

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**  
**СУМСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ АГРАРНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**  
**ФАКУЛЬТЕТ ЕКОНОМІКИ І МЕНЕДЖМЕНТУ**  
**Кафедра фінансів, банківської справи та страхування**

**РЕФЕРАТ**

на тему: **Економічні аспекти первинних пропозицій монет (ІСО)**

**Виконав:**

**Івасенко Максим Володимирович**

**Керівник:**

**Фролов Сергій Михайлович**  
доктор економічних наук, професор

**Суми – 2023**

## ЗМІСТ

<b>РОЗДІЛ 1</b> .....	4
<b>ФУНДАМЕНТАЛЬНІ КОНЦЕПЦІЇ ТА ІДЕЇ ПЕРВИННИХ ПРОПОЗИЦІЙ МОНЕТ (ІСО)</b> .....	4
1.1. Грошово-кредитна політика .....	4
1.2. Фінансова політика .....	5
1.3. Попит і пропозиція .....	7
1.4. Оптимальна модель .....	8
2.1. Посилення регулятивного нагляду .....	11
2.1.1. Нові класи активів .....	11
2.1.2. Ретроспективні судові переслідування .....	12
2.2. Юридичні та регуляторні аспекти .....	13
2.2.1. Цінні папери під будь-якою іншою назвою .....	14
2.2.2. Структурування ІСО .....	14
2.2.3. Маркетинг ІСО .....	16
2.2.4. Інші питання відповідальності .....	18
<b>ВИСНОВКИ</b> .....	20
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ</b> .....	21

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Ринок первинних пропозицій монет (ICO) є відносно новим і складним явищем, яке складається з організацій, які випускають переказні токени для широкої громадськості. У даній роботі, коли говоримо про токени, маємо на увазі модель типу «Аррсоін», а не токени, які можуть представляти традиційні цінні папери, наприклад, участь у капіталі, боргу або прибутку тощо. Випущені токени типу аррсоін дозволяють власникам отримати доступ до продукту чи послуги за певною пільговою комерційною угодою (наприклад, знижена ціна або ексклюзивний доступ), а токени можна торгувати на відкритому ринку, наприклад, біржа криптовалют. Оскільки ці токени є потенційно ліквідними та нееластичними (через випуск із фіксованою пропозицією), їхня ціна може коливатися залежно від сприйняття ринком життєздатності компанії-емітента та/або попиту на основний продукт чи послугу. Одна з ключових проблем, пов'язаних з ICO та випущеними токенами, полягає в тому, що це ринок, що розвивається, де існують значні відмінності в якості між окремими пропозиціями, відсутність найкращої практики для визначення хорошої якості від поганої та уникнення будь-якої форми довірчої власності відповідальність та чіткість захисту споживачів емітентами.

**Мета і задачі дослідження.** Метою роботи є вивчення та аналіз економічних аспектів, пов'язаних з початковими монетними пропозиціями (Initial Coin Offerings, ICO).

**Методи дослідження.** У роботі застосовано аналітичний метод дослідження. Проаналізовано вплив різних факторів на ICO. Наприклад, вплив попиту та пропозиції на ціну монет, вплив правового регулювання та вплив ризиків на успішність ICO.

## РОЗДІЛ 1

### ФУНДАМЕНТАЛЬНІ КОНЦЕПЦІЇ ТА ІДЕЇ ПЕРВИННИХ ПРОПОЗИЦІЙ МОНЕТ (ICO)

Одним із найбільш очевидних і природних випадків використання вторинних випусків токенів на основі ICO є представлення певної форми традиційної безпеки, наприклад: власний капітал, борг, участь у розподілі прибутку тощо. Крім того що випуск, розподіл і можливість передачі запрограмовані в незмінному смарт-контракті, можна також заздалегідь визначити набір подій, таких як: правила грошових потоків, які можуть запускатися у встановлений час або конкретні зовнішні події. Однак, оскільки «пропозиція та продаж» цінних паперів сама по собі суворо регулюється, стартапи розробили декілька моделей, які дозволяють випускати токени через модель розподілу ICO, не порушуючи при цьому норми щодо цінних паперів. Окрім питання про те, чи є токен цінним папером чи ні, існує низка інших питань без відповіді, пов'язаних із податком на приріст капіталу та правилами KYC/AML. Це деякі нормативні та законодавчі фінансові міркування, які наразі є предметом постійного вивчення та розробки [10] [11].

Однак економіка моделі ICO та цифрових токенів має бути життєздатною, щоб забезпечити стійкість, тобто токен, вартість якого стрімко зростає, може завдати шкоди бізнесу, що випускає, порівняно з очевидними проблемами, коли токен різко падає до нуля. Щоб створити базову структуру для такого аналізу, важливо почати з огляду деяких основ, пов'язаних з токенами.

#### 1.1. Грошово-кредитна політика

Грошова політика токена стосується моделі випуску пропозиції та обмеження загальної пропозиції — скільки токенів випускається і як часто, а

також якою буде загальна кількість випущених токенів. Обмежений і добре контрольований випуск збільшує шанси невеликого збільшення попиту, що призведе до підвищення цін на токени. Зазвичай грошово-кредитна політика буде заздалегідь визначена як частина стратегії випуску, де створюється та випускається фіксована кількість токенів. Однак, незважаючи на те, що загальна пропозиція обмежена, емітент буде розподіляти лише певну частину доступних токенів, щоб зібрати фіксовану суму капіталу для виконання бізнес-плану. Потім токени, що залишилися, зберігаються в службі типу «депонування» для фінансування операційних витрат або майбутніх підключених проектів. Обліковий запис умовного депонування, ймовірно, матиме певну форму контролю доступу/використання, щоб забезпечити комфорт інвесторам, що утримувані токени не будуть скинуті (продані за один раз), що, у свою чергу, спричинить падіння цін; або вони можуть бути заблоковані на фіксований період, щоб дозволити продаж у контрольований спосіб протягом «достатньо тривалого» періоду часу. Усі ці аспекти підпадають під монетарну політику токена, оскільки вони пов'язані з прямим керуванням пропозицією токенів в обігу, і є відносно добре зрозумілою концепцією криптовалюти.

## **1.2. Фінансова політика**

Також важливо розуміти та визначати комерційні вигоди, які учасники ICO отримують від утримання токенів, крім приросту капіталу, пов'язаного з дефіцитом. Цей момент є ключовим, про який найменше говорять і/або розуміють, але він настільки ж важливий, як і грошова політика токена. Оскільки в кінцевому підсумку розвиваємо бізнес, ми хочемо максимізувати створювану цінність, тому ми потенційно будемо пропонувати, для прикладу, послуги прання в випущених LTX, а також у фіатній валюті доларів США (і навіть в інших криптовалютах BTC, ETH і ТОЩО). Пов'язування комерційної вигоди (наприклад, знижок) із використанням токенів означає, що клієнти з більшою

ймовірністю отримують доступ до наших послуг через LTX, а не через будь-яку іншу форму оплати. Це особливо актуально, якщо в обігу є велика кількість токенів (що призводить до меншого дефіциту). Щоб підвищити інтерес клієнтів до купівлі LTX, як емітенти ми можемо гарантувати, що власники LTX завжди отримують певні переваги/знижки на пропоновані послуги, наприклад, замість того, щоб витрати на прання куртки становили 10 доларів, власники LTX можуть заплатити лише 8 доларів. Цю знижку можна регулювати, щоб ми могли керувати комерційними вигодами на основі рівня зовнішньої конкуренції, змін операційних витрат та інших невідомих факторів. Це стає способом керування потоком випущених токенів без вжиття рішучих дій, пов'язаних із монетарною політикою, наприклад, збільшення/зменшення пропозиції з обігу або навіть накопичення/скидання токенів. Цей контроль над потоком токенів і впливом на сукупний попит і пропозицію є формою «фіскальної політики». Дії фіскальної політики, висвітлені в цьому абзаці, не пов'язані безпосередньо з управлінням пропозицією токенів в обігу, а радше пов'язані з керуванням потоком токенів за допомогою непрямих економічних стимулів. Такі стратегії управління потоками також можуть призвести до можливого зловживання ринком, тому їх налаштування та виконання повинні бути ключовими міркуваннями щодо емісії - подібно до контрольованого випуску надлишкових токенів, які зберігаються на умовному депонуванні в рамках монетарної політики. Одним із прикладів переваг механізму фіскальної політики є те, що емітент може запропонувати збільшити комерційну вигоду (наприклад, знижку на очищення в LTX), що збільшить сукупний попит на токени. Таку дію можна поєднати з рішеннями щодо монетарної політики, наприклад, коли сукупний попит на токени зростає через рішення щодо фіскальної політики, компанія-емітент може також випустити додаткові токени, які можуть зберігатися на умовному депонуванні, збільшуючи загальну пропозицію в циркуляції. Це сукупне збільшення

пропозиції в обігу та попиту через збільшення комерційної вигоди може мати мінімальний вплив на поточну ринкову ціну.

### **1.3. Попит і пропозиція**

З точки зору монетарної та фіскальної політики, баланс факторів комерційної вигоди та дефіциту пропозиції має вирішальне значення для планування випуску стійкого апкойна та впливу на бізнес. Економічний аналіз для такого балансу можна змодельовати шляхом оцінки поверхонь попиту та пропозиції на основі цих пояснювальних факторів. В якості уявного експерименту можна припустити, що дуже дефіцитні токени з дуже високою комерційною вигодою (наприклад, пропозиція значних знижок на продукти) можуть призвести до гіпердефляції їхньої вартості, що призведе до ментальності накопичення, оскільки існуватиме уявлення про «падіння цін» або можливість купувати більше за ті самі токени, якщо власники токенів затримують погашення. Хоча це може здатися позитивним ефектом, оскільки вища купівельна здатність токена передбачає більший прибуток для компанії, коли вона продає викуплений токен назад на ринок, такий сценарій також може негативно вплинути на бізнес та його грошовий потік. . Одним із найбільш очевидних наслідків є те, що хоча менталітет накопичення призведе до того, що люди відкладуть використання своїх токенів, відповідно, сприйняття клієнтів використанням фіатної валюти для оплати послуг може викликати у них відчуття, що вони отримують гіршу угоду порівняно з покупкою за токен, що змушує їх також відкладати покупку або використовувати замітники та/або конкурентні продукти/послуги. Це уповільнення бізнесу, у свою чергу (за умови ефективного ринку), знизить вартість токена до досягнення точки рівноваги. Однак точка рівноваги може бути не тим, що робить цей бізнес високоприбутковим. З іншого боку, токени з низьким дефіцитом і мінімальною комерційною вигодою можуть мало цікавити користувачів як «інвестиції» або для доступу до послуг. Очевидно, тут існує

певний рівень складності, який дуже складно оцінити без історичних і прогнозованих даних про доходи/витрати від продажів, пов'язаних із основним продуктом або послугою компанії та профілями її клієнтів.

#### **1.4. Оптимальна модель**

З точки зору емітента, оскільки токени викуповуються власниками для відповідних комерційних цілей, на які вони можуть отримати кредит компанії (наприклад, чищення пальто у прикладі пральні), компанія може перепродати токен на поточному ринку. Використовуючи такий підхід, компанія може відшкодовувати операційні витрати та отримувати прибуток. Цей цикл купівлі та викупу токенів клієнтом і перепродажу на ринок емітентом може тривати, тобто токени стануть формою грошей, яка приймається компанією-емітентом лише на місцевому рівні. З цього контексту стає очевидним, чому схема, яка розглядає монетарну та фіскальну політику та їх взаємодію, має сенс, оскільки «довга низка досліджень підкреслює, що розділення монетарної та фіскальної політики не враховує взаємодію політики, яка є важливою для визначення рівноваги» [16]. Як символічна модель, може бути найбільш життєздатною базовою структурою, де ІСО має бізнес і економічний сенс. І навпаки, прикладом безглуздої структури токенів може бути модель доступу 1-до-1, у якій випущені токени призначені лише для одноразового використання, тоді їхня ринкова вартість фактично буде обмежена вартістю пропозицій-замінників. Наприклад, якщо 1 токен відповідає 1 одиниці послуги, а конкуренти стягують 10 доларів США за ту саму послугу (за інших рівних умов), тоді для покупців токенів нерационально платити більше 10 доларів США за один токен на відкритому ринку (припускаючи, що відсутня комерційна знижка для власників токенів). Крім того, емітенти повинні враховувати час, потрібний для продажу токена на відкритому ринку після того, як його викупив власник токена для комерційної мети. На достатньо ліквідному ринку це може бути «миттєвим», тим самим мінімізуючи ризики, пов'язані з



нестабільністю цін. З комерційної точки зору ці ризики можуть бути серйозними, оскільки накопичення токенів для контролю над ринковою пропозицією може мати негативні наслідки, якщо вартість токенів впаде. У цьому сценарії бізнес-емітент може не мати змоги продати токени, які він має, щоб відшкодувати витрати, понесені на надання послуг в обмін на викуплені токени. Хоча ризики можна хеджувати, якщо доступні відповідні інструменти/послуги, оптимальна модель передбачає, що менші компанії утримуються від накопичення, натомість віддають перевагу продажу в достатніх кількостях, щоб принаймні компенсувати витрати. Це також модель, яку використовують майнери блокчейнів. Виходячи з цього, є проблема «виведення» токенів, наприклад, якщо організація-емітент у якийсь момент у майбутньому вирішить припинити певний продукт/послугу або відійти від моделі токенів. У цьому сценарії можна вважати, що власники токенів мають певне право голосу щодо майбутнього продукту чи послуги, які пропонує компанія. Це завдання стає більшим, ніж просто голосування, тому що зі збільшенням вартості та/або використання цих токенів власники матимуть більше впливу на рішення компанії. Оптимальним і найпростішим підходом для компанії-емітента було б викупити токени у власників за ринковим курсом; процес, яким необхідно належним чином керувати, щоб будь-які оголошення та процеси викупу не призвели до зобов'язань для компанії. У цьому контексті слід зазначити, що вилучення будь-якої форми «грошей або цінних паперів» з обігу (якщо ці токени розглядаються як такі) є величезною проблемою. У набагато більшому масштабі це очевидно в проблемах, які виникли в Індії з жорсткою стратегією демонетизації банкнот у 2016 році [17]. У випадку цифрового токена масштаб буде набагато меншим, але в міру того, як компанія росте, вартість і/або використання токенів зростає, проблеми можуть бути схожими, особливо коли токени представляють певну форму доступу до продукту чи послуги, якими люди стали додається або є критично важливим для операцій, для яких вони все ще

потребують певної форми підтримки від компанії-видавця (наприклад, Windows XP). Розумним способом впоратися з цим було б мати стратегію викупу/демонетизації як частину ICO токенів і навіть певну функціональність для автономного керування цим у контрольований спосіб.

## РОЗДІЛ 2

### АНАЛІЗ РИНКУ ПЕРВИННИХ ПРОПОЗИЦІЙ МОНЕТ (ICO)

#### 2.1. Посилення регулятивного нагляду

Завдяки зростанню таких пропозицій існує велика ймовірність того, що в найближчі роки багато ICO підпадуть під регулятивний нагляд, тобто пропозиція та продаж багатьох цифрових токенів класифікуватимуться як цінні папери і, таким чином, підлягатимуть суворим правилам. Багато учасників дебатів щодо використання технології блокчейн вже виступають за більшу послідовність у застосуванні існуючих правил. Наприклад, у своїй відповіді на консультацію FCA щодо використання «технології розподіленої книги» Асоціація фінансових ринків Європи (AFME) стверджувала, що «регулювання має зосереджуватися на діяльності, що відбувається, а не на технології, яка її забезпечує».

##### 2.1.1. Нові класи активів

Хоча більш широке застосування існуючого або справді нового регулювання призведе до збільшення складності та вартості випуску таких інструментів, це також, імовірно, відкриє клас активів для нових категорій інвесторів і, отже, для глибшого пулу капіталу. У результаті ми, ймовірно, побачимо появу більш регульованих торгових платформ, на яких токени можна буде торгувати від випуску та на вторинному ринку. Таке додаткове регуляторне навантаження почне зменшувати можливості регулятивного арбітражу, які сприяють зростанню ICO та випуску цифрових токенів. У такому сценарії, за всіх рівних умов, більш економічно ефективні інструменти фінансування, що реалізуються через процес ICO, можуть почати набувати популярності, такі як борг і капітал або фондоподібні структури. Таким чином, завдяки посиленню регулятивного нагляду за процесом ICO ми почнемо бачити справжні переваги

цифрових токенів (або апкойнів), які потім можуть прискорити вдосконалення реальних варіантів використання, а не бути просто механізмом регуляторного арбітражу. Це може призвести до того, що цифрові токени типу апкойн стануть окремим класом активів, що потребує значно інших підходів до управління ризиками та захисту інвесторів.

### **2.1.2. Ретроспективні судові переслідування**

Поки ми працюємо в регуляторному невіданні, можуть бути ICO та випуски токенів, які неправильно класифіковані або неоднозначні з точки зору їхнього статусу, що пізніше може бути визначено як такі, що явно порушували правила цінних паперів в одній або кількох юрисдикціях. Звіт SEC про розслідування TheDAO є яскравим прикладом перегляду після випуску. У таких випадках, якщо вплив на інвесторів розглядається як досить негативний, існує ймовірність того, що емітенти та особи, пов'язані з пропозицією та продажем токенів, можуть заднім числом переслідуватися кількома регуляторними органами. Ймовірність того, що це станеться, ймовірно, зросте, оскільки суми, зібрані ICO, збільшаться, а також збільшиться пул власників токенів, на яких може вплинути те, як ICO було структуровано під час випуску та торгівлі на вторинних ринках. Розширене використання ICO як альтернативи емісіям акцій, боргів і фондів також збільшить ймовірність того, що існуючі учасники ринку скаржаться регуляторам на те, що існуючі правила не виконуються послідовно лише на основі каналу розподілу; тим самим посилюючи тиск на регулятори, щоб вони діяли. Серія неякісно проведених ICO також може збільшити ймовірність колективних позовів, особливо в США, проти компаній-емітентів за спотворення прав або цілей ICO. У такому стані значної ринкової нестабільності, невизначеного регуляторного сприйняття та потенціалу для судових позовів, що можна зробити, щоб (i) гарантувати, що спільнота криптовалют може створити стійкий і стабільний ринок, і (ii) гарантувати, що емітенти зможуть захистити

себе та своїх інвестори, але все ще можуть експериментувати та вдосконалювати оптимальні моделі фінансування. Зараз ми розглядаємо це з двох сторін: по-перше, з правової/нормативної точки зору, а по-друге, на основі передового досвіду, пов'язаного з комунікаціями.

## **2.2. Юридичні та регуляторні аспекти**

У прикладі пральні, наведеному в Розділі 1, зрештою, якщо ми видали LTX для нашого проекту пральні, ми могли б збільшити ризиковий капітал. Оскільки економічна реальність цього полягає в тому, що люди дають нам гроші зараз, щоб реалізувати проект, від якого вони отримають певну вигоду в майбутньому, і ця вигода виходить за рамки простого разового продукту чи послуги. На відміну від краудфандингу на основі винагороди, наприклад кампанії на Kickstarter, користь для учасника ICO не обмежується отриманням одного продукту чи послуги. Учасник ICO, по суті, зацікавлений у поточній комерційній життєздатності та успіху компанії-емітента, і учасники очікують, що вартість токенів, якими вони володіють, зросте, і в цьому випадку вони можуть отримати більший фінансовий прибуток, продавши токени (приріст капіталу), отримати прибуток, такий як частка прибутку, дивіденди чи виплата відсотків (як у традиційних цінних паперах), або отримати доступ до більшої кількості послуг із певною знижкою (комерційні вигоди). У будь-якому випадку очікуваний прибуток учасника ICO можна розглядати як напряду пов'язаний із об'єднаними коштами ICO та зусиллями емітента використати ці кошти для виконання запропонованих планів щодо отримання прибутку. Саме це очікування спонукає учасників не лише платити за одноразовий продукт чи послугу (як це можливо на Kickstarter), але й купувати постійну комерційну пропозицію в очікуванні певної форми прямого чи непрямого фінансового прибутку.

### **2.2.1. Цінні папери під будь-якою іншою назвою**

Через такі складні економічні реалії ICO та результуючих токенів, здається, що випущені токени можуть бути новою формою класу активів. Стає все важче відрізнити токен з цими правами від аналогічних існуючих структур, які є давно встановленими формами цінних паперів, таких як борг, акції чи фонди. Якщо проаналізувати правильно, то як токен, випущений із супутніми правами голосу, правами на дивіденди та потенційною участю в управлінських рішеннях, може відрізнитися від акційного цінного паперу? Що відрізняє компанію, яка випускає токени для залучення коштів для інвестування в портфель базових компаній на основі інвестиційної тези з обіцянкою повернення капіталу або доходу від звичайного фонду, крім продажу токенів для залучення фінансування? Зрозуміло, що можна структурувати ICO так, щоб його характеристики розміщували токени за межами того, що становить безпеку. З публічних заяв або коментарів багатьох регуляторних органів уже зрозуміло, що криптовалюти, ймовірно, регулюватимуться як товари або інші фіатні валюти, а не як цінні папери. Ймовірно, це також стосується випадків, коли маркер дає права на одноразову послугу чи продукт. Те, що токени, випущені під час ICO, розглядаються як цінні папери, не обов'язково проблематично, і за правильного підходу до структурування вони можуть мати достатні винятки, щоб мінімізувати вплив регулювання цінних паперів. Враховуючи всюдисущість токенів і легкість торгівлі, емітенти, які прагнуть відповідати вимогам, повинні будуть прийняти певний ступінь обмеження обсягу своїх пропозицій і, можливо, по відношенню до вторинного ринку, щоб їхні токени випускалися та торгувалися при дотриманні вимог чинного законодавства про цінні папери.

### **2.2.2. Структурування ICO**

У міру того, як ринок розвивається, компанії-емітенти захочуть заздалегідь запитати себе, як можна структурувати ICO, щоб відповідати існуючим

нормативним вимогам, максимально перевірити токени на майбутнє та обмежити відповідальність емітента tokenів. Для компаній-емітентів буде мати все більший сенс чітко визначити «домашній» ринок, на якому вони мають намір заснувати свою компанію-емітента. Вибір юрисдикції, яка добре налаштована на розвиток технологій блокчейну та ICO, є корисним, очевидно, через переваги, які приносить, але також щоб дозволити компанії-емітенту чітко вказати, де вона не базується з точки зору регулювання. Емітентам потрібно буде розглянути майбутнє законодавство та спробувати створити для цього структуру, яка може включати більш тривалий період взаємодії з регуляторами в проактивний спосіб, щоб зменшити ймовірність того, що ICO стане незаконним або потребує радикальної реструктуризації після випуску. Вибір компанії з обмеженою відповідальністю як емітента tokenів буде важливим для обмеження відповідальності промоутера емітента. З огляду як зароджується ринок ICO, процес вибору та визначення відповідних постачальників послуг, таких як платіжні агенти, банки та біржі/зберігачі, не слід недооцінювати як частину цього процесу. Так само емітенти захочуть розглянути умови самих tokenів. Простий випуск tokenів без посилення на детальний набір умов є рецептом для майбутніх суперечок і судових розглядів. Однією з переваг структури tokenів є гнучкість, яку вона забезпечує порівняно з традиційними обмеженнями акціонерного капіталу та випуску акцій, залишаючи компаніям-емітентам великий вибір у встановленні умов і параметрів tokenів. Це потрібно буде поставити проти бажання інвесторів інвестувати в токен, який дає надто великий контроль або свободу дій компанії-емітенту, але в належному середовищі компанії-емітенти можуть використовувати цю гнучкість у своїх інтересах для залучення коштів з меншими обмеженнями, ніж було б у випадку традиційного фінансування.

### 2.2.3. Маркетинг ICO

У зв'язку з дискусією про структурування, якщо ICO, ймовірно, буде класифіковано як пропозиція цінних паперів, компанія-емітент захоче ретельно розглянути, як вона продає токени. Три ключові питання будуть полягати в тому, хто здійснює маркетинг, де здійснюється маркетинг і хто є метою маркетингу. Якщо компанія-емітент створена спеціально для того, щоб бути емітентом tokenів, цілком ймовірно, що така організація не буде регулюватися щодо пропозиції цінних паперів. Залежно від місцезнаходження емітента, потрібно буде розглянути право використовувати юридичну особу та чи потрібен їй власний(і) дозвіл(и), щоб пропонувати токени, чи вона повинна співпрацювати для цього з третьою стороною. Організація, яка займається маркетингом, нестиме основну відповідальність за матеріали, випущені для підтримки пропозиції tokenів. У традиційному просторі цінних паперів, і читач може побачити, як це може бути актуальним для ICO, матеріали пропозицій готуються як інструмент для належного інформування потенційних інвесторів про потенційні інвестиції та пов'язані з ними ризики. Це суворо регульована галузь законодавства в поєднанні з широкою ринковою практикою та очікуваними нормами, яка передбачає потенційну відповідальність як для емітента цінних паперів, так і для тих, хто організовує розміщення цих цінних паперів. Багато емітентів tokenів наразі не співпрацюють із фінансовими консультантами так, як це було б прийнято (або навіть потрібно) щодо випуску акцій або боргових зобов'язань. Усю відповідальність за правильне оформлення цих матеріалів несе компанія-видавець. У невеликих або звільнених пропозиціях може бути можливим проведення ICO на основі інформаційного меморандуму, лише якщо зміст залежить від емітента. Ці матеріали підпадають під дію закону у відповідній юрисдикції. Наприклад, у більшості правових систем існує концепція відповідальності за введення в оману, тому, якщо матеріали навмисно вводять в оману або, справді, у деяких випадках просто неправильні, компанія-емітент та її



посадові особи можуть нести відповідальність перед власниками токенів за будь-яке викривлення чи введення в оману. Навіть якщо залучено фінансового консультанта, він зазвичай вимагатиме від директорів або менеджерів емітента стояти за заявами, які робить компанія. Якщо пропозиція робиться на ширшій основі та для необмеженої кількості людей, а токени вважаються цінними паперами, ймовірно, що до документації щодо пропозиції пред'являтимуться більш суворі вимоги. Наприклад, у ЄС емітенти, які пропонують повністю переказні токени, які розглядаються як цінні папери, більш ніж 150 особам, які не є кваліфікованими інвесторами, повинні будуть підготувати проспект відповідно до Директиви про проспект емісії (за винятком випадків, коли загальна сума зібраних коштів була невеликою в розмір або інший виняток). Це значно збільшить вартість, терміни та відповідальність емітента щодо ІСО. Багато менших емітентів захочуть структурувати свою пропозицію та маркетинг так, щоб вони не відповідали цій вимозі, хоча це може змінитися з часом у міру збільшення випуску. Вимога щодо підготовки проспекту збільшує ризик відповідальності, оскільки емітенти повинні будуть розкривати більше інформації про свою історичну діяльність і плани на майбутнє. Це означає, що емітенти повинні будуть ще ретельніше дотримуватися існуючої ринкової практики перевірки тверджень у своїх проспектах, щоб мінімізувати ризик помилки, а також бути в змозі продемонструвати належну уважність і старанність при складанні проспекту. Подібним чином у США, якщо винятки не застосовуються, емітент може бути зобов'язаний подати заяву в SEC для випуску токенів або зіткнутися зі значними санкціями за порушення законодавства США про цінні папери. З цих причин буде важливо визначити, де здійснюється маркетинг. Але також важливо знати, хто є метою маркетингу. Частково це пов'язано з вимогами законодавства про цінні папери, як-от описана вище Директива про проспект емісії, але багато юрисдикцій також мають суворі

режими розповсюдження та маркетингу цінних паперів, які також можуть застосовуватися до токенів. Вони часто відомі як режими фінансового просування. Наприклад, комунікація в Великобританії або до Великобританії щодо інвестиційної діяльності заборонена, якщо вона не схвалена уповноваженою особою (зазвичай банком). Інвестиційна діяльність включає операції з цінними паперами та договірні інвестиції, які, ймовірно, приведуть до отримання токена з очікуванням можливого майбутнього економічного прибутку. Здійснення такого спілкування без дозволу є кримінальним злочином. Тому емітенти захочуть гарненько подумати про те, як продавати свої ICO у Великобританії (та аналогічно в інших країнах із подібними режимами), щоб мінімізувати ризик недотримання вимог.

#### **2.2.4. Інші питання відповідальності**

Хоча дебати щодо того, чи підпадають токени в сферу дії чинного законодавства про цінні папери, є важливим для емітентів, існує низка інших ключових питань, про які компанії-емітенти також повинні подумати. Одним із ключових аспектів є правильне визначення Умов інвестування в ICO, щоб дати інвесторам певність, а також, якщо це необхідно, щоб надати компанії-емітенту гнучкість у правовому та нормативному середовищі, що розвивається. Багато ICO на сьогоднішній день надали компаніям-емітентам широкі повноваження змінювати або навіть скасовувати токени на основі потенційних регуляторних обмежень. Це зручний механізм для компаній-емітентів, але, ймовірно, це термін, який не збережеться в міру розвитку ринку ICO. Натомість емітентам може знадобитися чіткіше зрозуміти, що відбувається за певних сценаріїв, замість того, щоб залишати за собою право діяти так, як компанія-емітент вважає за потрібне. Неминуче і, на жаль, найкращі плани деяких компаній-емітентів не спрацюють і настане неплатоспроможність. За такого сценарію, чи будуть власники токенів займати загальні кредитори та випереджати акціонерів, чи ліквідатори

ставитимуться до них як до власників квазіакціонерів і віддадуть перевагу іншим кредиторам компанії-емітента? Це ще не те, що перевірено, але ми можемо очікувати, що це зміниться в найближчі роки. Компаніям-емітентам також доведеться мати справу з проблемами на форумі, на якому вирішуються будь-які суперечки щодо їхніх токенів. Деякі ICO не є чітко задокументованими щодо того, де випускаються токени та де мають вирішуватися суперечки. Найкращі проекти охоплюють це, і ми очікуємо, що ринок буде рухатися в цьому напрямку, але компанії-емітенти не зможуть запобігти проблемам з боку власників токенів у юрисдикціях, які вони не вибрали. Особливо ймовірно, що токени скасовуються або не повертаються/вигоди не надаються, навіть якщо це дозволено умовами токенів, і коли власник токенів не є досвідченим інвестором. Серед інших питань, компаніям також доведеться розглянути такі питання, як податкова звітність, КУС та регулювання боротьби з відмиванням грошей.

## **ВИСНОВКИ**

## **СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ**