

## ОСОБЕННОСТИ ПЕРВИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ ТОКЕНОВ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

Голикова Анна Сергеевна, к.э.н., доцент,  
Полесский государственный университет  
Golikava Hanna, PhD in Economics, Associate Professor,  
Polesky State University, golikova.a@polessu.by

**Аннотация.** В данной статье рассмотрены особенности первичного размещения токенов в Республике Беларусь, охарактеризована деятельность инвестиционной онлайн-платформы FinStore, оказывающей услуги по организации и проведению ICO, проведён сравнительный анализ белорусских рынков долговых токенов и корпоративных облигаций

**Ключевые слова:** ICO, первичное размещение токенов, токен, цифровой знак, цифровой финансовый актив, облигация, эмиссия

В 2013 г. на реализацию проекта MasterCoin впервые было привлечено финансирование путём выпуска токенов. В общем виде под ними понимались единицы учёта в рамках распределённой сети (зачастую – блокчейн), предоставляющие своему владельцу защищённые права на получение продукта или владение объектом. Это событие положило начало новому способу привлечения инвестиций: так называемому ICO (англ. *Initial Coin Offering*), или первичному размещению токенов. Такое название данная процедура получила благодаря аналогии с IPO – первичным размещением акций неограниченному кругу лиц на фондовом рынке. Однако под ICO принято понимать инструмент привлечения денежных средств физических и юридических лиц через выпуск и продажу им токенов за фиатные деньги или криптовалюты в целях реализации замыслов, идей и проектов, находящихся на начальных стадиях разработки.

Проведение ICO начало регулироваться в Республике Беларусь с 2018 года: в конце 2017 г. Президентом Республики Беларусь был подписан Декрет № 8 «О развитии цифровой экономики» (далее – Декрет № 8). Согласно данному нормативно-правовому акту юридические лица имеют право создавать и размещать цифровые знаки (токены) через резидентов Парка высоких технологий – операторов криптоплатформы – как в Беларуси, так и за рубежом. К тому же и физические, и юридические лица вправе приобретать, отчуждать токены, а также совершать с ними иные сделки (операции) [0]. В документе также были даны определения токенам (цифровым знакам) и ICO, для которого был использован термин «размещение цифровых знаков (токенов)». Следует отметить, что в Российской Федерации закон [0], устанавливающий правовые отношения между участниками ICO, был принят 2,5 годами позже. В федеральном законе, однако, вместо полисемичного слова «токен» был введён термин «цифровой финансовый актив» с более узким смысловым значением. По сути это цифровой аналог таких финансовых инструментов, как акции и облигации, отличительной особенностью которого является то, что его выпуск, учёт и обращение осуществляется на основе внесения (изменения) записей в информационную систему на основе распределённого реестра [0]. В Декрете № 8, напротив, значение токена (цифрового знака) раскрывается в широком смысле: его владелец имеет «права на объекты гражданских прав» [0], которые согласно Гражданскому кодексу Республики Беларусь включают

наряду с деньгами и ценными бумагами работы и услуги, имущественные права, нематериальные блага. Кроме того, к токенам относится и криптовалюта, в то время как в российском законодательстве для её обозначения используется понятие цифровой валюты.

В конце 2018 г. Наблюдательным советом Парка высоких технологий, который взял на себя функцию регулирующего органа в вопросах деятельности с цифровыми знаками (токенами), был утверждён ряд требований к процессу организации и проведения ICO, а также его участникам. Только через год после их принятия ООО «ДФС» – одна из организаций банковского холдинга ОАО «Банк БелВЭБ» – запустило инвестиционную онлайн-платформу FinStore. На ней зарубежные и белорусские коммерческие организации могут выпускать токены для привлечения финансирования своей деятельности. В числе первых предприятий, проводивших ICO в конце 2019 г. в Республике Беларусь, были ООО «Белвест» и ОАО «МАЗ».

Основной доход инвестиционная платформа FinStore получает от организации первичного и повторного выпуска токенов для заказчиков ICO, а также за счёт взимания комиссии за сопровождение выпуска, размер которой зависит от периода обращения токенов.

Для того чтобы приобрести токены, потенциальным инвесторам необходимо зарегистрироваться в личном кабинете на сайте платформы. После этого клиенты должны пройти обязательный тест на понимание возможных рисков и ключевых терминов, связанных с ICO. Прежде чем им будет дана возможность создать виртуальный кошелек, инвесторы проходят процедуру обязательной идентификации. Далее они имеют возможность пополнить созданный в личном кабинете виртуальный кошелек в любой из четырёх валют: белорусские рубли, российские рубли, доллары США или евро. Однако поскольку единицей расчёта на платформе являются стейблкоины, то зачисленные деньги отображаются в виртуальном кошельке в виде токенов платформы, за которые клиенты могут приобрести токены организаций.

Первичное размещение токенов, проводимое на белорусской инвестиционной платформе, отличается от традиционной схемы ICO следующим:

1) организации имеют возможность создавать и размещать среди инвесторов только долговые инвестиционные токены – аналог облигаций (заказчики ICO предоставляют информацию о фиксированной процентной годовой ставке, валюте размещения, сроке действия и номинале токена);

2) заёмный капитал имеют право привлекать только финансово устойчивые организации: стартап-компании или изобретатели данным способом финансирования воспользоваться не могут, так как со стороны платформы предъявляются требования по финансовой отчётности;

3) денежные средства инвесторов привлекаются не на воплощение инновационной идеи, а в основном на увеличение производственных мощностей;

4) организации должны разработать и представить инвесторам декларацию «White paper», которая по своему содержанию во многом дублирует проспект эмиссии облигаций;

5) токены создаются не на платформах Ethereum или Waves, а с использованием информационной сети блокчейн Национального банка Республики Беларусь;

6) инвесторами выступают как физические, так и юридические лица, в то время как заказчиками ICO могут быть только коммерческие организации.

Из всего сказанного выше можно заключить, что токены, размещаемые на белорусской инвестиционной онлайн-платформе, близки по смыслу традиционным корпоративным облигациям. Эта особенность была также отмечена исполнительным директором ООО «БИК Рейтингс» в его научной статье [0]. В ней вместо понятия «токен» в его широком значении автор вводит термин «токенизированная облигация» и даёт ему определение по аналогии с формулировкой термина «облигация», принятой в Законе Республики Беларусь «О рынке ценных бумаг». Однако на сайте FinStore используется понятие долгового токена [0], что позволяет нам заключить об отсутствии единства в используемых понятиях.

Д. Данильчуком также был проведён сравнительный анализ долговых финансовых инструментов: как особенностей обращения и регулирования, так и объёмов занимаемых ими рынков. Большинство показателей, проанализированных автором статьи, приводятся по состоянию на 01.07.2021, что не позволяет изучить их динамику и изменение в структуре. Нами была проведена работа по сбору, обработке и анализу данных на сайтах Министерства финансов [0] и FinStore [0] по годам с начала функционирования инвестиционной онлайн-платформы для устранения данного недостатка.

В частности, нами было изучено количество проведённых эмиссий по выпуску корпоративных облигаций и долговых токенов в период с ноября 2019 г. по апрель 2022 гг. Без сомнения, в первые два года преимущество удерживалось за традиционным финансовым инструментом: количество выпусков облигаций в 2020 г. превышало количество выпусков токенов практически в 4 раза. Однако в 2021 г. количество проведённых эмиссий токенов превысило облигационные выпуски<sup>15</sup> в 1,3 раза, а за первые три месяца 2022 г. – практически в пять раз.

Что касается валютной структуры проводимых выпусков, то большинство эмитентов токенов предпочитают иностранную валюту белорусским рублям: первые выпуски в 2019 г. были проведены в долларах, евро и российских рублях, а на протяжении 2020–2021 гг. эмиссия токенов в иностранной валюте занимала более 80 %, однако в 2022 г. доля выпусков в белорусских рублях увеличилась до 25,6%. Это можно объяснить высокой волатильностью курсов иностранных валют с конца февраля 2022 г. В структуре выпусков корпоративных облигаций несмотря на преобладание иностранной валюты, в период с 2019 по 2021 гг. доля белорусского рубля постепенно снижалась с 44,7 % по 36,5 %. Значительное уменьшение удельного веса объясняется тем, что с середины 2021 г. согласно новому закону номинальная стоимость облигаций, размещённых на территории Республики Беларусь, может быть выражена только в белорусских рублях, поэтому эмитенты до вступления его в силу наращивали эмиссию в иностранной валюте. В итоге в 2022 г. все выпуски облигаций осуществлялись только в национальной валюте.

Размер процентных ставок по сравниваемым долговым финансовым инструментам также отличается: зачастую доход по токенам выше, чем по облигациям. Наиболее заметно это при сравнении ценных бумаг, номинированных в белорусских рублях. Так, средний процентный доход в 2020 г. при приобретении токенов составлял 16,3 %, а облигаций – всего 8,5%. Несмотря на последующую динамику роста процентных ставок данная тенденция сохранилась и к началу апреля 2022 г.: средняя величина дохода по токенам выросла на 6,9 п.п. по сравнению с

---

<sup>15</sup> Нами из расчёта были исключены бездоходные (жилищные) облигации, поскольку цель их выпуска отлична от цели эмиссии корпоративных облигаций.

предыдущим периодом и составила 28,9 %, в то время как по облигациям – на 5,2 п.п., достигнув 14,4%. Это можно объяснить тем, что выпуск облигаций осуществляют в основном крупные финансовые институты – банки, – репутация которых позволяет привлекать их под относительно низкие процентные ставки.

В то же время приобретение долговых токенов считается более рискованным вложением денег, что вынуждает эмитентов предлагать токены под более высокую процентную ставку. Для того чтобы проверить это предположение, нами были выбраны организации, которые в один временной период проводили эмиссию как облигаций, так и токенов. В отобранную выборку было включено шесть лизинговых компаний, которые используют как традиционные, так и инновационные инструменты финансирования. Сопоставление процентных ставок, под которые они привлекали деньги, показало, что на инвестиционной онлайн-платформе FinStore они вынуждены устанавливать более высокие ставки, чем при выпуске облигаций. Разница в процентном доходе может колебаться от 0,5 п.п. (ООО «Фаворит Лизинг») до 7,75 % (ООО «Агролизинг»).

Несмотря на преобладание по количеству проведённых эмиссий и положительную динамику объёмов выпуска токенизированных активов, рынок токенов составляет не более 5 % рынка облигаций. Более того, изучение доли привлечённых средств от объёма размещения долговых ценных бумаг показывает, что рынок токенов отстаёт по данному критерию (исключение – 2021 г.). Это можно объяснить пока невысокой популярностью и информированностью населения страны о возможности вложения средств в долговые токены.

Таким образом, несмотря на свою специфику, рынок долговых токенов на протяжении анализируемого периода показал положительную динамику и является пока недооценённым финансовым инструментом, позволяющим получить доход любой категории инвесторов.

#### **Список использованных источников**

1. Выпуски облигаций, находящиеся в обращении [Электронный ресурс] // Министерство финансов Республики Беларусь. – Режим доступа: [https://www.minfin.gov.by/ru/securities\\_department/bond\\_issues/](https://www.minfin.gov.by/ru/securities_department/bond_issues/). Дата доступа: 11.04.2022.
2. Данильчук, Д. Рынок корпоративных и токенизированных облигаций Республики Беларусь [Электронный ресурс] / Д. Данильчук // Банковский вестник. – 2021. – № 12 (701). – Режим доступа: <https://www.nbrb.by/bv/articles/10933.pdf>. – Дата доступа: 12.04.2022.
3. Инвестиционная онлайн-платформа FinStore. – Режим доступа: <https://finstore.by/>. – Дата доступа: 11.04.2022.
4. О развитии цифровой экономики [Электронный ресурс]: Декрет Президента Респ. Беларусь, 21 дек. 2017 г., № 8: в ред. Декрета Президента Респ. Беларусь от 18.03.2021 г. // КонсультантПлюс. Беларусь / ООО «ЮрСпектр», Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. – Минск, 2022.
5. О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: [Электронный ресурс]: Федер. закон, 31 июля 2020 г., № 259-ФЗ // Электронный фонд нормативно-технической и нормативно-правовой информации Консорциума «Кодекс». – Режим доступа: <https://docs.cntd.ru/document/565416098>. – Дата доступа: 10.04.2022.