

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ ТОКЕНОВ КАК АЛЬТЕРНАТИВНЫЙ ИСТОЧНИК ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

О.Ю. Толкаченко

Тверской государственной университет, г. Тверь

Цель статьи – изучить новый источник финансирования первичного предложения токенов, как альтернативный способ привлечения инвестиций и оценить перспективы его использования в РФ. Традиционные источники привлечения рискованного капитала показывают свою ограниченность из-за недостаточной ликвидности инвестиций, относительно длительного периода привлечения венчурного капитала. Современным венчурным инвесторам представляется интересным публичная распродажа криптографических активов. Значительный рост такого способа инвестирования связан с высоким доходом, который могут получить владельцы токенов. Данный процесс, однако, сопряжен с высокими коллективными рисками и отсутствием четкого законодательства в области развития ICO в России. Научная новизна в том, чтобы показать, успешны те размещения, за которыми стоит настоящий действующий бизнес, приносящий доход. Проект закона о регулировании цифровых активов Министерства финансов РФ является неоднозначным и нуждается в уточнениях.

Ключевые слова: токены, цифровые активы, криптовалюта, коллективные риски, регулирование цифровых активов, венчурный фонд, стартап.

Актуальность венчурного финансирования в процессе развития рынка все более возрастает, этот механизм начинает воплощаться в более современных и совершенных формах. Стандартные венчурные фонды и стартапы традиционно привлекают инвестиции при обращении к двум классическим инструментам:

– поддержка от корпораций или государств, которая носит спонсорский характер и образует бюджет для перспективного финансирования. Такой способ дает возможность выделить привлекательные отраслевые проекты для финансирования, интеграции или поглощения;

– капитал, вкладываемый частными инвесторами. Такой способ подразумевает поддержку стартапов на ранних стадиях для того, чтобы в будущем отсеять и вырастить лучшие из их числа, а потом выгодно продать доли в этих проектах.

Многие стартапы сегодня финансируются за счет средств инвестиционных фондов, в рамках которых осуществляют свою деятельность.

При использовании традиционных моделей финансирования ликвидность инвестиций сильно ограничена, что является недостатком. Возврат средств происходит только в случае успешности отдельных организаций. Еще одним недостатком является тот факт, что процесс привлечения источников финансирования занимает у стартапов около 80 % времени. У компании практически не остается времени на программу развития своих проектов. Конечно, у крупных стартапов есть возможность формировать структурные подразделения, которые занимаются файндрейзингом, а небольшим стартапам приходится всю команду ориентировать на привлечение инвестиций.

Поэтому сегодня для целей финансирования своей деятельности венчурным фондам и стартапам весьма привлекательным представляется публичная распродажа криптографических активов, то есть ICO.

2018 год можно обозначить годом ICO (initial coin offering). Самое начало года охарактеризовалось всплеском вложений капитала в цифровые активы новых предприятий. В первой половине 2017 г. сумма всех размещений определялась в 300 млн долл., а к концу 2017 г. составила практически около 4 млрд долл. При этом каждый месяц стартовало примерно пятьдесят проектов. Однако все стороны данного процесса, как инвесторы, вкладывающие в ICO, так и организации, размещающие эти вклады, несомненно подвергнуты рискам потери инвестиций.

ICO – «первичное предложение токенов», новый вариант привлечения инвестиций, который существует в форме продажи инвесторам фиксированного объема новых единиц цифровой оплаты, и которые эмитирует организация для перспективного пользования своими услугами, продукцией или торговли на биржах криптовалют.

В 2017 г. наиболее успешным ICO в мировом пространстве был проект EOS, в котором аккумулирована сумма, превышающая 880 млн долл. [1, с. 84]. Создатели этого проекта хотят запустить платформу для того, чтобы создать сервисы на своем блокчейне. Наиболее успешный отечественный проект – это MobleGo, который привлек в 16 раз меньше инвестиций и составил всего 53 млн долл. Проект ориентирован на разработку платформы для мобильных игр на базе блокчейна. Размер российских ICO за три квартала 2017 г. составил 293 млн долл. Этот объем превышает более чем в два раза величину венчурных инвестиций в Российской Федерации за 2016 г., которые в свою очередь составили 128 млн долл. На сегодняшний день ICO является в большей мере для частных инвесторов краудфандинговой площадкой, другими словами, в перспективные идеи вкладываться могут все кто желает, с учетом того, что для этого необходим минимальный объем капитала [1, с. 84].

Для ICO – это способ финансирования, являющийся альтернативным кредитам или венчурному капиталу. Оно похоже на первичное размещение ценных бумаг на бирже (IPO), но в этом случае инвесторы вкладывают не в действительно созданный бизнес, а токены. Министерство финансов РФ в январе 2018 г. выпустило проект закона о регулировании цифровых активов, в этом документе токен идентифицирован как «вид цифрового финансового актива, который выпускается юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем с целью привлечения финансирования и учитывается в реестре цифровых записей». Существует еще отличие ICO от IPO, которое проявляется в том, что привлечь инвестиции на ICO может проект на этапе бета-версии или идеи, а на IPO – исключительно доходный бизнес. Если принять во внимание, что большая доля маржи образуется на стадии идеи, то совсем неудивительно, что инвесторы, несмотря на существующие риски, вкладываются с удовольствием в новые идеи, которые им представляются выгодными.

Основное преимущество ICO для инвестора – это минимальный порог входа. Участник такого процесса может вложить хотя бы 200 долл., при этом капитал венчурного инвестора не может быть меньше суммы в 100 тыс. долл. Для формирования портфеля проектов участнику ICO необходимо вложить тысячу долларов, а венчурному инвестору – как минимум миллион [3, с. 251].

На современном рынке существуют четыре варианта токенов: токен-криптовалюта – способ ведения расчета как внутри проекта, так и за его границами; токен-облигация – представляет займ у участников ICO в обмен на

обещание вернуть средства в будущем с процентами; токен-акция, ее держатель имеет право на получение дивидендов; продуктовый токен предполагает, что в обмен держатель может приобрести продукты или услуги ICO-проекта. В едином токене зачастую объединены несколько видов. Участники ICO могут на все претендовать, что включает в себя модель токенов, в которые они вложились. Такое возможно только в случае, если перед инвесторами проект добросовестно выполняет свои обязательства и перспективно развивает свой бизнес. Венчурным компаниям и стартапам модель ICO дает возможность привлечь инвестиции через эмиссию и продажу токенов, как криптографических активов, на открытом рынке. Благодаря ICO у этих субъектов рынка появляется возможность минимизировать транзакционные издержки, быстрее привлекая капитал в целях своего развития, при этом не возникает потребности в дополнительных временных и кадровых ресурсах.

После того, как произошло размещение токенов на биржах, далее образуется вторичный рынок, который дает возможность инвесторам продавать приобретенные в процессе ICO криптографические активы. Если стоимость токена падает, то его держатель может выкупить свой актив с дисконтом, а если цена увеличивается, то держатель может с выгодой продать свой актив на бирже.

Стоимость токена будет изменяться под влиянием множества факторов, в том числе и новостей о проектах, которые входят в состав портфеля. Но волатильность токена дает возможность инвесторам и трейдерам заработать на рыночных ожиданиях.

Правда с последним даже у масштабных проектов возникают трудности, например, проект Tezos в прошлом году сумел привлечь 232 млн долл. в эфирах и биткоинах [2, с. 784]. Подразумевалось конфигурировать платформу самореализуемых контрактов (смарт-контрактов – еще одной масштабной перспективной технологии, которая возможна только в блокчейне), правда она так и не была реализована. Инвесторы не смогли получить ни единого токена и против компании подали несколько исков.

Практика участников ICO Tezos показывает, что даже коллективные иски к проекту не в состоянии помочь вернуть вложенные средства. Любой участник ICO должен быть готовым к тому, чтобы дать свое согласие на риск утраты всех вложенных средств. Официального правового регулирования отношений пока не создано между организаторами – эмитентами токенов и его участниками ICO. Владельцы криптовалюты, которые свои средства вложили в ICO, не могут де-юре ни на что претендовать.

Данные риски волнуют во всем мире и чиновников, и экономистов. В январе 2018 г. Стивен Мейджор, глава Европейского управления по надзору за рынком ценных бумаг, оповестил, что инвесторы должны быть готовы к потере всех средств, вложенных в биткоины. Он связал такую перспективу с крайне резкой волатильностью криптовалюты (биткоин стоил в декабре 2017 г. около 18 000 долл., а уже в январе 2018 г. упал ниже 8 000 долл., по данным, опубликованным в CoinMarketCap) [1, с. 85].

В сентябре 2018 г. был проведен мониторинг рынка ICO компанией Diar. Исследование позволило констатировать следующий факт: курс 75 % токенов ICO стал меньше их цен в период продаж. В процессе оценки участвовали 560 ICO-проектов, которые предоставили достоверную информацию о ходе аккумулирования средств в период публичного размещения токенов. Оказалось, что только семь из десяти токенов ICO оцениваются меньше своей изначальной стоимости, которая была установлена в период продаж токенов. 400 из 560 проектов, привлечшие в начале более 8 млрд долл., теперь стоят лишь 2,2 млрд

долл. 320 проектов, а это более трети всех ICO-проектов, закончили свое ICO в период 2017–2018 гг. и привлекли более 2 млрд долл., теперь не имеют своей криптовалюты, которая стояла бы в листинге на какой-нибудь бирже. Около половины данных проектов закончили свои раунды финансирования еще в 2017 г.

Около 45 токенов, которые в недавнем прошлом оценивались более чем в млрд долл., теперь значительно снизили свою стоимость из-за практически нулевой ликвидности. Таким образом, в августе 2018 г. объем вложений в ICO-проекты достиг минимальной планки за последние 16 месяцев. Первичные размещения токенов смогли привлечь только лишь 325 млн долл. за август 2018 г., что выступает минимальным показателем с мая 2017 г.

Современные инвесторы не видят всех последствий, масштабов и технологических проблем на этом пути, поэтому в перспективе прекратят свое существование более чем 90 % настоящих криптовалют. Только в будущем возникнет понимание, какие законы в этой сфере нужно установить, чтобы защитить интересы инвесторов, в первую очередь тех, кто осуществляет покупку и вкладывает свои деньги. На практике имеются попытки взламывания криптовалют, поэтому сегодня это высокорисковое направление вложений.

При этом не один лишь инвестор несет риски. Организация, которая выпускает ICO, может затратить на подготовку проекта больше средств, чем способна привлечь. Для ICO-проекта существует еще риск эмитировать токены, которые Комиссия по ценным бумагам и биржам США рассматривает как ценные бумаги. Часто ICO-проекты по данной причине не допускают резидентов США к участию в ICO. Несоблюдение нормативных актов США о ценных бумагах грозит лицам ответственностью в виде наказания до возможности тюремного заключения. Рискуют также ICO-проекты потерей аккумулированных средств в ходе хакерской атаки. Если, например, мошеннику удастся выявить в коде смарт-контакта уязвимость, тогда он сможет похитить эмитированные токены. Инцидент такого рода порождает среди участников ICO напряженность и сказывается на имидже проекта.

За 2017 г., по сведениям международной компании Group-IB, объем хакерских атак на каждое ICO возросло в 10 раз, при этом более 100 атак в среднем осуществляется за период ICO. По оценкам аналитиков, в 2018 г. частота и количество атак на криптовалютные проекты (такие как кошельки, биржи, фонды) будут иметь тенденцию к росту. В этот сегмент все большее количество мошенников привлекает увеличение курсов криптовалют [1, с. 84].

В период ICO в большем числе случаев проекты сталкиваются с дефейсами сайтов, фишингом, компрометацией аккаунтов администраторов (Telegram, Slack), с уязвимостями в собственных смарт-контактах. Представляют опасность по-прежнему и DDoS-атаки, которые используются, как правило, в комплекте с фишинговыми сайтами. Недоступность главной площадки проекта дает возможность перенаправить инвесторов на сайты, которые являются поддельными. Кроме того, имеется опыт вымогательства за прекращение хакерской атаки.

Практически любой проект подвергается DDoS атакам, который выходит на ICO. Для осуществления подобных атак требуется достаточно профессиональная технологическая подготовка, такие сервисы представлены на черном рынке. Что относится к вопросу фишинга, то злоумышленникам зачастую не требуется обладать серьезными техническими навыками, чтобы организовать такие атаки. Узкое место заключается в том, что большая часть проектов недооценивает риски, связанные с кибербезопасностью, а это ведет к

нарастающему количеству успешных хищений и угроз. В перспективе по прогнозным оценкам возрастет количество хищений у владельцев токенов. Те участники рынка, которые открыто заявляют о торговле криптовалютами, попадают уже сегодня в шорт-листы мошенников. Становятся все более популярными различные схемы воровства в социальных сетях, которые направлены на владельцев криптовалюты и проводятся якобы от имени создателей платформ. Владельцев криптовалют атакуют будут и Android-тройны. Способы распознавания владельцев криптокошельков и получения доступа к ним будут аналогичны методам, которые используются для кибератак на банковские счета. Для подобного рода атак, вероятнее всего, будут использоваться банковские Android-тройны.

В начале 2018 г. аналитики Group-IB зафиксировали рост количества мошенничества в социальных сетях, где преступники применяют хорошо известные способы социальной инженерии (объявление о выигрыше в конкурсе монет, сообщения от «имени» службы безопасности криптовалютного сервиса, приглашение принять участие в каком-нибудь значимом для комьюнити типа активности). Эксперты также подчеркивают высокую заинтересованность злоумышленников к еще не объявленным ICO. Наиболее наглядный пример – возможный выход на ICO компании Telegram. Мессенджер 15 января 2018 г. издал White Paper, согласно которому намерен привлечь 1,2 млрд долл. в ходе продажи токенов [4, с. 863].

Многие проекты выходят на рынок ICO еще на этапе концепта и пытаются привлечь инвестиции посредством продажи токенов. Но насколько в будущем эти проекты будут реализованы, неизвестно. Минимальный порог доступа к привлечению капитала через ICO притягивает и недобросовестные организации. Практика показывает, что объемы такого рода размещений достигли значительных масштабов, поэтому эксперты стали классифицировать такое явление, как растущий «мыльный пузырь», который может лопнуть в скором времени.

Действительно, все чаще ICO называют финансовым пузырем. Многие аналитики сравнивают это явление с известным крахом доткомов. Эти два явления во многом схожи:

- во-первых, на рынке присутствовало значительное количество инвесторов без опыта, которые хотели быстро обогатиться;
- во-вторых, распределенный реестр данных, который выступает системой автоматического доверия, схож с сетью Интернет, поскольку в этих двух случаях технологии позиционировались как прогрессивные, которые способны кардинально изменить функционирование субъектов рынка;
- в-третьих, практически все компании, которые привлекают средства с помощью ICO, и которые заявляли о своем функционировании с применением Интернета в период пика доткомов, обеспечили себе избыточное финансирование, которое связано с завышенной оценкой их активов, а также перспективами инвесторов.

Для криптоинвесторов представляется сложным осуществлять контроль за использованием денежных средств. В начале апреля 2018 г. настоящая паника началась на рынке после следующего инцидента: Matchpool – платформа для знакомств, которая основана на платформе блокчейн Ethereum, из криптокошелька вывела часть средств, вырученных в процессе ICO. Этот проект в общей сложности собрал в процессе размещения около 6 млн долл. в течение 48 часов.

Таким образом, успешны те размещения, за которыми стоит настоящий действующий бизнес, приносящий доход. Такая ситуация положительна и для стартапов, и для венчурных фондов, поскольку способна обеспечить за счет портфелей своих проектов стоимость своего токена.

На помощь снижению рисков должно прийти регулирование. Регулирование необходимо, чтобы функционировать в созданной финансовой и правовой инфраструктуре, и рынок все более настойчиво этого ждет. Современные технологические решения далеко не всегда ознаменовываются появлением новых принципов в деловом и гражданском обороте и существенным изменением между контрагентами. Это необходимо учитывать при осуществлении поправок в нормативные акты.

В проекте закона Министерства финансов РФ о регулировании цифровых активов указано ограничение максимальной суммы сделки с криптовалютами для неквалифицированных инвесторов в рамках одного выпуска токенов до 50 тыс. рублей.

Данный проект является неоднозначным. С одной стороны, он существенно сокращает сферу возможностей как непосредственного определения криптовалюты, так и сферу ее применения. С другой стороны, требуется увеличить сумму, на которую неквалифицированный инвестор в рамках одного выпуска может приобрести токены: с 50 тыс. рублей до одного млн рублей [5]. Закон должен дать определение и самим цифровым активам. Профессиональным участникам криптовалютного рынка необходимо четко определить понятийный аппарат.

В этом направлении России стоит взять в качестве образца опыт Белоруссии. Президент Лукашенко в декабре 2017 г. подписал декрет «О развитии цифровой экономики», в соответствии с которым юридические лица могут эмитировать токены в белорусском национальном Парке высоких технологий. Участники национального Парка высоких технологий получают льготные условия налогообложения при осуществлении ICO. Наилучший вариант для России – проанализировать мировой опыт и принять решение, которое позволит, с одной стороны, осуществлять регулирование ICO-сделки, а с другой – не подтолкнет проекты к перемещению из России в соседнюю юрисдикцию. Таким образом, регулирование в этой области требуется для недопущения аккумуляции средств в такие проекты, деятельность которых идет вразрез с законодательством.

Несмотря на все негативные стороны и риски, ICO привлекает по-прежнему внимание инвесторов во всем мире возможностью получить хорошую прибыль, вложив незначительные средства.

Список литературы

1. Каменева К. ICO: дикий капитализм или новые возможности? // Вольная экономика, 2018. № 5. С. 86–91.
2. Трубилин А.И., Гайдук В.И. Приоритеты государственной инвестиционной политики // Форсайт «Россия»: новое индустриальное общество: перезагрузка. Сборник пленарных докладов Санкт-Петербургского международного экономического конгресса (СПЭК-2017) // под ред. С.Д. Бодрунова 2017. 784 с.
3. Трунин В.И. Проблемы формирования инновационного развития предприятий России // Современное экономическое и социальное развитие: проблемы и перспективы. Сборник научных трудов. 2015. 251 с.
4. Черныш А.В. Инвестиции в масштабные инфраструктурные проекты как драйвер развития индустриальной экономики // Форсайт «Россия»: новое индустриальное общество: перезагрузка. Сборник пленарных докладов Санкт-Петербургского международного экономического конгресса (СПЭК-2017) / под ред. Бодрунова С.Д. 2017. 863 с.
5. http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?Prtid=mrrf_m

TOKENES PRIMARY OFFER AS AN ALTERNATIVE SOURCE FOR VENTURE FINANCING

O. Yu. Tolkachenko

Tver state university, Tver

This article discusses a new way of attracting investment through tokens, which appeared as a result of the development of the cryptocurrency market. Traditional sources of attracting risk capital show their limitations due to the lack of liquidity of investments, a relatively long period of attracting venture capital. Therefore, modern venture investors are interested in public sale of cryptographic assets. The rapid growth of this method of investment is associated with a high income that token holders can receive, but this process is associated with high collective risks and the lack of clear legislation in this area. For the development of ICO in Russia, the Ministry of Finance of the Russian Federation has developed a draft law on the regulation of digital assets, which is ambiguous and needs clarification. Thus, the purpose of the study is to study a new source of funding for the initial supply of tokens and assess the prospects of its use in the Russian Federation.

Keywords: *tokens, digital assets, cryptocurrency, collective risks, regulation of digital assets, venture fund, startup.*

Об авторе:

ТОЛКАЧЕНКО Оксана Юрьевна – доцент кафедры экономики и управления производством Тверского государственного университета. Адрес: 170100, г. Тверь, ул. Желябова, 33, e-mail: deputy.dean.ec@mail.ru

About the author:

TOLKACHENKO Oksana Jur'evna – Associate Professor, Department of Economics and Production Management, Tver State University, (170100, Russia, Tver, 33, Zhelyabovast.), e-mail: deputy.dean.ec@mail.ru

References

1. Kameneva K. ICO: dikij kapitalizm ili novye vozmozhnosti? // Vol'naya ehkonomika, 2018. №5. S. 86–91.
2. Trubilin A.I., Gajduk V.I. Priority gosudarstvennoj investicionnoj politiki // Forsajt «Rossiya»: novoe industrial'noe obshchestvo: perezagruzka. Sbornik plenarnyh dokladov Sankt-Peterburgskogo mezhdunarodnogo ehkonomicheskogo kongressa (SPEHK-2017) // pod red. S.D. Bodrunova 2017. 784 s.
3. Trunin V.I. Problemy formirovaniya innovacionnogo razvitiya predpriyatij Rossii // Sovremennoe ehkonomicheskoe i social'noe razvitie: problemy i perspektivy. Sbornik nauchnyh trudov. 2015. 251 s.
4. CHernysh A.V. Investicii v masshtabnye infrastrukturnye proekty kak drajjver razvitiya industrial'noj ehkonomiki // Forsajt «Rossiya»: novoe industrial'noe obshchestvo: perezagruzka. Sbornik plenarnyh dokladov Sankt-Peterburgskogo mezhdunarodnogo ehkonomicheskogo kongressa (SPEHK-2017) / pod red. Bodrunova S.D. 2017. 863 s.
5. http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?Prtid=mrrf_m
6. ehkonomicheskogo kongressa (SPEHK-2017) / pod red. Bodrunova S.D. 2017. 863 s.
7. http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?Prtid=mrrf_m