

УДК 336.74

## ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ ТОКЕНОВ КАК СОВРЕМЕННЫЙ ИНСТРУМЕНТ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

*О.Ю. Толкаченко*, Тверской государственной университет, г. Тверь, Россия

В данной статье рассматривается новый способ привлечения инвестиций через токены, который появился в результате развития рынка криптовалют. Стремительный рост такого способа инвестирования связан с высоким доходом, который могут получить владельцы токенов, но при этом данный процесс сопряжен с высокими коллективными рисками и отсутствие четкого законодательства в этой области.

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

Без тени сомнения можно 2018 год обозначить годом ICO (initial coin offering). Самое начало года охарактеризовалось всплеском вложений капитала в цифровые активы новых предприятий. В первой половине 2017 года сумма всех размещений определялась в 300 миллионов долларов, а к окончанию 2017 года составила практически около 4 миллиардов долларов. При этом каждый месяц стартовало примерно пятьдесят проектов. На что могут рассчитывать инвесторы, вкладывающие в ICO, что приобретают от таких размещений организации, и какого рода риски возлагаются на все стороны данного процесса?

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 году наиболее успешным ICO в мировом пространстве был проект EOS, в котором аккумулирована сумма, превышающую 880 миллионов долларов [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 миллиона долларов. Проект ориентирован на разработку платформы для мобильных игр на базе блокчейна. Размер российских ICO в общем за три квартала 2017 года составил 293 миллиона долларов. Этот объем превышает более чем в два раза величину венчурных инвестиций в Российскую Федерацию за 2016 год, которые, в свою очередь, составили 128 миллионов долларов. 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 альтернативой кредитам или венчурному капиталу. Он похож 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 года выпустило проект закона о регулировании цифровых активов, в котором 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 привлечь во внимание образование большей доли маржи на стадии идеи, то совсем не удивительно, 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 долларов, при этом капитал венчурного инвестора не может быть меньше суммы в 100 тысяч долларов. Для того, чтобы сформировать портфель 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, привлекая капитал в целях своего развития быстрее, при этом не возникает потребность в дополнительных временных и кадровых ресурсах.

После того, как произошло размещение токенов на биржах, 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. Так, например, проект Tezos в прошлом году сумел привлечь 232 миллиона дол-

ларов 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 риски к проекту не в состоянии помочь вернуть вложенные средства. Любой участник ICO должен быть готов 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. Россия в этом смысле не является исключением. В январе 2018 года 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 года около 18 000 долларов, а уже в январе 2018 года упал ниже 8 000 долларов, по данным, опубликованным в CoinMarketCap) [1, с.85].

В сентябре 2018 года был проведен мониторинг рынка ICO компанией Diar. Их 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 аккумуляции 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 миллиардов долларов, теперь стоят лишь 2,2 миллиарда долларов. Также известно, что 320 проектов, а это более трети всех ICO-проектов, закончили свое ICO в период 2017-2018 годов и привлекли более 2 миллиардов долларов, 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 году.

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

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 для того, чтобы защитить

интересы инвесторов, в первую очередь тех, кто осуществляет покупку и вкладывает свои деньги. На практике имеются попытки влияния и взламывания криптовалют, поэтому сегодня это высоко рисковое направление вложений.

Хотя не один лишь инвестор несет риски. Организация, которая выпускает ICO, может затратить на подготовку проекта больше капитала, чем способна привлечь. Для ICO-проекта еще есть 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 год, 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 году, частота и количество атак на криптовалютные проекты (такие как кошельки, биржи, фонды) будет 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), и еще с уязвимостями в собственных смарт-контактах. Представляют опасность по-прежнему и DDoS-атаки, которые используются, как правило, в комплексе 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. Несмотря на то, что для осуществления подобных атак требуется достаточно профессиональная технологическая подготовка, такого рода сервисы представлены на черном рынке. Относительно вопроса фишинга можно отметить, что 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-трояны. 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-тroyаны.

В начале 2018 года аналитики Group-IB зафиксировали рост количества мошенничеств 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 года издал White Paper, согласно которому намерен привлечь 1,2 миллиарда долларов 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 привлекает 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 и чаще ICO называют финансовым пузырем. Многие аналитики сравнивают это явление с известным крахом доткомов. Это происходит потому, что 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 крипто инвесторов представляется сложным осуществлять контроль за использованием денежных средств. В начале апреля 2018 года настоящая паника началась на рынке после следующего инцидента: Matchpool – платформа для знакомств, которая основана на платформе блокчейн Ethereum, из крипто кошелек вывела часть средств, вырученных в процессе ICO. Этот проект в общей сложности собрал в процессе размещения около 6 миллионов долларов в течение 48 часов.

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

### **Список использованных источников**

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. Бодрунова С.Д. 2017. С. 784.
3. Трунин В.И. Проблемы формирования инновационного развития предприятий России // Современное экономическое и социальное развитие: проблемы и перспективы. Сборник научных трудов. 2015. С. 251.
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. С. 863.

## **PRIMARY TOKEN OFFER AS A MODERN TOOL ATTRACTING INVESTMENTS**

**O.Y. Tolkachenko**, Tver State University, Tver, Russia

This article discusses a new way of attracting investment through tokens, which has emerged as a result of the development of the cryptocurrency market. The rapid growth of this investment method is associated with a high income that owners of tokens can receive, but this process is associated with high collective risks and the lack of clear legislation in this area.

Keywords: tokens, digital assets, cryptocurrency, collective risks, regulation of digital assets.

*Об авторе:*

ТОЛКАЧЕНКО Оксана Юрьевна, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономики и управления производством Тверского государственного университета, г. Тверь, Россия: e-mail: deputy.dean.ec@mail.ru