Токенизация активов и портфельных стратегий: рассказываю, как правильно

Автор: Валерий Тутыхин
Адрес статьи: http://vvtlaw.com/articles/tokenizatsiya-aktivov-i-portfelnyh-strategij-rasskazyvayu-kak-pravilno/

Криптомир периодически охватывает зуд токенизации. «Скоро все финансовые активы будут на блокчейне», – слышали такую глупость? Была очень популярна на буме ICO в 2017 году и периодически всплывала потом. Знаю очень серьёзных людей, которые искренне считают, что массовый перевод инвестиций на блокчейн обязательно произойдёт в будущем. Я с этим не согласен, но использование криптопротоколов для дистрибуции финансовых продуктов не просто поддерживаю, а и практикую. В общем, решил запилить на эту тему статью, чтобы разложить всё по полочкам.

TLDR: *Само по себе создание крипто-дублёров популярных инвестиционных*

активов («токенизированная акция Tesla») бессмысленно, так как ликвидность этих инструментов будет почти никакой. Но если очень хочется, такие инструменты можно запустить, приняв на себя весьма доходную функцию маркет-мейкера. А вот где токенизация действительно нужна, так это чтобы обеспечить доступ инвесторов с криптой к ***стратегиям управления активами*** *на реальных финансовых рынках, не мучая их лишним KYC и не заставляя открывать брокерские счета.*

Почему инвестирование НЕ перейдёт на блокчейны

Мало какой хайп сравнится с крипто-хайпом. Человек со стандартной психикой, без защитных барьеров и приобретённого на горьком опыте иммунитета к жульничеству, вряд ли способен справиться с наглым напором крипто-пропаганды. Но именно для обладателей стандартной психики повторю: людей, рекламирующих свои печальные стартапы лозунгом «Токенизируем всё на свете», можете смело посылать на какой-нибудь неблагозвучный блокчейн. Есть главная причина, почему токенизировать (переводить в формат юнитов, двигающихся по блокчейнам) все инвестиционные активы без разбора бессмысленно. Эта причина – ликвидность. Вернее, её полное отсутствие с момента, когда финансовый актив превращён в токен.

Для многих то, что я напишу, неочевидно. Хотя, если вдуматься, это абсолютная основа основ (как сейчас модно говорить, «база»). Когда вы инвестируете в акции Apple через брокерское приложение, вы прямо или через нескольких брокеров входите в общемировой пул рыночной ликвидности этой акции. Объём дневных торгов акциями Apple составляет от 50 до 250 миллионов долларов. Захотите продать акции – с гарантией продадите их по более-менее текущей рыночной цене (минус «проскальзывание» из-за задержки в отправке ордера на исполнение, минус жульничество брокера на комиссионных или фиксинге цены). На одного продавца акций Apple на рынке обязательно найдётся один покупатель. Это называется «ликвидность».

Теперь представьте, что мы закупили сколько-то акций Apple и их токенизировали. Теперь это уже не акции, а токены, воплощающие по той или иной юридической логике права на акции. Где эти токены обращаются?

Основные криптобиржи, типа Binance, Kraken и Coinbase, шарахаются от *security tokens* как от огня, справедливо полагая, что, листингуя их, они превращаются в фондовые биржи. Тогда где? *DEX*-ы? Но там отродясь не было ликвидности, это просто системы для надёжного заключения сделок. Ну, допустим, сам «токенизатор» наберётся смелости и запустит торговлю токенизированным Apple внутри своего приложения. Допустим, у него для этого есть лицензия брокера по ценным бумагам. И какова будет ликвидность токенов внутри этого приложения? Сколько там будет сидеть инвесторов в токены Apple, постоянно желающих покупать и продавать эти токены? Вполне вероятно, что желающий продать крипто-суррогат Apple рано или поздно столкнётся с отсутствием спроса на этот токен. Будет снижать цену (допустим, деньги нужны). Всё равно не найдёт спроса (в небольшом приложении постоянно сидящих и мониторящих рынок людей будет крайне мало). И останется разочарованным.

Если у токенизированного актива есть опция «погасить», то и это не спасает ситуацию. Пользователь не нашёл покупателя на токен Apple среди других участников приложения отправил его на смарт-контракт «погашение» смарт-контракт передал владельцу приложения это пожелание владелец приложения (фондовый брокер) должен или сам выкупить этот токен, уплатив за него близкую к рыночной цену акции Apple, или выставить эту акцию (базовый актив токена) на продажу, продать, получить деньги, закачать их в USDT, фондировать смарт-контракт для отправки этого USDT на кошелёк пользователя. Громоздко, не так ли?

Для того, чтобы пользователи не разбегались из торгующего токенизированными активами приложения из-за отсутствия ликвидности, там должен появиться маркет-мейкер. Это может быть (1) сам хозяин приложения или (2) сторонний инвестор или (3) любой пользователь. Или все три категории сразу. Маркет-мейкер будет всегда держать котировки на покупку и продажу выбранных им токенов и удовлетворять те заявки, которые не «срежут» обычные пользователи. В зависимости от объёма денег в приложении маркет-мейкеру может потребоваться держать внутри него достаточно большой объём ликвидности. Оно ему надо? И так по каждому токену (их может быть тысячи). Очевидно, он захочет это делать, только если будет на удовлетворении «провисающих» заявок зарабатывать приличную прибыль. Допустим, 1–2% от объёма сделки. Когда пишу эту статью, Apple стоит 198.15$. Значит, маркет-мейкер будет готов купить его по 195 – 196$.

Выглядит непривлекательно, но такова плата за токенизацию.

В общем, первый вывод таков, что всё, что вы решили перевести в токены, должно сопровождаться откуда-то взятым пулом поддерживающей ликвидности. Иначе люди не будут инвестировать крипту в токены RWA через ваше приложение.

Тут следует допустить ещё такой *obiter dictum*. Описанный выше сценарий с созданием внутренней торговой площадки для токенизированных ценных бумаг предполагает, что оператором такой площадки должен быть лицензированный брокер по ценным бумагам (плюс, имеющий крипто-лицензию – *VASP, CASP*). А это значит, что все инвесторы, которые захотят на свой USDT покупать токенизированные ценные бумаги, должны будут пройти ровно такой же *KYC*, как и при открытии обычного брокерского счёта. Для очень многих это будет неприемлемо, так как люди обычно уходят в крипту по одной большой причине – нежелание нести риски блокировки своих средств и нежелание «раздеваться догола» перед *Compliance*.

Где токенизация реально работает

Вот тут мы и подходим к ключевому вопросу. Люди инвестируют USDT вместо денег, не желая иметь дело с регулируемыми институтами, которые заставляют их «раздеваться», а ещё и могут заблокировать счёт. Если точнее, они не хотят иметь дело с регулируемыми институтами *от своего раскрытого имени*; сам по себе выход на финансовые рынки через регулируемых провайдеров отнюдь не отталкивает, даже наоборот.

Возможно ли такое вообще? Да, возможно, при определённом юридическом инжиниринге.

К нам периодически обращаются авторы различных стратегий управления финансовыми активами – роботизированных и не очень. У многих нет лицензий ни на доверительное управление, ни на создание коллективных инвестиционных схем. Они просто готовы подключить «робота» к счёту и следить за ним, подкручивая то одно, то другое. Такие *de-facto* портфельные управляющие не избалованы массовым спросом на свой продукт – они не BlackRock и Vanguard. И даже не «Атон» или «Финам». Поэтому для них весьма желанным является привлечение инвесторов из криптосферы. Там денег

фигова куча, и инвестиционные возможности непосредственно из крипты весьма ограничены.

На помощь приходит наша любимая секьюритизация. (Подробнее есть вот тут). Только мы её ещё совмещаем с токенизацией. Рассказываю.

Любую стратегию управления финансовыми активами можно «упаковать» в ценную бумагу. На этом сайте несколько раз подробно об этом писал. Спектр ценных бумаг разнится от акций инвестиционного фонда (для тех, у кого есть лицензия на доверительное управление и готовность создавать регулируемые коллективные инвестиционные схемы) до различного рода ценных бумаг, аналогичных инвестфонду, но не предполагающих ни лицензии на *asset management*, ни регулирование как коллективных инвестиций. *Portfolio-linked notes, performance-linked bonds, actively managed certificates, trackers,* имя им Легион.

Далее подбирается такая юрисдикция для этого продукта, где финансовые продукты считаются финансовыми продуктами, даже если они выпущены в формате токенов. И регулируются, соответственно, как финансовые продукты, а не как токены. Это избавляет нас от необходимости лицензироваться как провайдер услуг по виртуальным активам *(VASP / CASP)*.

Далее, последняя вишенка на торте. Нужно выпустить ценную бумагу (которая одновременно имеет формат токена) с такими юридическими характеристиками, чтобы она имела характер «долговой ценной бумаги» (для совсем зануд – код финансового инструмента *CFI* начинается с DB или DA).

Почему именно так?

Современные правила борьбы с «отмыванием терроризма» стоят на двух базовых принципах. «Знай своего клиента» – оно относится ко всем финансовым и приравненным к ним нефинансовым сервис-провайдерам (от банка до ломбарда). И «Раскрой своего бенефициара» – оно по сути о том же, и предполагает раскрытие акционеров, участников, пайщиков разных структур, которые имеют дело с регулируемыми финансовыми организациями. И нигде нет правила «знай своего кредитора». Поэтому держатели кредиторских обязательств (долговых ценных бумаг) должны идентифицироваться не более, чем как обычный коммерческий контрагент в целях ведения добросовестного бухгалтерского учёта.

И, кстати, эмитент-SPV – не регулируемое финансовое лицо. Это вообще компания – юридическая фикция, существующая для единственной цели – выпуска ценных бумаг.

Суммирую.

Есть управляющий активами, который хочет привлечь средства из криптомира в свои стратегии управления на обычных финансовых рынках.

Его стратегия управления упаковывается в ценную бумагу. Эмитент – SPV в «правильной» стране (см. выше).

Такая ценная бумага одновременно является токеном. Вернее, выпускается в формате блокчейн-токена с сохранением юридической характеристики «ценная бумага».

К этому можно «прикрутить» любое блокчейн-решение и любой софт. Юридическая схема к этому совершенно нейтральна.

Бумага имеет долговой характер, что убирает необходимость процедур, характерных для отношений «брокер – клиент».

Превращение крипты, собранной от эмиссии бумаг, в доллары происходит через любого криптоброкера, от которого обычный брокер может принять средства. Таких много.

Мы, как следует из подтекста, такие бумаги делаем; обращайтесь.

Ещё три важных аспекта.

Отсутствие KYC вовсе не означает, что финансовый управляющий захочет иметь дело с анонимными инвесторами. И их идентификация должна быть проведена (как минимум, чтобы отсеять заведомо токсичных персонажей) на уровне реестра владельцев ценных бумаг. Это не KYC, это составление реестра. Разные процедуры.

Второе. Как на программном уровне обеспечить, чтобы токены не могли попасть на никому не известные кошельки? Включить в программную логику движения токена опрос базы данных с реестром. Не включён кошелек инвестора в реестр, на него перевод недоступен.

Третье. А почему вы ещё не спрашиваете тут про ликвидность? Я в начале статьи критиковал токенизацию акций Apple, а тут как бы нелогично рекламирую токенизацию ценных бумаг, которые воплощают управляемый портфель. А, спрашиваете уже, хорошо, поясняю.

Ценные бумаги, аналогичные инвестиционным фондам, кардинально отличаются от всех остальных тем, что им не нужна ликвидность. Их никто не продаёт друг другу (OK, OK, есть *ETF*, но мы говорим о более авторских стратегиях, не о масс-маркет бумагах инвестиционных гигантов). Так вот, их никто не продаёт друг другу, их предъявляют к выкупу, погашению. Потому что зачем их продавать, если можно просто погасить за стоимость чистых активов?

Если базовые активы стратегии ликвидны, то ценная бумага (вроде *actively managed certificate*) предъявляется к погашению (заявку принимает или сам управляющий, или платёжный агент эмитента). Рассчитывается стоимость чистых активов бумаги (*NAV*), соответствующая доля активов ликвидируется управляющим, и через какое-то время она выплачивается инвестору. В нашем крипто-примере – на полученные деньги сначала закупится USDT.

Поддерживать ликвидность этих инструментов (бумаг ли, токенов ли на эти бумаги) не нужно, так как торговля идёт не между инвесторами, а по линии «инвестор – управляющий», то есть «инвестор – эмитент».

Подытожим.

Токенизировать отдельные акции, облигации, и т. д. можно, но вы сразу

столкнётесь с проблемой, как сможет инвестор реализовать честную цену за токен, максимально приближенную к цене базового актива, если внутри замкнутой экосистемы этих токенов на конкретное предложение не найдётся готового покупателя. Захотите заняться такой токенизацией – нет проблем, только сначала подберите маркет-мейкеров и рассчитайте необходимый запас ликвидности.

Очень удачно токенизируется управление активами на традиционных финансовых рынках. Стратегия запаковывается в не требующую сложного регулирования ценную бумагу, а бумага выпускается через SPV в стране, где финансовые инструменты, выпущенные на блокчейне, являются обычными финансовыми инструментами, независимо от формы выпуска и передачи прав владения.

«Главным стимулом создания этого трактата было желание автора разобраться в собственных мыслях» – Авессалом Подводный.

Валерий Тутыхин

15 апреля 2025 г.

Скачать статью в PDF

Распечатать

Отправить статью по email

Авторский материал с сайта vvtlaw.com
Написать сообщение автору можно по адресу vt@tiner.ch