Владимир ЦУПРОВ,
управляющий директор
по инвестициям — заместитель
генерального директора,
ТКБ Инвестмент Партнерс

ICO из подполья

Криптовалюты сегодня находятся на стыке IT-технологий и экономики и сложны не только для обывателя, но и для однопрофильных специалистов. Однако огромные деньги, которые стали вращаться в индустрии, шальные доходности и невероятные успехи рынка ICO привлекают наш интерес, как магнит. Предлагаю взглянуть на тему ICO и криптовалют глазами инвестбанкира. С энтузиазмом, но и с разумным консерватизмом.

БЛОКЧЕЙНУ — ДА, БИТКОИНУ — НЕТ?

В России сейчас среди прогрессивного общества популярен стереотип: блокчейн — это очень круто, биткоин — это финансовая пирамида. Конечно, так думают не все, но, что важно, — большинство среди представителей финансовых властей. Поэтому у нас в стране развитие блокчейн-технологий идет сверху вниз, а все инициативы низов в сфере криптовалют оказываются в «серой» зоне. Например, НРД на базе технологии Hyperledger помогает разместить корпоративные облигации в одни руки, а организаторы русских ICO скрывают свою инфраструктуру от ока Генпрокуратуры и налоговой инспекции.

Что стоит за реальным обеспечением биткоина? На самом деле биткоин очень хорошо укладывается в известную «теорему регресса» австрийской экономической школы, объясняющую происхождение денег и их покупательную стоимость. Покупательная стоимость держится на возможности обменять биткоин на что-то другое, а сама возможность может быть оцифрована количеством транзакций в сети. Сейчас в блокчейне биткоина совершается 200–300 тысяч транзакций в день. Таким образом, биткоин — это деньги, пока есть много желающих использовать их как деньги и пока ликвидность биткоина подкреплена рыночными механизмами. Очень важный аспект любой криптовалюты — это концентрация монет у крупных владельцев (так называемых топ-100). Высокая концентрация монет в небольшом количестве рук делает валюту уязвимой или похожей на пирамиду, которую одни (крупные владельцы монет) пытаются раскрутить, чтобы закрыться об других (новые покупатели монет). Поэтому расширение пользователей сети и снижение концентрации владения — это главный фактор, который трансформирует криптовалюту из состояния финансовой пирамиды в деньги. Подключение таких отдельных функций денег, как, например, уплата налогов лишь усиливает покупательную способность биткоина (в данном случае мы говорим про сам биткоин, так как это первая валюта, которая получит подобную опцию) и его распространение.

Критики криптовалют, очевидно, плохо знакомые с австрийской экономической школой, являются сторонниками централизации, наделения чиновников (государства) избыточной функцией регулирования (анти-меритократы), а также совершенно не обладают техническими знаниями о функционировании распределенных систем учета (то есть блокчейна, который, они как ни странно, очень любят на словах). Самый смешной аргумент противников биткоина, который мне довелось слышать, что денежная система страны на базе биткоина лишит государство возможности использовать механизмы эмиссии и инфляции. Господа, эмиссия и инфляция — это скрытый способ отъема денег у населения. Лишение государства этой функции — благо, а те, кто захочет кинуть в меня за эти слова помидором, пусть сначала почитают Мизеса и попробуют возразить ему!

А НУЖНО ЛИ НАМ ICO?

ICO порождены популярностью криптовалют и являются развитием философии свободы и меритократии. ICO как производная криптовалют не только наследует отношение государства к этому инструменту, но и усиливает его. Поэтому сложившееся в России отношение к ICO скорее негативное. В лучшем случае доминирует желание зарегулировать этот инструмент по максимуму.

На данном этапе рынок ICO абсолютно незрелый. Да, сотни миллионов долларов привлечены эмитентами токенов, но «культура производства» находится на очень низком уровне. Даже когда привлеченные средства инвестируются в капитал стартапа, на данном этапе по своей экономической сути это долговое финансирование, точнее, финансирование, основанное на доверии к фотографиям людей с web-странички проекта. Основной документ, устанавливающий отношения «эмитента» и инвесторов, — WhitePaper. Не претендую на то, что читал многие из образцов, но те, что довелось изучать, у меня как профессионального институционального инвестора вызывали лишь недоумение. Мне не жалко закинуть пару Эфиров в топку хайпа, но профессиональная гордость не позволила пока нажать на кнопку «buy tokens». С моей точки зрения, пока индустрия развращена шальными деньгами и больше похожа на казино. Уровень раскрытия информации на беспрецедентно низком уровне. Но плохо ли это? Мы привыкли, что регулятор, рейтинговые агентства должны оценивать риски за нас. В период бума на рынке корпоративных облигаций в РФ в 2004–2008 годах ситуация доходила до абсурда: риск участия в размещении облигаций в умах людей коррелировал с репутацией банков-организаторов и андеррайтеров. При этом любопытно, что проспект (а именно он является главным документом эмиссии) читало меньшинство. Самый яркий пример доверия организатору — это размещение облигаций Северо-Западным отделением Сбербанка до кризиса 2008 года. Тогда к участию в выпусках облигаций третьего эшелона были привлечены тысячи физических лиц, находившихся на брокерском обслуживании в банке. К сожалению, статус организатора не застраховал инвесторов от будущих дефолтов и реструктуризаций.

Сегодня, если вы участвуете в ICO, ничто и никто вас не подстрахует. Это анархо-капитализм. Как к этому относиться? Идеология анархо-капитализма говорит о том, что рынок сам себя отрегулирует, и намного лучше, чем группа бюрократов-чиновников. После того как люди начнут массово терять деньги на ICO, они, во-первых, сами создадут новые эффективные требования к ICO, во-вторых, они не будут иметь никакого, даже морального, права требовать возмещения потерь из бюджета за свои неразумные инвестиции. Конечно, разумное государство должно и может помочь рынку выйти из состояния «дикого Запада», в первую очередь за счет снятия барьеров для доступа к информации, верификации и прозрачного раскрытия информации, а также отсечения очевидных жуликов от процесса.

ICO VS ОБЛИГАЦИИ

Термины ICO и смарт-контракты совсем недавно вошли в нашу жизнь. Я не являюсь техническим специалистом, поэтому могу не знать и недооценивать весь потенциал технологии. Но вот то, что я знаю о преимуществах и недостатках ICO сегодня.

Главные преимущества: 1) доступ на рынок для бизнеса любого размера, стартапов; 2) в код смарт-контракта, токена можно зашить любые алгоритмы, сделав финансовый продукт любой сложности и доверив исполнение алгоритма децентрализованному (то есть независимому) блокчейну.

Главные недостатки: 1) непонятна стратегия выхода, часто ликвидность токенов поддержана обещаниями обратного выкупа, и это все; 2) документация, формализация процесса ужасные, защиты прав инвесторов пока в большинстве проектов нет.

В Таблице 1 приведено теоретическое сравнение рыночного размещения корпоративной облигации и привлечения средств через ICO. Я не привел сравнения с размещением облигации через блокчейн НРД. Технология мне понятна, но не понятна целесообразность ее коммерческого использования, соответственно, пока трудно понять, чем облигация на стандартном облуживании в НРД будет отличаться от облигации на блокчейне НРД.

БУДУЩЕЕ ICO

Перспективы ICO естественным образом связаны с перспективами биткоина, породившего всю эту индустрию. Резкий рост стоимости биткоина обнажил его главные недостатки. Биткоин как средство платежа для среднестатистического пользователя сегодня в одну калитку проигрывает пластиковой карте Visa. Скорость транзакции — не менее 20 минут (блок генерируется около шести минут, нужно три блока для верификации), комиссия фиксированная и огромная для маленьких платежей — $1.5–4. Сеть не способна быстро нарастить количество подтвержденных транзакций из-за ограничений на размер блока. Таким образом, против около 2000 транзакций в секунду у VISA, биткоин выжимает не более четырех.

Ограничения сети давно были очевидны разработчикам криптовалют. Технологии расширения возможностей криптовалют в первую очередь за счет выноса операций за периметр основного блокчейна тестируются уже несколько лет. Но эта тема настолько сложна, что мы — гуманитарии — не можем понять всех технических нюансов функционирования новых технологий, а они — технари — не могут быстро это имплементировать. Речь идет об активации Ligtning network в биткоине и Plasma в эфире. Реализация этих протоколов даст огромный толчок для fintech-индустрии и позволит развить полноценные банковские сервисы вокруг, над блокчейном. Но сначала разработчикам нужно преодолеть главное преимущество криптовалют, которое в случае технологических изменений становится их главным тормозом, — получение одобрения существенного большинства майнеров и разработчиков на технологические апгрейды кода. Результатом этого мучительного процесса, как, например, в случае активации протокола Segwit, необходимого для функционирования Ligtning network, стал хардфорк биткоина и появление биткоин-кэша в августе 2017 года.

РОЛЬ ГОСУДАРСТВА

Есть одно любопытное правило: чем свободнее страна, тем дружественнее регулирование в индустрии криптовалют и ICO. Анонимность криптовалют призрачна, при должном регулировании (процедуры KYC и AML легко применить к блокчейну) контроль государства может быть выше, чем в фиатных валютах, больше возможностей для борьбы с коррупцией и мошенни-

Фактор сравнения	ICO/смарт-контракт и т.п.	Классическая облигация
Юрисдикция	Трансграничная	РФ
Срок подготовки	2–4 месяца	1–2 месяца
Затраты на размещение	Незначительные	Около 0.1–0.2% от эмиссии
Валюта	Крипто	Руб.
Порог входа для инвестора	Нет	1000 руб. + брокерский счет на бирже
Порог выхода для компании	Нет	Желательно размещение в объеме более 5 млрд руб.
Прочее	Требуется вывод средств в фиат, что сопряжено с издержками до 5%	

Таблица 1
Теоретическое сравнение рыночного размещения корпоративной облигации и привлечения средств через ICO

чеством. Поговорка «деньги не пахнут» применима только к фиатным деньгам и криптовалютам со встроенным протоколом анонимности, это не биткоин и не эфир. Российские финансовые власти этого категорически не понимают, их уровень мышления застрял где-то в XX веке, и это не удивительно, если вы посмотрите на количество отчетов, которое финансовые организации должны сдавать в ЦБ. Отчеты мы сдаем так же уверенно, как и санируем банки — одно другому не мешает!

В теории перспективы прекрасны, однако сейчас никто не возьмется сделать конкретных прогнозов. Например, даже для продвинутого человека понять все нюансы работы Lightning network затруднительно. А понимание того, что Plasma позволяет создавать дочерние цепочки блокчейнов на смарт-контрактах эфира «взрывает» мозг у рядового человека. Отсутствие централизованного органа и необходимость консенсуса при изменении кода работы блокчейна тормозит быстрые и нужные изменения. Кроме того, все сложные IT-решения всегда имеют технические уязвимости и прекрасные лазейки для хакеров. Для банковских услуг вопрос безопасности архиважен, и критическая ошибка в этой области может убить любой интересный проект. А что касается самого биткоина и его клонов — альткоинов, то они опасны для любого централизованного государства, где чиновники привыкли не только безотчетно тратить чужие деньги, но и тратить больше, чем собирают. Поэтому многие страны, где сейчас отсутствует какое-либо регулирование криптовалют, будут склоняться не к регулированию, а к запрету (Китай тому наглядный пример).

МНЕНИЕ

Павел ДУШИН,
основатель Frigate Investment Business Services

– Есть ли перспективы у темы крипто-бондов? Насколько это осязаемое будущее?

– Надо определиться, что мы подразумеваем под крипто–бондами. Если мы говорим про займы в криптовалютах, то, скорее всего, в настоящее время они могут быть выпущены только в виде токенов, то есть в цифровом виде. При текущем росте криптовалюты подобные займы не очень интересны.

Пока индустрия классического долга и криптоцифровой мир будут жить параллельно, пытаясь зайти на территорию друг друга для взаимных бенефитов. Однако я уверен в появлении долговых обязательств компаний, успешно проведших ICO, имеющих хорошие перспективы развития, под залог токенов этих компаний.

– Несет ли развитие таких инструментов какую-то потенциальную угрозу для традиционного рынка облигаций?

– Пока размеры рынков несопоставимы. Но, думаю, это, наоборот, даст новые возможности для развития более крупному и, в среднем, менее доходному классическому рынку долгов.

– Что за инструмент предлагаете инвесторам вы?

– То, что предлагает наша компания — это ноты на корзины и единичные криптовалюты. Так называемый фиатный инструмент для доступа в мир цифровых денег. Для кого он может быть интересен? В первую очередь для институциональных инвесторов. На данном этапе провести криптокошелек по отчетности и отразить на балансе будет очень трудно. Как скоро эта проблема будет решена, не понятно. Пока для регуляторов и налоговых органов это представляется проблемой. Таким образом мы стараемся решить проблемы инвесторов на моменте вхождения фиатных денег на крипторынок. Мы являемся эмитентом ноты, выпущенной по законодательству Люксембурга. Она обладает ISIN и CFI кодами, рыночными котировками и обращается в основных депозитариях. Соответственно, инвестор может купить ее, если он делает ставку на рост котировок основных криптовалют.

Кроме того, сейчас мы готовим решения для инвесторов, которые хотят иметь собственный портфель криптовалют. Для них мы можем выпустить персонифицированную ноту.

– Есть ли понятная стратегия выхода и как обстоят дела с защитой прав инвесторов?

– Выйти из ноты легко, мы постоянно котируем ее в зависимости от стоимости портфеля и выкупаем ее у клиентов. Также у нас в проспекте реализована система раннего погашения нот в случае изменения регулирования или стресс–событий.

Наша компания является регулируемой, механизмы защиты инвесторов прописаны в лицензии. В этом наше преимущество, мы одна из немногих компаний с лицензией на этом рынке.

– Есть ли реальные перспективы у таких инструментов?

– Конечно, перспективы есть. Сейчас крипторынок немного сумбурный, напоминает рынок доткомов в 1990–е годы. Но не нужно забывать о том, что именно из этого рынка вышли Amazon, Google и Facebook. В основе криптовалют лежит технология, которая вскоре может стать повсеместно используемой, и она может быть оплачена только криптовалютами. Цифровой рынок становится главным в развитых странах. Сфера услуг, медиа, развлечения уже живут в виртуальном мире. Участие в росте этого мира — необходимость для инвесторов.

DIASOFT
всё по-настоящему

ЛИДЕРЫ ФИНАНСОВОЙ СФЕРЫ ВЫБИРАЮТ РЕШЕНИЕ DIASOFT FA# TREASURY ДЛЯ РАБОТЫ НА ФОНДОВЫХ И ДЕНЕЖНЫХ РЫНКАХ

- Своевременная и качественная поддержка законодательства
- Участие в профильных рабочих группах регулятора
- Поддержка новых инструментов для работы на финансовых рынках
- Постоянное развитие уже имеющихся технологий и инструментов
- Команда высококвалифицированных специалистов

Россия, 127108, Москва
ул. Полковая, д. 3, стр. 14
+7 (495) 780 7575; +7 (495) 789 9339
treasuryfa@diasoft.ru, www.diasoft.ru

Реклама