

Перцева Светлана Юрьевна*, кандидат экономических наук, доцент кафедры международных финансов МГИМО МИД России.

Современные тенденции развития рынка ICO

Драйвером мировой экономики на ближайшую перспективу станут цифровые технологии. По оценкам российских экономических ведомств, более трети роста валового внутреннего продукта страны должен составить вклад цифровизации¹.

В эпоху цифровой экономики высокий уровень развития информационных технологий позволяет не только создавать принципиально новые товары и услуги, но и совершенствовать существующие бизнес-модели путём внедрения инновационных решений в сфере сбора и анализа больших объёмов информации, обеспечения безопасности данных, телеметрии и удалённого (облачного) хранения, роботизации и распределённых сетей.

Важную роль играет цифровизация в финансовой и инвестиционной сферах². Отличительной особенностью современного периода развития финансовой системы являются разработка и внедрение новых инновационных инвестиционных систем, позволяющих инвесторам получать повышенный доход на свои вложения, а небольшим компаниям и стартапам – привлекать более дешёвое финансирование. На смену банкам с их сложной и дорогой инфраструктурой пришли краудфандинговые и краудинвестиционные интернет-платформы, позволяющие индивидуальным (неквалифицированным) инвесторам вкладываться напрямую в бизнесы, минуя посредников.

ICO (Initial Coin Offering) – первичное размещение токенов³ – является альтернативным инструментом привлечения инвестиций, разновидностью краудфандинга. Мировой рынок ICO развивается стремительными темпами (табл. 1).

ICO как перспективный метод финансирования значительно расширяет круг потенциальных инвесторов, обладающих свободными ресурсами для инвестирования. Как правило, ICO популярно среди молодых компаний или для проектов на ранней стадии жизненного цикла. Несмотря

* sup.05@mail.ru

¹ Проект паспорта национальной программы "Цифровая экономика" предусматривает расходы федерального бюджета на развитие данного направления в размере около 2 трлн руб. за 2018–2024 гг.

² Умные финансы: современные технологии в международных финансах: Сб. докл. участников науч.-теоретической студенческой конф. (Москва, 11 апреля 2018 г.) / Под ред. В.Д. Миловидова, С.Ю. Перцевой. М.: МГИМО-Университет, 2018.

³ Токен – цифровая акция.

Таблица 1

Динамика рынка ICO за 2016–2018 гг.

Период	Число проектов	Объём, млн долл.
2016 г.		
I квартал	3	0,3
II квартал	5	11,2
III квартал	14	19,7
IV квартал	28	112,9
2017 г.		
I квартал	22	185,8
II квартал	72	474,5
III квартал	110	863,6
IV квартал	167	1679,9
2018 г.		
I квартал	254	1268,9
II квартал	356	1383,6
III квартал	176	577,2

Источник: составлено по: Stats and Facts. URL: <https://icobench.com/stats>; ICO Statistics. URL: <https://icowatchlist.com/statistics/>; ICO Data. URL: <https://www.icodata.io/stats/2018>; Cryptocurrency ICO Stats. URL: <https://www.coinschedule.com/stats.html>; ICO Stats. URL: <https://icomarks.com/stats>; ICO Market Data. URL: <https://icobazaar.com/icostats>; 10 ICO Statistics. URL: <https://www.cloudbric.com/blog/2018/05/top-10-ico-statistics-that-you-should-know/> (дата обращения: 20.09.2018).

на большое количество источников финансирования, многие из них не доступны для таких компаний или же не покрывают всех потребностей заёмщиков (табл. 2.). Молодые компании на этапе становления своей деятельности не обладают ни значительной прибылью, ни доходами от реинвестирования. Собственные средства, а также ресурсы членов семьи и друзей часто ограничены и недостаточны, а бизнес-ангелы и венчурные инвесторы предъявляют слишком высокие требования. В то же время официальный листинг на биржевом рынке и высокая стоимость заимствования у кредитных учреждений не позволяют воспользоваться ими на начальном этапе.

Таблица 2

Сравнительный анализ основных источников финансирования компаний на ранней стадии развития и малых бизнесов

Источники финансирования	Преимущества	Недостатки
Собственные средства учредителей, средства семьи и друзей	– Лёгкость, доступность и простота мобилизации – условная бесплатность привлечённых ресурсов – сохранение контроля за деятельностью предприятия со стороны собственника	– Ограниченность объёмов привлечения средств – отвлечение собственных средств от хозяйственного оборота – ограниченность независимого контроля за эффективностью использования инвестиционных ресурсов

Окончание таблицы 2

Источники финансирования	Преимущества	Недостатки
Банковские учреждения и другие потенциальные кредиторы	<ul style="list-style-type: none"> – Привлечение значительных объёмов средств – отсутствие агентских расходов – отсутствие разводнения капитала – наличие независимой оценки бизнеса/проекта 	<ul style="list-style-type: none"> – Сложность и длительность процедуры заимствования – уменьшение прибыли в связи с необходимостью выплат по привлечённым и заёмным источникам – не инвестируют в высокорисковые проекты
Бизнес-ангелы	<ul style="list-style-type: none"> – Опыт в управлении проектами, наставничество и помощь – построение доверия к компании и дальнейшим инвестициям – готовность к высокорисковым проектам 	<ul style="list-style-type: none"> – Уменьшение контроля над компанией – необходимость личных встреч – заключение агентского договора – ограниченный объём ресурсов
Венчурный капитал	<ul style="list-style-type: none"> – Предоставление опыта, деловых связей, оказание юридической и консультационной поддержки – средства привлекаются на любом этапе осуществления проектов – крупные капиталовложения – разделение рисков 	<ul style="list-style-type: none"> – Сложная процедура поиска потенциального инвестора – риски разводнения капитала и потери контроля – требование высокой рентабельности проекта
Листинг на бирже	<ul style="list-style-type: none"> – Создание публичной кредитной истории – беззалоговое финансирование – возможность управления ликвидностью компании 	<ul style="list-style-type: none"> – Дорогостоящая процедура регистрации – жёсткие требования для листинга – значительные временные издержки
ICO	<ul style="list-style-type: none"> – Простота участия – открытость данных – низкая стоимость участия – значительная популярность 	<ul style="list-style-type: none"> – Отсутствие участия в капитале – высокие риски – отсутствие прозрачного механизма

Источник: составлено по: *Иголина Л.Л.* Инвестиции: Учеб. пособие. М.: Юристь, 2012.

Проанализировав представленные выше источники финансирования, можно выделить основные преимущества привлечения ресурсов посредством ICO.

Во-первых, посредством данного канала инвестирования собственники проектов получают возможность привлечения капитала со стороны более широкого круга потенциальных инвесторов. Это стимулирует новых игроков выходить на рынок и продвигать инновационные идеи, которые могут быть реализованы за счёт средств "толпы".

Во-вторых, стоимость привлечения капитала оказывается ниже, чем при обращении к альтернативным источникам. Кроме этого, платформы позволяют получать обратную информацию о продукте или бизнес-модели от широкой аудитории наряду с использованием их в качестве рекламных площадок для продвижения объекта финансирования.

С позиции вкладчиков ICO даёт возможность диверсифицировать инвестиционный портфель, а также получить дополнительный доход от использования свободных ресурсов. Более того, участие в ICO позволяет инвесторам присоединиться к творческим, технологическим, а также социально значимым проектам.

Участие в ICO сопряжено с рядом рисков, среди которых: риск мошенничества со стороны получателей инвестиций, высокая степень неопределённости относительно реализации проекта и получения финансового вознаграждения.

Общим недостатком для инвесторов и собственников являются недостаточно развитая законодательная база, а также большое количество ограничений, которые не способствуют развитию данного способа финансирования и тормозят рост экономической активности для предприятий малого и среднего бизнеса.

Интересным представляется изучение потенциальных инвесторов – участников ICO. Целесообразно выделить три группы вкладчиков (табл. 3).

Таблица 3

Группировка инвесторов – участников ICO

Группа	Характеристика
Массовые инвесторы	Неквалифицированные инвесторы, обладающие небольшими объёмами криптовалюты, в основном преследующие спекулятивные цели В настоящее время данная группа инвесторов преобладает на рынке ICO
Криптовалютные фонды	Объединения крупных держателей криптовалюты для целей выгодного вложения имеющихся ресурсов
Венчурные фонды	Как правило, профессиональные участники фондового рынка, ориентированные на вложение средств в перспективные блокчейн-стартапы с высокой доходностью и значительными рисками

В период первых ICO-проектов основными инвесторами были неопытные держатели криптовалюты. В 2016 г. почти не было ICO-проектов, однако появлялись стартапы, которые принимали средства в криптовалюте на финансирование своих разработок. Наибольшая активность проявилась в 2017 г. Это был уникальный период на рынке, когда анонимная команда с базовой документацией и описанием продукта могла собрать несколько миллионов долларов.

Всё, что требовалось от проекта: понятная бизнес-идея и прикрепленный к ней блокчейн. Этого было достаточно для массового инвестора, и именно они стали драйвером высоких сборов проектов в кратчайшие сроки. До середины 2017 г. к данному способу финансирования потянулось ещё больше стартапов, а также мошенников, желавших быстро собрать средства. На фоне отсутствия регулирования можно было избежать уголовного преследования и остаться анонимным.

В середине 2017 г. наблюдались две тенденции – рост инвестиций со стороны инвесторов и увеличение числа ICO-проектов. Рост инвестиций во многом обеспечивался более активными вложениями со стороны массового инвестора, а также входением на рынок крупных держателей криптовалюты (криптовалютных фондов) и венчурных фондов. Именно тогда инвесторы стали менее иррациональными и начали тщательнее оценивать проекты для инвестиций. В мошеннические ICO поступало меньше средств, а для успешного ICO теперь понадобились маркетинговые ресурсы и личное общение с крупными инвесторами. На этом фоне практически половину средств для ICO-проектов начали вносить именно крупные инвесторы, а сами инвестиции стали точечными.

Уже в июле 2017 г. 45 % ICO-проектов не собрали требуемые инвестиции. Это связано как с вышеописанными тенденциями, так и с завышенными оценками необходимых средств. С этого момента началось постепенное увеличение подобных проектов, а полные сборы стали скорее редкостью. К ноябрю 2017 г. доля проектов, успешно собравших требуемые средства, составила 23 %. Однако это не говорит об успешности их самих. В документации проекты, как правило, прописывают сценарии своего развития в случае неполного сбора.

По прогнозам экспертного сообщества, доля массовых инвесторов, в настоящее время доминирующая, будет постепенно снижаться. Ключевыми игроками на рынке ICO станут крупные держатели криптовалют, объединённые в криптовалютные фонды, и венчурные инвесторы.

Из-за увеличения доли капитала венчурных и криптовалютных фондов на рынке всё больше ICO меняют стратегию своего продвижения. Если раньше основными способами проведения успешной кампании были реклама в социальных сетях и поисковых системах, платные статьи в СМИ и обзоры, заказные видео лидеров мнений и т.д. (методы, направленные на широкую аудиторию), то теперь успешные ICO для привлечения капитала переходят на личное общение с крупными инвесторами на "дорожных шоу" (roadshow), а за организацию ICO отвечает специализированная компания (по аналогии с андеррайтерами при продвижении и организации IPO).

На данный момент это считается одной из ярких тенденций рынка, которая минимизирует потенциал мошеннических схем. Процесс ICO начинает делиться на несколько этапов на разных условиях для инвесторов (private sale, pre-sale, pre-ICO), что также означает сведение процесса финансирования блокчейн-стартапов к стандартной практике финансирования на венчурном рынке.

Другой явной тенденцией, целью которой выступает защита инвесторов, являются новые модели проведения ICO.

Одна из таких разработок – ICO 2.0. В отличие от классического ICO, где обещанная программа реализуется только после завершения продажи токенов, новая система разбивает процесс их продажи на несколько раундов, в каждом из которых инвесторы смогут не только приобрести токены по фиксированной цене, но и проследить за тем, куда уходят их деньги. Собрав необходимую сумму на каждом этапе, команда выполняет

Таблица 4

Страны – лидеры на рынке ICO

№	Страна	Доля рынка, %
1	США	16
2	Великобритания	10
3	Сингапур	8
4	Россия	7
5	Швейцария	7

Источники: составлено по: Stats and Facts. URL: <https://icobench.com/stats> (дата обращения: 20.09.2018).

обещанные пункты своей программы и только после этого запускает новый этап финансирования. Это позволяет инвесторам увидеть реальную деятельность компании, а команде – решить вопрос доверия и поддержать интерес новых вкладчиков.

Анализируя территориальное распределение рынка ICO, можно выделить страны-лидеры (табл. 4).

Как показывают данные табл. 4, рынок ICO активно развивается в США,

где на основе теста Хоуи⁴ было установлено, что токены признаются ценными бумагами, а следовательно, транзакции подпадают под регулятивное поле Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Соблюдение определённых требований к раскрытию информации и регистрации участников – обязательные условия проведения ICO.

Доля Великобритании на рынке ICO составляет 10 %. Следует отметить, что Управление финансового надзора Великобритании (FCA) для ряда ICO предусматривает возможность регулирования в рамках действующего законодательства в сфере ценных бумаг и фондового рынка.

На третьей позиции находится Сингапур, его доля на рынке ICO составляет 8 %. Если токен имеет признаки ценных бумаг, то на операции с ними распространяется законодательство о рынке ценных бумаг. Первичные выпуски токенов регулируются Денежно-кредитным управлением Сингапура на основе разработанной нормативно-правовой базы.

Равные доли на рынке ICO принадлежат России и Швейцарии (7 %). При этом, в отличие от РФ, законодательство Швейцарии весьма дружелюбно настроено по отношению к ICO и криптоиндустрии в целом. В России регуляторное поле первичного размещения токенов пока не удовлетворяет требованиям участников рынка ICO.

Целесообразно выделить опыт Японии, где законодательно закреплён статус законного средства платежа за криптовалютами, а токены приравниваются к электронным деньгам. В связи с этим можно рассматривать японский рынок как перспективную площадку для привлечения финансирования с помощью ICO.

Важным представляется анализ основных компаний-лидеров на рынке ICO (рис.).

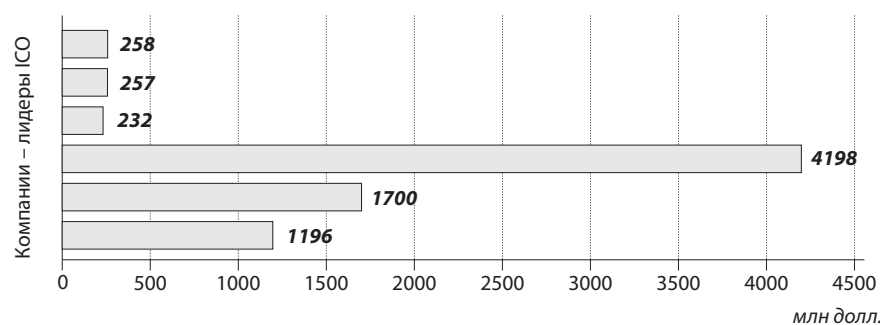


Рис. Объём привлечённых средств компаниями – лидерами ICO в 2017–2018 гг.

Источник: составлено по: Stats and Facts. URL: <https://icobench.com/stats>; ICO Statistics. URL: <https://icowatchlist.com/statistics/>; ICO Data. URL: <https://www.icodata.io/stats/2018>; Cryptocurrency ICO Stats. URL: <https://www.coinschedule.com/stats.html>; ICO Stats. URL: <https://icomarks.com/stats>; ICO Market Data. URL: <https://icobazaar.com/icostats>; 10 ICO Statistics. URL: <https://www.cloudbric.com/blog/2018/05/top-10-ico-statistics-that-you-should-know/> (дата обращения: 20.09.2018)

Следует отметить, что проекты, привлекающие финансовые ресурсы посредством ICO, главным образом сосредоточены в сфере инновационных информационных технологий на основе применения механизма

⁴ Тест Хоуи (Howey Test) позволяет определить, относится ли актив к ценной бумаге. Разработан Верховным судом США.

распределённого реестра, призванного ускорить проведение транзакций, сократить финансовые издержки, обеспечить доступность и прозрачность операций с криптоактивами.

Среди сфер реализации ICO-проектов выделяют финансы, доля которых составляет 12 %, платёжные и расчётные системы, розничную торговлю и коммерцию, а также P2P-платформы, занимающие по 6 % рынка, на управление активами приходится около 5 %. Это свидетельствует об ускорении трансформации финансовой сферы под влиянием достижений индустрии финансовых технологий.

Таким образом, для успешного поступательного развития цифровизации требуется принятие мер поддержки в виде создания унифицированной и гармонизированной нормативно-правовой базы, которая позволила бы смягчить и устранить идентифицированные риски (кредитный, операционный, системный, кибер-риск, риски DDoS-атак и мошенничества), одновременно способствуя стимулированию и продвижению деятельности различных игроков на рынке. Данный процесс должно стимулировать создание специализированных органов, уже существующих в США, Китае, Гонконге, Западной Европе и других странах, осуществляющих мониторинг рынка ICO, оценивающих его влияние на стабильность финансовых рынков и адаптирующих текущую законодательную базу под запросы рынка.

В целом, исходя из проведённого исследования, видно, что правовое регулирование существенно отстаёт от динамичного развития финансовой сферы в связи с влиянием достижений отрасли финансовых технологий. Важно отметить роль предиктивного анализа рынка криптовалют и токенов в целях предотвращения реализации рисков явлений и неопределённости. Целесообразно, разрабатывая нормативную базу, не "зарегулировать" возникающие новые финансовые инструменты и их обращение, а способствовать развитию инновационных финансовых продуктов. Это позволит придать качественно новый стимул развитию российской экономике, обеспечит конкурентоспособность национального финансового рынка и обусловит достойное место российских игроков в системе международных финансов.

Ключевые слова: *цифровизация – инвестиции – ICO – блокчейн – регулирование.*

Keywords: *digitalization – investments – ICO – blockchain – regulation.*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Игонина Л.Л.* Инвестиции: Учеб. пособие. М.: Юристъ, 2012.
2. *Миловидов В.Д.* "Большие данные" на финансовом рынке: наступление новой эры финансовых услуг // Страховое дело. 2016. № 10 (283). С. 11–20.
3. *Миловидов В.Д.* Будущее финансового рынка // Проблемы национальной стратегии. 2017. № 5 (44). С. 131–157.

4. Проект паспорта национальной программы "Цифровая экономика". URL: <http://tass.ru/> (дата обращения: 04.10.2018).

5. Умные финансы: современные технологии в международных финансах: Сб. докл. участников науч.-теоретической студенческой конф. (Москва, 11 апреля 2018 г.) / Под ред. В.Д. Миловидова, С.Ю. Перцевой. М.: МГИМО-Университет, 2018.

6. Cryptocurrency ICO Stats. URL: <https://www.coinschedule.com/stats.html> (дата обращения: 20.09.2018).

7. ICO Data. URL: <https://www.icodata.io/stats/2018> (дата обращения: 20.09.2018).

8. ICO Market Data. URL: <https://icobazaar.com/icostats> (дата обращения: 20.09.2018).

9. ICO Statistics. URL: <https://icowatchlist.com/statistics/> (дата обращения: 20.09.2018).

10. ICO Stats. URL: <https://icomarks.com/stats> (дата обращения: 20.09.2018).

11. Stats and Facts. URL: <https://icobench.com/stats> (дата обращения: 20.09.2018).

12. 10 ICO Statistics. URL: <https://www.cloudbric.com/blog/2018/05/top-10-ico-statistics-that-you-should-know/> (дата обращения: 20.09.2018).