применяемого ими блокчейна и базу активных клиентов, что может привести к возникновению дополнительных рисков для инвесторов.

При отсутствии требований к обязательному раскрытию информации растет значимость независимой оценки рисков эмитентов и выпускаемых ими инструментов. Рейтинговые оценки, применяющиеся на практике в целях снижения инвестиционных рисков, в том числе кредитных, и упрощения процессов их диагностики, позволяют оценить надежность компании и самого инструмента [2]. Кредитный рейтинг эмитента измеряется от наивысшего «AAA», который свидетельствует о максимальном уровне кредитоспособности, и по мере возрастания вероятности дефолта снижается до «С» и «D» (свидетельствуют о банкротстве или дефолте), в некоторых случаях к ним могут дополнительно присваивать знак «+» или «-» «-» и прогноз: позитивный, негативный и т. п.

Российские кредитные рейтинговые агентства (КРА) уже наработали определенную методологию оценки кредитного качества выпусков ЦФА, представленных в виде долговых обязательств. В целом подход не отличается от применяемого на рынке классических облигаций, однако учитываются некоторые особенности и ограничения. Как и на традиционном рынке, рейтинг может быть присвоен только тем типам инструментов, выплаты по которым зависят от кредитного риска эмитента. Чтобы не вводить инвесторов в заблуждение, КРА, как правило, не присваивают рейтинг в случае, когда доход зависит от рыночных рисков, например изменения динамики стоимости базового актива. Очевидно, что высокая доходность актива сопровождается высокими рисками для инвестора, в том числе кредитными. Так, при вложении средств в высокодоходные инструменты с рейтингом ниже «BBB» риски значительно возрастают. Низкий кредитный рейтинг также приводит к увеличению волатильности актива. Высокие процентные ставки несут в себе больший риск для эмитента, имеющего неустойчивое финансовое положение. Следовательно, при росте процентных ставок, актив с более низкой рейтинговой оценкой будет падать в цене быстрее.

Всегда существует вероятность того, что рейтинг эмитента изменится в сторону понижения уже после размещения ЦФА. Кроме того, рейтинги пересматриваются не часто, поэтому оценки КРА не всегда оперативно отражают текущее финансовое положение эмитента. В настоящее время спрос на незави-

симую оценку качества размещаемых цифровых активов ограничен наличием рейтинга у самих эмитентов. Большая часть ЦФА выпускается крупными компаниями, имеющими многолетнюю историю на финансовом рынке и доказавшими свою устойчивость. По данным Банка России, в марте 2025 г. порядка 90% от всего объема цифровых активов в обращении было размещено эмитентами, которые имеют кредитный рейтинг, в апреле 85,75% приходилось на эмитентов с высоким уровнем кредитоспособности.

Однако большая часть субъектов МСП, представленных на рынке цифровых активов, не имеет кредитного рейтинга и выпускает ЦФА, являющиеся для них наиболее доступным и приоритетным инструментом привлечения капитала без дополнительных затрат на рейтингование. Из-за отсутствия жестких требований к эмиссии на рынке оказались низкокачественные выпуски ЦФА. Например, компания «Автосити», допустившая дефолт по ЦФА, не получила рейтинговую оценку ни от одного из российских КРА. В целом подобная ситуация является характерной для рынка цифровых активов. Так, по состоянию на конец июня 2025 года, порядка 68% эмитентов-субъектов МСП не имели рейтинговой оценки, а анализ дефолтов среди нерейтингуемых компаний показывает довольно тревожную динамику.

Отсутствие рейтинговых оценок у эмитентов и самих инструментов существенно ограничивает возможность инвестора оценить риски и принять рациональное решение, и также не способствует росту доверия к рынку ЦФА. Однако обязать компании проходить процедуру присвоения рейтингов перед выходом на рынок довольно сложно, так как она сопровождается значительными финансовыми расходами, а ее экономические эффекты не всегда очевидны. Кроме того, процесс получения рейтинговой оценки занимает время, что нивелирует одно из главных преимуществ ЦФА — скорость выпуска.

Несмотря на проблемы, препятствующие анализу кредитного риска при инвестировании в цифровые активы, все же существуют способы, позволяющие получить представление о его уровне. Известно, что для всех инструментов с кредитным риском характерна более высокая доходность по сравнению с безрисковыми активами, поскольку процентная ставка включает в себя кредитный спред, отражающий риск эмитента. ЦФА на денежные требования по своим инвестиционным характеристикам сходны с классическими корпоративными облигациями. Следовательно, к ним можно применять те же методы анализа, что и для классических облигаций.

При этом подходы к оценке будут зависеть от того, какой инструмент заложен в цифровой актив. Так, например, если доходность ЦФА привязана к цене какого-либо рыночного актива, то он представляет собой структурную облигацию и, следовательно, с ним следует работать как с данным типом инструментов.

Кредитный риск ЦФА на денежные требования можно оценить с помощью анализа кредитного спреда, который представляет собой компенсацию, выплачиваемую инвестору за решение взять на себя риск, и рассчитывается как разница между доходностью по финансовому инструменту с кредитным риском и без риска. Спред дает инвесторам информацию о том, насколько инструмент того или иного эмитента является рискованным по сравнению с инвестированием в безрисковый актив. Как правило, за безрисковую ставку принимается процентная ставка по государственным облигациям. Изменение рыночных условий непосредственно влияет на размер кредитного спреда, что дает возможность инвестору увидеть мнение рынка о вероятности дефолта эмитента ЦФА.

Как отмечалось ранее, кредитные рейтинги, которые присваивают КРА, не всегда совпадают с мнением рынка. Рейтинги пересматриваются не реже одного раза в год, но для краткосрочных инструментов они могут оказаться неинформативными. Рынок же на основании постоянно поступающей информации пересматривает оценку эмитента практически ежесекундно. Обратим внимание, что на величину спреда влияет не только вероятность дефолта, но и ликвидность, общие рыночные условия, отраслевые риски, а также срок до погашения. Например, низколиквидные инструменты будут иметь более высокий спред (премия за ликвидность). Кроме того, в периоды макроэкономической нестабильности спреда могут возрастать даже у самых надежных эмитентов. Как правило, ценные бумаги компаний из проблемных и циклических отраслей, а также с долгим сроком погашения показывают более высокую разницу в спредах.

Наиболее корректным и распространенным способом расчета спреда является сравнение доходности

инструмента со значением кривой доходности облигации федерального займа (ОФЗ) в точке с соответствующей дюрацией, а полученный результат называется G-спредом. На практике бывает довольно сложно подобрать ОФЗ с необходимыми параметрами, в связи с чем используют кривую бескупонной доходности (КБД), которая упрощает процесс поиска бумаги с доходностью к погашению аналогичной анализируемого актива. Рассмотрим применение данного метода на конкретных примерах.

Для проведения диагностики были отобраны ЦФА эмитентов идентичной отраслевой принадлежности, из которых два имеют кредитный рейтинг от *ruBBB* до *ruA+* от рейтингового агентства «Эксперт РА» (табл. 2). Выбранные цифровые активы представляют собой долговые обязательства с фиксированной процентной ставкой и имеют примерно одинаковые сроки погашения. Отметим, что ни одному выпуску не был присвоен рейтинг.

По результатам анализа кредитного спреда по состоянию на 02.02.2026 (рис. 4) самое высокое значение зафиксировано у ЦФА от «ГВ Холдинг» — 1788,63 базисных пункта (б.п.), что в определенной степени объясняется высокой первоначальной доходностью и более поздним сроком погашения по сравнению с другими выпусками. Отметим, что компания размещала ЦФА в период пика ключевой ставки (21%), что и потребовало существенную премию. В свою очередь, у ЦФА от «Ава Дом» зафиксирован самый низкий спред — 1001,18 б.п. Как и в случае с «ГВ Холдинг», у данного эмитента, а также самого выпуска, отсутствует рейтинг, однако рынок оценивает их как наименее рискованные по сравнению с ЦФА от эмитентов с рейтинговой оценкой («Группа ВИС» и «Железо Финанс»).

Все выпуски, представленные в табл. 2 и на рис. 4, демонстрируют схожую динамику спреда: рост до января с последующим снижением. Наибольшее сокращение за весь период зафиксировано у ЦФА от «Группы ВИС» — на 116,62 б.п. В свою очередь, по выпускам «Ава Дом» и «Железо Финанс» оно составило 81,08 и 81,03 соответственно, минимальное снижение наблюдалось у «ГВ Холдинг» — 74,12, но

Таблица 2

Отобранные для оценки кредитного риска выпуски ЦФА

Эмитент	Регистрационный номер	Процентная ставка, годовых	Размещение	Погашение	Рейтинг эмитента	Рейтинга выпуска
ГВ Холдинг	GVH-1-DTPU-042026-00001	28%	29.04.2025	29.04.2026	Отсутствует	Отсутствует
Ава Дом	AVD-1-DTPU-032026-00004	21,5%	18.12.2025	18.03.2026	Отсутствует	Отсутствует
Группа ВИС	NDM_VIS-PP-FIXPRCNT-03.26	24%	26.03.2025	21.03.2026	ruA+ (Эксперт РА)	Отсутствует
Железно Финанс	ZHF-1-DTPB-032026-00003	22%	22.09.2025	20.03.2026	ruBBB (Эксперт РА)	Отсутствует

Источник: составлено авторами.

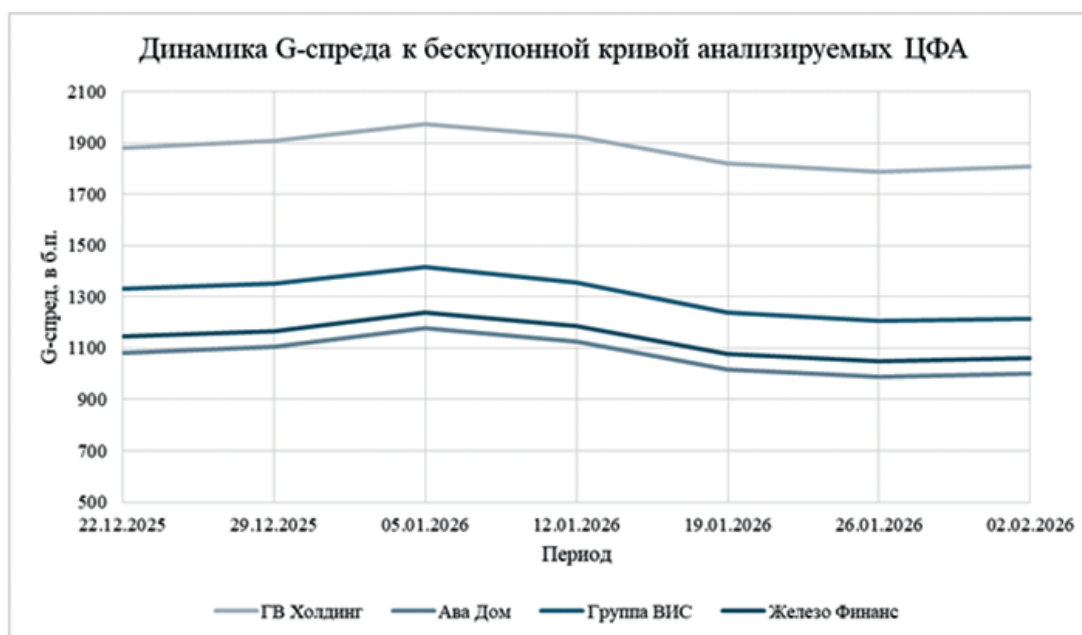


Рис. 4. G-спред анализируемых ЦФА за период с 22 декабря 2025 г. по 2 января 2026 г., в б.п.

Источник: составлено авторами по данным Cbonds.

у него и изначально было самое высокое значение. Наблюдаемый тренд на сужение спреда по всем выпускам может указывать на улучшение кредитного климата и снижение премии за риск, а также свидетельствовать о том, что рынок начинает воспринимать эмитентов как более качественных заемщиков. ЦФА становятся менее доходными, но при этом более надежными.

В случае с классическими корпоративными облигациями кредитный спред используется для оценки вероятности дефолта (модель Мертона). Разница между их доходностью и безрисковой ставкой отражает риск дефолта и вознаграждение за риск. Если предположить, что он состоит преимущественно из премии за кредитный риск, то тогда вероятность дефолта (*Probability of Default, PD*) при наличии данных об уровне возврата средств в случае дефолта заемщика (*Recovery Rate, RR*) можно определить по формуле:

$$\text{Вероятность дефолта } (PD) \approx \frac{C_{\text{спред}} (\text{в } \%) }{1 - RR}. \quad (1)$$

Однако при применении данного метода для оценки вероятности дефолта по ЦФА требуется сделать ряд существенных допущений. В классическом виде такой подход опирается на данные об уровне возврата в случае дефолта (зависит от старшинства долга в структуре капитала эмитента, обеспечения по выпуску и прочего кредитного усиления). Но в настоящее время для облигаций,

выпускаемых в форме ЦФА, отсутствует возможность корректной оценки данных параметров. Кроме того, в наблюдаемой доходности цифровых активов содержится премия не только за кредитный риск, но и за ликвидность, юридические риски, а также отсутствие информации, которые данный метод не учитывает.

Предположим, что спред по ЦФА все же включает только премию за дефолт. Так как старшинство долга в форме цифровых активов на денежные требования неизвестно, то будем оценивать его как равное по приоритетности исполнения другим обеспеченным или необеспеченным и несубординированным обязательствам компании. Это позволит нам определять значение *RR* следующим образом: 1) если решением о выпуске не предусмотрено обеспечение ЦФА-облигации, то принимаем значение *RR* равное 40%, как для старших необеспеченных традиционных облигаций; 2) если решением о выпуске предусмотрено обеспечение ЦФА-облигации, то принимаем значение *RR* равным 60%, как для старших обеспеченных облигаций.

В анализируемой выборке только по ЦФА от «ГВ Холдинг» и «Ава Дом» в решении о выпуске предусмотрено обеспечение, следовательно, по ним значение *RR* будет составлять 60%, для остальных — 40%. С предположением о постоянном во времени риске дефолта, определим *PD* для анализируемых ЦФА (табл. 3).

Таблица 3

## Оценка вероятности дефолта анализируемых ЦФА

Эмитент	Регистрационный номер ЦФА	Обеспечение	Значение $G$ -спреда (по состоянию на 02.02.2026), в %	Значение <i>Recovery Rate</i> , в %	Вероятность дефолта ( <i>PD</i> ), в %
1	2	3	4	5	(6) = (4)/(1-5)
«ГВ Холдинг»	GVH-1-DTRU-042026-00001	да	18,07	60	45,17
«Ава Дом»	AVD-1-DTRU-032026-00004	да	10,01	60	25,03
Группа ВИС	NDM_VIS-PP-FIXPRCNT-03.26	нет	12,15	40	20,25
«Железо Финанс»	ZHF-1-DTPB-032026-00003	нет	10,63	40	17,71

Источник: составлено авторами.

В результате проведенной оценки наибольший уровень риска выявлен по выпуску эмитента «ГВ Холдинг» (регистрационный номер GVH-1-DTRU-042026-00001), для которого вероятность дефолта составила 45,17%, что согласуется с максимальным значением спреда среди анализируемых инструментов, а также с предусмотренным обеспечением. ЦФА от «Ава Дом» (регистрационный номер AVD-1-DTRU-032026-00004), также имеющий обеспечение, продемонстрировал существенно меньшую вероятность дефолта — 25,03%, что подтверждается меньшим спредом. Среди необеспеченных выпусков наибольший риск дефолта зафиксирован у ЦФА «Группы ВИС» (регистрационный номер NDM\_VIS-PP-FIXPRCNT-03.26) — 20,25% при спреде 1214,76 б.п. Наименьшее значение *PD* (17,71%) зафиксировано у выпуска от «Железо Финанс» (регистрационный номер ZHF-1-DTPB-032026-00003), что при спреде 1062,79 б.п. позволяет характеризовать данный актив как наиболее устойчивый к дефолту среди рассматриваемых.

Использованный метод оценки вероятности дефолта, основанный на соотношении кредитного спреда и уровне возврата средств в случае дефолта заемщика, представляет собой адаптацию классического подхода, применяемого для традиционных облигаций. Необходимо понимать, что в рамках проведенного анализа были сделаны существенные допущения о том, что наблюдаемый спред полностью отражает премию за дефолтный риск, а также о постоянстве уровня возврата средств. Неопределенность правового статуса обеспечения и предположение о равнозначности ЦФА по приоритетности ис-

полнения другим обязательствам делает значения *RR* условными. Кроме того, в настоящее время спред включается в себя и иные виды риска, не связанные напрямую с дефолтом, такие как риск ликвидности, юридические и регуляторные риски, а также недостаток публичной информации об эмитенте. Данные факторы не учитываются в рамках применяемой модели, что может приводить к смещению оценок вероятности. В периоды макроэкономической нестабильности спреда могут увеличиваться не только из-за резкого роста вероятности дефолта, но и из-за паники на рынке. Для объективного понимания причин необходимо прибегать к фундаментальному анализу эмитента, который в некоторых случаях невозможен из-за отсутствия доступа к отчетности, а также учитывать иные обстоятельства, влияющие на его значение.

#### 4. ОБСУЖДЕНИЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Результаты исследования показывают, что основные проблемы оценки кредитного риска при инвестировании в ЦФА связаны со слабым уровнем регулирования рынка, недостаточной информационной прозрачностью, а также отсутствием рейтинговых оценок у эмитентов и самих инструментов. В текущих условиях применение классических методов анализа становится сильно ограниченным и требует существенных допущений и адаптации к особенностям цифрового актива. Кредитный спред, позволяющий оперативно оценить кредитный риск на основе рыночных данных, становится особенно важным инструментом для своевременной диагностики и принятия инвестиционных решений. Определение вероятности дефолта на его основе позволяет быстро получить оценки без сложных фундаментальных расчетов, требующих доступа к финансовой отчетности компании. Однако в случае с ЦФА такой подход не учитывает реальный уровень возмещения при дефолте эмитента и не берет во внимание иные премии, такие как премия за ликвидность, правовую неопределенность и т.д.

ЦФА требуют дополнительных мер адаптации к финансовому рынку, заключающиеся в детальной проработке обеспечения безопасности при инвестировании в данные инструменты и дальнейшем совершенствовании самих методов диагностики рисков. В настоящее время особое внимание следует уделить формированию системы раскрытия информации, которая позволит упростить доступ инвесторов к ней и обеспечит прозрачность рынка. Необходимо разработать единую платформу для консолидации данных, создать базовый перечень обязательной к раскрытию информации, например,

финансовые результаты эмитента, график выплат и их нарушения и т.п., а также установить сроки ее публикации.

В целях последующего снижения кредитных рисков следует ввести обязательный аудит для компаний, размещающих ЦФА, а также ОИС и смарт-контрактов. При этом необходимо предусмотреть возможность оказания государственной поддержки эмитентам-субъектам МСП, которая могла бы включать компенсацию расходов на проведение аудита, бесплатные консультационные услуги при подготовке отчетов и т.п., так как данные процедуры являются весьма затратными. Кроме того, стоит рассмотреть вопрос покрытия части издержек представителям МСП, решившим получить рейтинговую оценку перед размещением ЦФА на рынке. Наряду с этим следует сформировать комплексную систему управления дефолтными ЦФА и проблемными активами, включающую стандарты их обращения и механизмы реструктуризации. Несмотря на то, что факты банкротства и дефолта эмитентов хоть и являются в большей степени случаями исключительными, все же не так редки, как хотелось бы. Реализация соответствующих мер позволит упростить доступ инвесторов к информации, сформировать

открытую и безопасную среду, сократить издержки на сбор данных и, тем самым, повысить доверие к рынку цифровых активов.

Особое внимание также необходимо уделить развитию полноценного вторичного рынка. Введение требования по интероперабельности обеспечит возможность беспрепятственного перевода ЦФА с площадки на площадку. Кроме того, целесообразно расширить перечень инструментов, доступных неквалифицированным инвесторам. Формирование полноценного вторичного рынка приведет к увеличению ликвидности и, как следствие, снижению премии за ее низкий уровень, что также повлияет на значение спреда, применяемого для оценки кредитных рисков. В свою очередь, урегулирование вопросов по старшинству и обеспечению ЦФА позволит объективно определять уровень возврата средств в случае дефолта эмитента, тем самым оценки кредитных рисков с помощью классических методов станут более объективными. Реализация предложенных мер, дальнейшее совершенствование правового регулирования, методик рейтингования ЦФА и подходов к анализу кредитных рисков приведет к их минимизации, а также повышению качества риск-менеджмента в целом.

## Литература

1. Федеральный закон «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31.07.2020 № 259-ФЗ (последняя редакция).
2. *Виноградова К.В.* Развитие подходов к оценке инвестиционных рисков при вложении в цифровые финансовые активы на рынке недвижимости [Текст] / К.В. Виноградова, В.Б. Фролова // Вестник евразийской науки. — 2025. — Т. 17. — № 1. (In Russian).
3. *Добринина М.В.* Инструменты количественного анализа рисков инвестирования в цифровые финансовые активы [Текст] / М.В. Добринина, В.П. Чернов // Проблемы экономики и юридической практики. — 2024. — Т. 20. — № 6. — С. 142–146. (In Russian).
4. *Дюпин П.Э.* Цифровые финансовые активы (ЦФА) как новый инструмент привлечения капитала компаний [Текст] / П.Э. Дюпин // Экономика: вчера, сегодня, завтра. — 2024. — Т. 14. — № 3-1. — С. 387. (In Russian).
5. *Лансков П.М.* Цифровые финансовые активы, их происхождение, развитие и перспективы на российском финансовом рынке [Текст] / П.М. Лансков, М.В. Мурашов, Д.П. Лансков. — М.: Магистр, 2021. — Т. 28. (In Russian).
6. *Сидоренко А.В.* Оценка доходности и рисков цфа на российском рынке [Текст] / А.В. Сидоренко // Вестник Академии знаний. — 2025. — № 3. — С. 708–713. (In Russian).
7. *Скрипченко А.А.* Методические подходы к оценке инвестиционной привлекательности цифровых финансовых активов [Текст] / А.А. Скрипченко, Т.Г. Ильина // Вестник Томского государственного университета. Экономика. — 2025. — № 71. — С. 207–227. (In Russian).
8. *Сударикова И.А.* Инвестиционные риски на рынке цифровых финансовых активов: возможности оценки и сни-

## References

1. Federal Law “On Digital Financial Assets, Digital Currency, and Amendments to Certain Legislative Acts of the Russian Federation” dated July 31, 2020, No. 259-FZ (latest version)
2. *Vinogradova K.V., Frolova V.B.* Development of Approaches to Assessing Investment Risks When Investing in Digital Financial Assets in the Real Estate Market // Bulletin of Eurasian Science. 2025, vol. 17, no. 1.
3. *Dobrina M.V., Chernov V.P.* Tools for Quantitative Analysis of Investment Risks in Digital Financial Assets // Problems of Economics and Legal Practice. 2024, vol. 20, no. 6, pp. 142–146.
4. *Dupin P.E.* Digital Financial Assets (DFA) as a New Tool for Raising Capital for Companies // Economics: Yesterday, Today, Tomorrow. 2024, vol. 14, no. 3-1, p. 387.
5. *Lanskova P.M., Murashov M.V., Lanskova D.P.* Digital Financial Assets, Their Origins, Development, and Prospects in the Russian Financial Market // Moscow: Magister. 2021, vol. 28.
6. *Sidorenko A.V.* Assessment of the Profitability and Risks of Digital Financial Assets on the Russian Market // Bulletin of the Academy of Knowledge. 2025, no. 3, pp. 708–713.
7. *Skrypchenko A.A., Ilyina T.G.* Methodological Approaches to Assessing the Investment Attractiveness of Digital Financial Assets // Bulletin of Tomsk State University. Economics. 2025, no. 71, pp. 207–227.
8. *Sudarikova I.A., Pryanishnikova M.V.* Investment Risks in the Digital Financial Assets Market: Assessment and Mitigation Strategies // Mathematical and Computer Modeling in Economics, Insurance, and Risk Management: Collection of Articles. 2024, p. 237.
9. The Central Bank of the Russian Federation reported an attempt to launch a Ponzi scheme in the digital financial assets market. Official website of the Interfax Information

- жения [Текст] / И.А. Сударикова, М.В. Прянишникова // Математическое и компьютерное моделирование в экономике, страховании и управлении рисками: сборник статей. — 2024. — С. 237. (In Russian).
9. В ЦБ РФ сообщили о попытке разместить финансовую пирамиду на рынке ЦФА. Официальный сайт информационной группы «Интерфакс» [Электронный ресурс]. — URL: <https://www.interfax.ru/business/979686> (дата обращения: 07.09.2025).
  10. Обзор рисков финансовых рынков (октябрь 2025 года). Информационно-аналитический материал Банка России [Электронный ресурс]. — URL: <https://cbr.ru/analytics/finstab/orfr/> (дата обращения: 12.01.2026).
  11. Обзор финансовых инструментов (2024 год). Аналитический материал Банка России [Электронный ресурс]. — URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/55196/review\\_2024.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/55196/review_2024.pdf) (дата обращения: 12.01.2026).
  12. Операторы информационных систем. Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс]. — URL: <https://cbr.ru/admissionfinmarket/navigator/ois> (дата обращения: 14.01.2026).
  13. С большой цифры: доходность до 40% привела к резкому росту вложений в ЦФА. Официальный сайт мультимедийного информационного центра «Известия» [Электронный ресурс]. — URL: <https://iz.ru/1837377/roza-almakunova-mariia-kolobova/s-bolshoj-cifry-dohodnost-do-40-privela-k-rezkomu-rostu-vlozhenij-v-cfa> (дата обращения: 26.08.2025).
  14. Сеть автосалонов допустила первый в России дефолт по ЦФА на ₽200 млн. Информационное агентство РБК [Электронный ресурс]. — URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/685e28909a79477c05c8072a> (дата обращения: 27.08.2025).
- Group [Electronic resource]. URL: <https://www.interfax.ru/business/979686> (accessed September 7, 2025)
  10. Overview of Financial Market Risks (October 2025). Information and analytical material from the Bank of Russia [Electronic resource]. URL: <https://cbr.ru/analytics/finstab/orfr/> (accessed January 12, 2026).
  11. Overview of Financial Instruments (2024). Analytical material of the Bank of Russia [Electronic resource]. URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/55196/review\\_2024.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/55196/review_2024.pdf) (accessed January 12, 2026).
  12. Information System Operators. Official website of the Bank of Russia [Electronic resource]. URL: <https://cbr.ru/admissionfinmarket/navigator/ois> (accessed January 14, 2026).
  13. Big numbers: yields of up to 40% led to a sharp increase in investments in CFAs. Official website of the Izvestia Multimedia Information Center [Electronic resource]. URL: <https://iz.ru/1837377/roza-almakunova-mariia-kolobova/s-bolshoj-cifry-dohodnost-do-40-privela-k-rezkomu-rostu-vlozhenij-v-cfa> (accessed August 26, 2025).
  14. Car dealership chain defaults on ₽200 million in CFA, marking Russia's first such default. RBC News Agency [Electronic resource]. URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/685e28909a79477c05c8072a> (accessed August 27, 2025).