

# ТОКЕНЫ КАК АЛЬТЕРНАТИВА ЦЕННЫМ БУМАГАМ

ЮРИЙ РОМАНОВСКИЙ,

аспирант кафедры денежного обращения, кредита и фондового рынка БГЭУ

**Стремительное развитие IT-сферы значительно влияет и на процессы в экономике. Одной из наиболее перспективных на сегодняшний момент цифровых технологий считается блокчейн (цепочка блоков транзакций), который получил распространение благодаря использованию криптовалют. На основе этой технологии во всем мире, в том числе в Беларуси, активно внедряются новые инструменты привлечения инвестиций, самым известным и популярным из которых является ICO (Initial Coin Offering – первичное предложение монет).**

## МЕЖДУНАРОДНАЯ ПРАКТИКА

В настоящее время токены (цифровые знаки), выпускаемые в процессе ICO и являющиеся аналогами современных денежных средств и ценных бумаг, не имеют однозначного экономического определения. Они могут быть займом, облигацией, долей прибыли, пожертвованием, бартерным обменом, платой за товар или услугу, бонусом, платной регистрацией на некоторых платформах [1, с.105].

Мировой рынок ICO активно развивается. По данным *CB Insights*, в 2018 году посредством этого инструмента компании привлекли 4,3 млрд USD, в 2019-м – 2,8 млрд, в 2020-м – 2,3 млрд, а за первое полугодие 2021-го – 7,3 млрд USD (см. таблицу 1).

В международной практике существуют различные подходы к определению процесса ICO и классификации выпускаемых токенов, а также регулированию этой сферы.

Например, во **Франции** регулятор финансового рынка определяет ICO как транзакцию по сбору средств, осуществляемую с использованием технологии блокчейн, с помощью выпуска токенов. Эти цифровые знаки затем могут применяться для получения товаров или услуг, в зависимости от обстоятельств [2]. При этом эмитент обязан лицензировать деятельность в данной сфере, если выпускаемые токены предназначены для публичной продажи. Кроме того, законодательные нормы по регулированию ценных бумаг и обязатель-

ное лицензирование применяются в случае продажи финансовых инструментов в виде токенов [3].

В **Соединенных Штатах Америки** токены, выпущенные в ходе проведения ICO, признаются ценными бумагами, если удовлетворяют следующим критериям: являются инвестированием денег, вложениями в общее предприятие (либо долевым), есть ожидание прибыли от инвестиций, а эта прибыль – результат деятельности лица, предлагающего контракт, либо третьей стороны [4]. В этом случае эмитент должен зарегистрировать токены, раскрыть бизнес-цели, информацию об управлении предприятием и финансовую отчетность, а также предоставить инвесторам точное описание продукта, для которого привлекаются эти ресурсы.

*Процесс выпуска и продажи токенов ошибочно рассматривается как более простая и доступная альтернатива классическим ценным бумагам. Однако токены отличаются от них по своей экономической сути. В этой статье приведен анализ международной практики выпуска токенов, сделан обзор текущего состояния рынка ICO в Республике Беларусь. Приведено детальное сравнение процессов выпуска акций и токенов по ряду основных показателей. Предложены меры по усовершенствованию регулирования процесса проведения ICO в Беларуси.*

*The process of issuing and selling tokens is mistakenly viewed as a simpler and more affordable alternative to classic securities. However, tokens differ from securities in their economic essence. This article provides an analysis of the international practice of issuing tokens, gives an overview of the current state of the ICO market in the Republic of Belarus and includes a detailed comparison of the processes of issuing shares and tokens by a number of key indicators. The article ends with proposals for improving the regulation of the ICO process in Belarus.*

В Германии регулирование, применяемое к токенам, зависит от прав, которые они в себя включают. Если этот финансовый инструмент подразумевает права собственности на актив, то применяется немецкое законодательство о ценных бумагах. При этом, чтобы токен подпадал под его действие, он должен рекламироваться и распространяться на территории Германии [5].

В Швейцарии надзорный орган анализирует каждый выпуск ICO и в зависимости от видов токенов (платежных, имущественных и т.д.) и их сущности оценивает необходимость применения законодательства о финансовых рынках, банках или отмывании денег [5].

В свою очередь, в ряде государств действует полный запрет на операции, связанные с токенами (например Индия, Бангладеш и Китай), либо законодательная база в этой сфере не создана или находится в процессе формирования.

### НАЦИОНАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ

Беларусь относится к числу стран (наряду с Эстонией, Литвой, Словакией и Японией), где отсутствуют значительные законодательные барьеры при проведении ICO.

Регулятором этой сферы фактически является Парк высоких технологий. При проведении ICO в РБ эмитент руководствуется соответствующими Правилами, утвержденными Наблюдательным советом ПБТ [8]. Согласно Декрету от 21 декабря 2017 года № 8 «О развитии цифровой экономики» только резиденты ПБТ могут осуществлять эмиссию токенов в нашей стране. На деятельность и операции таких субъектов с использованием токенов не распространяются законодательство о ценных бумагах, секьюритизации, требования о лицензировании профессиональной

**ТАБЛИЦА 1. КОЛИЧЕСТВО ПРОВЕДЕННЫХ ПРОЦЕДУР И ОБЪЕМ ПРИВЛЕЧЕННЫХ СРЕДСТВ ПОСРЕДСТВОМ ICO И IPO ВО ВСЕМ МИРЕ**

Год	Количество проведенных процедур		Привлеченные средства, млрд USD		Средняя сумма привлеченных средств в ходе одной процедуры, млн USD	
	ICO	IPO	ICO	IPO	ICO	IPO
2018	864	1198	4,265	223,6	4,94	186,64
2019	855	1040	2,79	199,2	3,26	191,54
2020	553	1415	2,3	331,3	4,16	234,13
I кв. 2021	404	1309	7,3	333,9	18,07	255,08

Источники: [6, 7].

и биржевой деятельности по ценным бумагам [9].

В настоящее время выпуск и продажа токенов в Беларуси осуществляется через криптоплатформу *finstore.by*, оператором которой является ООО «ДФС» (входит в ОАО «Банк БелВЭБ»). На этой онлайн-площадке, которая действует с ноября 2019 года, белорусские организации привлекли инвестиций на сумму 45,2 млн USD в эквиваленте от 6,8 тыс. человек [10].

Возможностью получить заемные ресурсы посредством ICO для своей текущей, финансовой и инвестиционной деятельности пользуются в том числе крупные государственные организации. Например, в 2021 году ОАО «Витебские ковры» эмитировало токены на сумму 1,5 млн USD (цена 1 токена – 50 USD, доходность – 10,1% годовых), ОАО «Минский автомобильный завод» – 2,0 млн USD (цена 1 токена – 100 USD, доходность – 6% годовых), ГО «Белорусская железная дорога» – 5,0 млн USD (цена 1 токена – 100 USD, доходность – 7,5% годовых).

Всего же на начало ноября 2021 года на онлайн-платформе торговалось около 60 выпусков токенов (в белорусских рублях, долларах США и евро) отечественных предприятий разных форм собственности и сфер деятельности.

По своей сути выпускаемые на площадке *Finstore* токены являются облигациями, при этом они не относятся к ценным бумагам

в соответствии с законодательством РБ.

В настоящий момент в Беларуси также действует ООО «Каренси Ком Бел», которое управляет биржей *currency.com*. Данная площадка позволяет обменивать фиатные деньги (к ним относятся все государственные валюты) на криптовалюты и токенизированные активы (токенизированные акции, облигации, индексы). Например, пользователь этой платформы может приобрести токен *TSLA*, равный по цене акции компании *Tesla*. Стоимость токена будет изменяться на ту же величину, что и стоимость акции. Однако владелец данного токена не приобретает соответствующую акцию и не имеет прав владельца ценной бумаги. Таким образом, данная площадка предоставляет набор инструментов для игры на изменении курсов базовых активов, лежащих в основе токенов, и подходит для спекулятивных сделок.

Также стоит отметить, что *currency.com* имеет право на проведение ICO, но на момент написания статьи использовала его только однажды. При дальнейшем развитии рынка и соответствующего законодательства возможности данной площадки можно будет применять также и для выпуска токенизированных акций белорусских предприятий.

### ОТЛИЧИЯ ОТ IPO

Хотя ICO воспринимается как более технологичный и простой

способ привлечения инвестиций, мировая статистика свидетельствует, что эмитенты намного чаще выпускают акции, чем токены, а инвесторы вкладывают значительно больше средств в покупку ценных бумаг. Кроме того, в ходе первичного размещения акций (Initial Public Offering, IPO) привлекается в разы больше средств, чем в ходе ICO (см. таблицу 1).

Это может свидетельствовать о больших рисках инвесторов при покупке токенов по сравнению с приобретением акций. При вложении в классические ценные бумаги для инвестора можно выделить следующие виды рисков: кредитный; рыночный; риск ликвидности; операционный. Они присутствуют и на рынке токенов, однако их наступление имеет большую вероятность из-за следующих факторов:

- при проведении ICO эмитент не обязан раскрывать финансовую отчетность, что не дает возможности оценить его способность выполнять обязательства;
- высока вероятность вложения средств в изначально мошеннический проект;
- высока волатильность цен на токены;
- есть вероятность хакерской атаки на биржу или потери контроля над виртуальным кошельком, являющимся единственным удостоверением права собственности на токен.

Кроме того, эмиссионная ценная бумага и токен являются разными финансовыми инструментами, ориентированными на различные группы инвесторов. Если IPO, как правило, пользуются крупные корпорации, то в случае ICO речь скорее идет о мелком и среднем бизнесе, выбравшем по тем или иным причинам нетрадиционный (на текущий момент) финансовый механизм. Например, средняя сумма привлеченных средств через выпуск акций в 2019 году составила 191,5 млн

USD, в 2020-м – 234,1 млн USD, через выпуск токенов – 3,3 млн и 4,2 млн USD соответственно.

Несмотря на некоторое сходство при привлечении инвестиций, ICO и IPO имеют существенные отличия в большинстве критериев: процесс эмиссии, законодательное регулирование, объект инвестирования (см. таблицу 2).

Подготовка и проведение выпуска акций требует значительного времени и затрат ресурсов на аудит предприятия, услуги финансовых посредников, участвующих в размещении, юридические консультации и другие необ-

ходимые этапы. Данная процедура применяется для привлечения средств крупными компаниями, соответствующими требованиям листинга фондовых бирж.

С точки зрения инвестора рынок акций представляется менее рискованным вложением средств. Правовой статус акции значительно отличается от статуса токена. Например, обладатели акций имеют право на участие в управлении акционерным обществом, получение части прибыли в виде дивидендов и части имущества в случае ликвидации предприятия. Долевой

**ТАБЛИЦА 2. ОСНОВНЫЕ СУЩНОСТНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ICO И IPO**

Критерий	ICO	IPO
Технологическая основа	Платформа оператора криптобиржи на основе блокчейн	Платформа выбранной фондовой биржи, профессионального участника рынка ценных бумаг
Привлекаемые инвестиции	Денежный капитал; криптовалюта;	Акционерный капитал
Выпускаемые инструменты и формы привлечения средств	Токен, который может являться: займом; долей прибыли; пожертвованием; бартерным обменом; платой за товар или услугу; получением бонусов (скидок); платной регистрацией в приложении на основе блокчейн [1, с. 105]	Акция – долевой финансовый инструмент
Способ эмиссии токенов	Обмен токенов на фиатные деньги либо на криптовалюту	Размещение акций на фондовых биржах Фондовая биржа.
Где проводится эмиссия	Эмитент может провести выпуск токенов самостоятельно либо при посредничестве криптоплатформ (в РБ – на finstore.by)	Эмиссия проводится при посредничестве профессионального участника рынка ценных бумаг, иногда с привлечением андеррайтеров
Обязательства эмитента и защита инвестора	Если токен имеет признаки ценной бумаги (облигации, акции, и т.д.), то в ряде стран на такие токены распространяются соответствующие нормы законодательства о ценных бумагах (в США, Германии и т.д.). В иных случаях эмитент не несет обязательств по раскрытию информации, применению корпоративного управления Не требует больших затрат.	Эмитент становится публичной компанией и обязан раскрывать финансовую информацию и соответствовать требованиям корпоративного управления. Инвестор получает соответствующую долю в компании
Стоимость и время проведения	Может быть проведена эмитентом самостоятельно либо с помощью специальных площадок (в РБ ICO может быть проведена исключительно с привлечением резидента ПВТ в качестве организатора процедуры)	IPO – дорогостоящий (как правило, несколько миллионов долларов) и длительный по времени процесс

Источник: разработка автора.

токен не предоставляет такого спектра прав его владельцу.

Акции являются более ликвидным активом. При необходимости их можно оперативно продать на бирже, в отличие от токенов, которые могут не иметь вторичного ликвидного рынка. Пока в Беларуси нет вторичного рынка токенов, выпущенных платформой Finstore (данная функциональность находится в разработке).

### ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

В настоящий момент использование классических финансовых инструментов, прежде всего IPO, в нашей стране развито слабо. Этот фактор, а также высокая стоимость банковских кредитов создают основу для использования альтернативных источников привлечения инвестиций. Одной из таких альтернатив выступают токены, выпускаемые посредством ICO.

По сравнению со странами, которые достигли наибольшего прогресса в регулировании данной сферы (Франция, США и др.), в Беларуси выделяются следующие недостатки использования токенов для привлечения инвестиций:

- проводить ICO может ограниченный круг организаций (только резиденты ПВТ);

- операции с токенами фактически находятся вне системы белорусского и международного законодательства по регулированию операций с ценными бумагами. Представляется необходимым закрепить статус токенов в соответствующих законодательных актах, а также признание в качестве инвестиционного инструмента;

- в настоящий момент отсутствует вторичный рынок токенов, выпущенных белорусскими эмитентами;

- предварительный отбор эмитентов, который осуществляет Finstore, не позволяет малым предприятиям и стартапам получить доступ к инвестициям;

- выпускаемые в Беларуси токены имеют признаки долгового инструмента (облигации). Сейчас отсутствует возможность выпустить токены, являющиеся долевым инструментом (токенизированной акцией).

Для более интенсивного использования ICO как эмитентами, так и инвесторами можно выделить следующие способы дальнейшего усовершенствования данной процедуры.

Прежде всего нужно на законодательном уровне разработать классификацию токенов. Если они будут иметь признаки цен-

ной бумаги (акции, облигации и др.), то к ним следует применять соответствующие законодательные нормы. В остальных случаях необходимо разрешить юридическим лицам самостоятельно выпускать токены без привлечения в качестве организатора резидента ПВТ. Это создаст новый доступный инструмент для притока средств в стартапы и малый бизнес. Таким образом, например, можно собирать средства на разработку инновационной технологии или выпуск нового продукта. В свою очередь, гармонизация с международным законодательством по проведению ICO позволит привлекать инвестиции из разных стран.

Токенизация долевых инструментов и выпуск токенов, являющихся по экономической сути акциями, будет содействовать оживлению рынка долевых инструментов Беларуси. А внедрение системы раскрытия финансовой информации эмитентами и публикации подробных сведений о проектах выпуска токенов способствует росту доверия инвесторов. Также на законодательном уровне необходимо закрепить обязательство криптоплатформ работать по принципу «know your customer» («знай своего клиента»).

### СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ:

1. Volosyankov N. Reasonable investments in cryptocurrency: monograph / N.M. Volosyankov: 1000 bestsellers, 2019. – 174s.
2. My relations with the AMF: Obtaining approval for an initial coin offering (ICO) [Electronic resource] – 2019. – Mode of access: <https://www.amf-france.org/en/professionals/fintech/my-relations-amf/obtaining-approval-ico/prepare-ico> – Date of access: 20.10.2021.
3. France adopts new crypto regulations [Electronic resource] – 2019. – Mode of access: <https://news.bitcoin.com/france-cryptocurrency-regulation/> – Date of access: 28.10.2021.
4. Особенности правового регулирования ICO в США [Электронный ресурс] – 2019. – Mode of access: <https://prifinance.com/articles/regulirovanie-ico-v-usa/> – Дата доступа: 30.10.2021.
5. ICO Regulation & Compliance: Legal Frameworks and regulation for ICOs [Electronic resource] – 2021. – Mode of access: <https://www.pwc.ch/en/industry-sectors/financial-services/fs-regulations/ico.html/> – Date of access: 30.10.2021.
6. Blockchain Funding Is At An All-Time High – Here's What's Driving The Boom [Electronic resource] – 2021. – <https://www.cbinsights.com/research/blockchain-tech-funding/> – Date of access: 12.10.2021.
7. Global IPO Watch: Q3 2021 in review [Electronic resource] – 2021. – Mode of access: <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/ipo-centre/global-ipo-watch.html> – Date of access: 12.10.2021.
8. Правила оказания услуг, связанных с созданием и размещением цифровых знаков (токенов), и осуществления операций по созданию и размещению собственных цифровых знаков (токенов) [Электронный ресурс] – 2021. – Режим доступа: <https://www.park.by/upload/ICO-rus.pdf> – Дата доступа: 01.11.2021.
9. О развитии цифровой экономики [Электронный ресурс]: Декрет Президента Респ. Беларусь, 21 дек. 2017 г., № 8 // Национальный правовой Интернет-портал Респ. Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. – Минск, 2002. – Режим доступа: <https://pravo.by/docume nt/?guid=12551&p0=Pd1700008&r1=1&p5=0/>. – Дата доступа: 01.11.2021.
10. Предложения токенов [Электронный ресурс] // ООО «ДФС». – Режим доступа: <https://app.finstore.by/tokens/>. – Дата доступа: 05.11.2021.