

4. МНЕНИЯ

4.1. ОЦЕНКА КРИПТОАКТИВОВ В РОССИЙСКИХ УСЛОВИЯХ НА ПРИМЕРЕ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ BTC И ETH

Козырь В.Ю. – старший инженер ЦЭМИ РАН, помощник оценщика

В статье рассмотрен практический способ оценки криптоактивов с использованием сравнительного подхода.

Введение

В последние годы в нашу жизнь вошло множество новых понятий и среди них – криптоактивы. В этой связи возникают вопросы их стоимостной оценки. В настоящей статье рассмотрен один из способов оценки криптоактивов, основанный на личном опыте автора в проведении сделок с криптовалютой и майнинге.

Согласно статье 2 проекта Федерального закона № 419059-7 "О цифровых финансовых активах", под цифровым финансовым активом понимаются цифровые аналоги долговых расписок, облигаций и прав участия в капитале, то есть токены, а под криптовалютой – вид цифрового финансового актива, создаваемый и учитываемый в распределенном реестре цифровых транзакций участниками этого реестра в соответствии с правилами ведения реестра цифровых транзакций.

Криптоактивы можно подразделить на два основных класса – это *коины* (монеты) и *токены*.

Коин (*Coin*) – это виртуальная монета, которую как раз и называют криптовалютой. Используется в качестве цифровых денег с возможностью приобретения товаров и услуг, а также иных расчетов напрямую между пользователями, без посредников. Технически, такая криптовалюта обязательно имеет свой собственный блокчейн.

Токен – (*Token*) – это виртуальный жетон, своеобразный цифровой актив. Он может играть роль и виртуальных денег, поскольку обладает определенной ценностью, но основное его назначение – предоставление определенных прав или услуг. Токены своего блокчейна не имеют, и их использование основывается на функционале других платформ.

Если коин – это криптовалюта, аналог цифровых денег, которые предоставляются за реальные (фиатные) деньги, то токены приобретаются как доступ к определенным услугам. Для сравнения наиболее характерен аналог с рублями и жетонами в метро.

Для продажи криптоактивов могут быть использованы разные инструменты, начиная от криптовалютных и традиционных бирж, заканчивая простым взаимодействием человека с человеком без посредников (p2p). В рамках статьи был рассмотрен усредненный вариант – так называемые криптообменники (далее – обменники). Это организации, которые проводят всесторонние сделки с криптовалютой. В отличие от p2p сделок, это уже более организованный, устойчивый и законный формат. Именно стоимость предложений обменников, вместо биржевых котировок, автор предлагает считать «рыночной». На это есть несколько причин:

- крупные сделки никогда не выставляются одним лотом по одной цене;
- биржевые сделки не записываются в блокчейн, сделка считается подтвержденной, только при выводе средств с биржи;
- многие криптобиржи фальсифицируют объемы торгов¹;
- избыток различных криптобирж, различие в котировках и высокий риск банкротства.

Однако базы данных с ретроспективными ценами предложений обменников на данный момент нет. Поэтому предлагается рассмотреть следующий ниже метод оценки криптоактивов.

Метод оценки

Рассмотрим возможный способ оценки криптоактивов, на примере криптовалюты (коинов). Возьмем гипотетический портфель из двух самых распространенных в мире крипто-монет в размере 1 биткойна и 1 эфириума. Такой портфель был выбран для наглядности и простоты как расчетов, так и поиска информации. Сам метод оценки рыночной стоимости таких распространенных монет в теории довольно прост:

- 1) Находим котировки монеты на нужную нам дату.

¹ <https://www.rbc.ru/crypto/news/5d88a0c29a79475b3129d5dc>

- 2) Затем, берем котировки этой же монеты на сегодня и сравниваем ее с ценой предложения в обменнике. Так мы получим коэффициент перевода из оценочной стоимости одной монеты в реальную стоимость с поправкой (скидкой) на обмен.
- 3) Теперь нам нужно узнать итоговую рыночную стоимость конкретного портфеля. Если портфель довольно небольшой, то для того чтобы вычислить его конечную стоимость, достаточно перемножить полученную в процессе оценки рыночную стоимость одной монеты на количество этих монет в портфеле. Однако если портфель достаточно крупный и разнообразный, то учитывая высокую волатильность данных видов активов и довольно редкие случаи крупных сделок, точно оценить рыночную стоимость становится практически невозможным.

Процесс оценки

Предположим, что нам нужно оценить наш портфель на две даты: 15 ноября 2017 и 15 марта 2019. Применим указанный выше алгоритм оценки.

- 1) Находим котировку монет на нужные нам даты в рублях:

Таблица 1. Стоимость монет на даты оценки по данным авторитетного ресурса coinmarketcap

Монета	Цена 15 ноября 2017, руб.	Цена 15 марта 2019, руб.	Источник
BTC	487064	288049	https://coinmarketcap.com/ru/currencies/bitcoin/
ETH	24782,11	9814,43	https://coinmarketcap.com/ru/currencies/ethereum/

- 2) Сравниваем разницу между текущей ценой монеты на сегодня по данным **coinmarketcap** и 5-10 реальных предложений:

Сначала сравним стоимость биткоина. Для выбора предложений по обмену биткоина стоит выбрать один банк, на который мы хотим получить перевод и отсортировать предложения обменников по их максимальному резерву денег в этом банке.

Еще один важный момент: ввиду высокой волатильности монет для большей точности лучше не затягивать с формированием таблиц по приведенному ниже образцу.

Таблица 2. Сравнение стоимости BTC с ценами предложений обменников

BTC	Цена, руб.	Источник
Текущая цена на 10.05.20 по данным coinmarketcap	653838	https://coinmarketcap.com/ru/
Предложение 1	553608	https://www.bestchange.ru/bitcoin-to-sberbank.html
Предложение 2	563534	https://www.bestchange.ru/bitcoin-to-sberbank.html
Предложение 3	584935	https://www.bestchange.ru/bitcoin-to-sberbank.html
Предложение 4	603801	https://www.bestchange.ru/bitcoin-to-sberbank.html
Предложение 5	601285	https://www.bestchange.ru/bitcoin-to-sberbank.html
Средняя цена предложения, руб.	581432,6	
Скидка за обмен	11,1%	

То же самое повторяем и с эфириумом.

Таблица 3. Сравнение стоимости ETH с ценами предложений обменников

ETH	Цена, руб.	Источник
Текущая цена на 10.05.20 по данным coinmarketcap	14558,86	https://coinmarketcap.com/ru/
Предложение 1	12983,94	https://www.bestchange.ru/ethereum-to-sberbank.html
Предложение 2	12497,92	https://www.bestchange.ru/ethereum-to-sberbank.html
Предложение 3	13265,63	https://www.bestchange.ru/ethereum-to-sberbank.html
Предложение 4	13470,1	https://www.bestchange.ru/ethereum-to-sberbank.html
Предложение 5	13508,76	https://www.bestchange.ru/ethereum-to-sberbank.html
Средняя цена предложения, руб.	13145,27	
Скидка за обмен	9,7%	

В итоге мы получаем скидку за обмен, равную 11,1% и 9,7% для биткоина и эфириума, соответственно. Применив эту скидку, мы получим реальную рыночную стоимость одной монеты.

Таблица 5. Расчет стоимости монет на даты оценки, с учетом поправки (скидки) на обмен

	BTC	ETH
Цена 15 ноября 2017, руб.	487064	24782,11
Цена 15 марта 2019, руб.	288049	9814,43
Скидка за обмен	11,1%	9,7%
Рыночная стоимость 1 монеты, руб.:		
- 15 ноября 2017	433000	22378,25
- 15 марта 2019	256076	8862,43

3) Считаем итоговую рыночную стоимость нашего портфеля на даты оценки.
Итоговая рыночная стоимость портфеля, состоящего из 1 биткоина и 1 эфириума на 15.11.17 и на 15.03.19

Таблица 6. Итоговая стоимость оцениваемого портфеля на даты оценки

	15 ноября 2017	15 марта 2019
Итого, руб. (округленно)	455 000	265 000

Но что если у нас не 1 и не 2 монеты, а, например, 1000 или 100 000? В теории это не должно повлиять на рыночную стоимость монет, если рынок находится в фазе роста. Но если рынок падает, то было бы логично, что больший объем обесцениваемых активов продать по той же стоимости в рамках одной сделки – невозможно. Для решения этой проблемы напрашивается новая поправка – поправка на объем. И здесь появляются новые проблемы:

- 1) во-первых, нет достаточного объема открытых данных по суммам сделок. Невозможно хотя бы приблизительно оценить реальную разницу в стоимости 1 монеты в транзакциях разного объема;
- 2) во-вторых, непонятно, при каком объеме монет стоит применять поправку на объем;
- 3) в-третьих, сложно оценить общий тренд рынка во время стагнации, с учетом высокой волатильности рынка в целом;
- 4) Каждая сделка с большим объемом монет уникальна, и ее реальная стоимость будет зависеть от исхода переговоров двух сторон. А это не поддается никаким вычислениям.

Во время подготовки статьи был проведен небольшой опрос среди обменников, чтобы узнать, зависит ли стоимость 1 монеты от объема монет. Но, как ни странно, такой зависимости у российских обменников не обнаружилось.

Поэтому, ввиду нехватки данных и по результатам опроса, на данный момент поправку на объем можно игнорировать. Как итог, для того чтобы рассчитать стоимость определенного количества монет, достаточно узнать стоимость одной монеты и умножить на оцениваемое количество.

Заключение

Большинство так называемых «криптоактивов» сами по себе не несут в себе практической ценности. Их единственная ценность – спекулятивная. Все они несут высокие риски и обладают высокой волатильностью.

Оценка токенов – сравнима с оценкой стартапов ранних стадий, где главную роль играют рынок, команда основателей и субъективное мнение инвесторов.

По мнению автора, топ 5-10 по капитализации монет – это то, что еще можно оценивать, т.е. то, что имеет ценность в технологическом и идеологическом смысле, а также привлекает внимание большого количества новичков рынка и неопытных инвесторов. Все, что за пределами этого списка – оценивать бессмысленно, так как частные сделки довольно редки и весьма субъективны, а биржевые сделки в большинстве своем чисто спекулятивны.

Оценивать криптоактивы затратным подходом – дело неблагодарное, так как их стоимость по большому счету зависит от заинтересованности рынка и никак не связана с затратами на майнинг. Майнинг – это отдельный вид бизнеса. К тому же, не в каждом блокчейне возможно посчитать затраты на майнинг².

Доходный подход также неприменим в случае оценки криптовалют, потому что невозможно предсказать ни будущий тренд рынка, ни денежные потоки. Однако его можно использовать при оценке токенов.

Единственный подход, позволяющий корректно оценивать рыночную стоимость популярных монет и токенов – это сравнительный (рыночный) подход.

В данной статье был показан один из возможных способов оценки криптовалют с использованием сравнительного подхода. В будущем, когда накопится достаточное количество открытых данных о сделках, можно будет сделать вывод о том, насколько достоверным был данный метод.

² Более подробно можно узнать, изучив принципы работы протоколов Proof of Work (PoW) и Proof of Stake (PoS).

Использованные ресурсы:

1. <https://coinmarketcap.com>
2. <https://www.bestchange.ru>
3. <https://altwiki.ru>
4. <https://www.rbc.ru>

*Автор: Козырь Владислав Юрьевич – старший инженер ЦЭМИ РАН, помощник оценщика.
Author: Vladislav Kozyr, senior engineer CEMI RAS, assistant of appraiser.*

Ключевые слова

криптоактив, блокчейн, токен, коин

Vladislav Kozyr, Evaluation of crypto assets in Russian conditions on the example of the market value of BTC and ETH

Keywords

cryptoasset, blockchain, token, coin

DOI: 10.34706/DE-2020-02-08

JEL classification: E 47 – Money and Interest Rates: Forecasting and Simulation,

Abstract

The paper considers a practical way to evaluate crypto assets using a market approach.