

Лотерея или часть финансовой системы?

Перспективы рынка криптовалют

- ▶ Вопреки прогнозам скептиков, сравнивавших криптовалютную индустрию с «пузырем», рынок не только не потерпел крах, но и продолжает развиваться.
- ▶ Масштаб проникновения виртуальных валют в мировую финансовую систему оказался не столь велик, как надеялись криптоэнтузиасты.
- ▶ Появление биткоина в 2009 году породило множество альтернатив, однако он по-прежнему доминирует на крипторынке.
- ▶ Ни одна страна в мире, кроме Сальвадора, не признала криптовалюты официальным платежным средством.
- ▶ Громкие разбирательства в США в отношении крупнейших криптобирж отражают сдвиг в сторону более жесткого регулирования сектора.
- ▶ Центробанки работают над цифровыми версиями национальных валют для розничного использования, чтобы занять нишу в сфере цифровых платежей на фоне сокращения использования наличных денег.

В то время как криптоэнтузиасты видят в криптовалютах будущее денег, существует множество опасений по поводу их способности подорвать традиционные финансовые системы. Криптовалюты часто сравнивали с пузырем доткомов конца 1990-х и предрекали большинству из них падение стоимости до нуля. Вопреки ожиданиям, криптовалютный рынок не развалился, но и глобального внедрения криптовалют в мировую финансовую систему не произошло, а государства сделали ставку на цифровые версии своих национальных валют и цифровые финансовые активы (ЦФА).

Скорость, безопасность и низкая стоимость трансграничных транзакций отмечались сторонниками криптовалют как качества, благодаря которым они могут заменить фиатные деньги и обеспечить новые инвестиционные возможности. Сторонники биткоина и других криптовалют отмечают, что они превосходят традиционные валюты, поскольку не зависят от какого-либо государства, правительства или органа, например, от правительства или центробанка США.

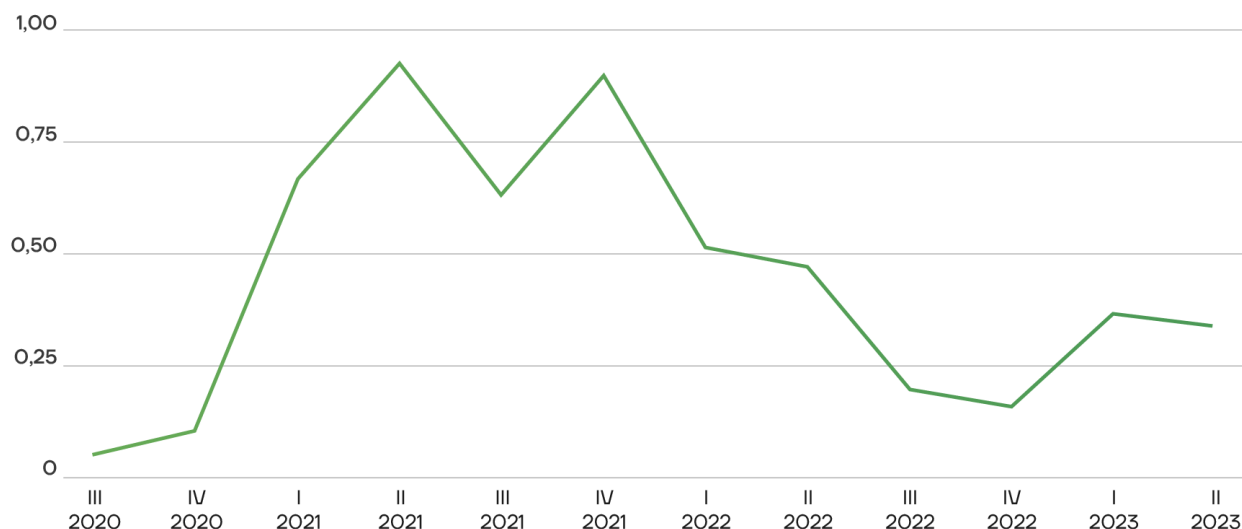
Популярность набирают децентрализованные финансы (decentralized finance, DeFi). Эта альтернатива традиционным финансовым сервисам работает на технологиях распределенного реестра (Distributed Ledger Technology, DLT) и блокчейна и предполагает предоставление финансовых услуг без посредников, таких как банки, при отсутствии характерных для традиционной модели централизованных процессов.

Цель DeFi — предоставить большому количеству пользователей доступ к финансовым услугам и к инвестициям в криптовалюту и цифровые финансовые активы.

Тем не менее показатель внедрения криптовалют в мире снижается. Об этом свидетельствуют данные аналитической компании Chainalysis, которая отслеживает динамику внедрения криптовалют в 154 странах.

Динамика глобального индекса внедрения криптовалют по кварталам

III квартал 2020 года – II квартал 2023 года



Источник: Chainalysis

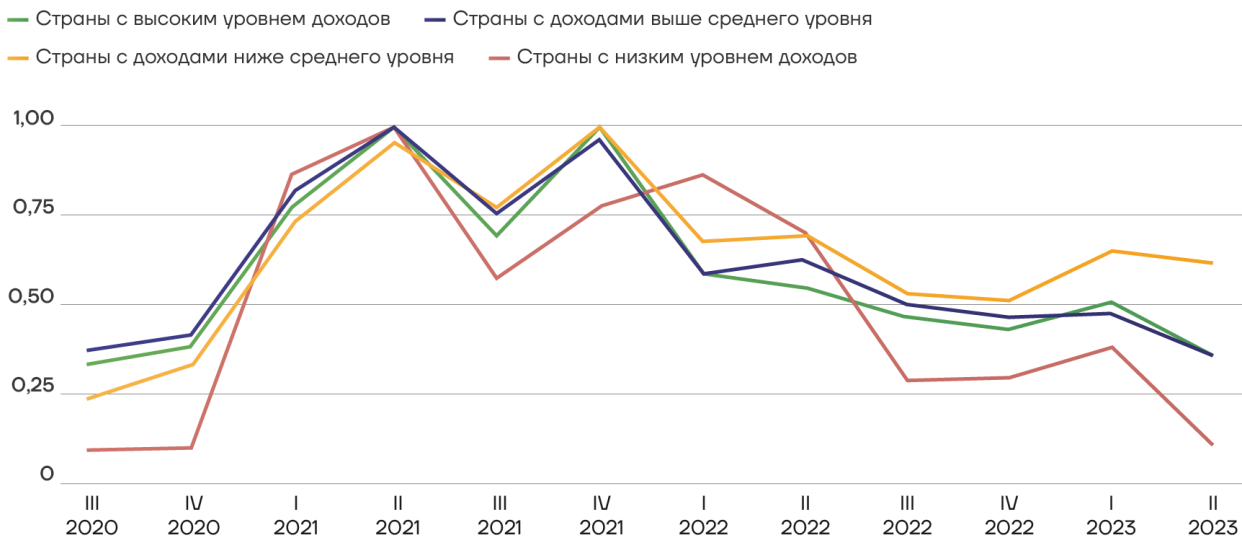
Несмотря на заметное восстановление после спада в конце 2022 года, когда стало известно о банкротстве криптобиржи FTX, глобальный индекс внедрения криптовалют остается значительно ниже своих рекордных максимумов.

Единственная категория стран, где общий показатель внедрения криптовалют остается выше уровня III квартала 2020 года, — это государства с доходами ниже среднего. Согласно классификации стран по уровню валового национального дохода (ВНД) на душу населения, которую использует Всемирный банк, к этой категории относятся государства с доходом в диапазоне от \$1086 до \$4255, к примеру, Индия, Нигерия, Украина. Три другие категории составляют:

- страны с низким уровнем доходов (менее \$1085), например, Эфиопия, Судан, Йемен;
- страны с доходами выше среднего уровня (\$4256–\$13205), среди которых Китай, Россия и Аргентина;
- страны с высоким уровнем доходов (свыше \$13205), такие как США, Великобритания и Саудовская Аравия.

Индекс внедрения криптовалют в странах с различным уровнем доходов

III квартал 2020 года – II квартал 2023 года



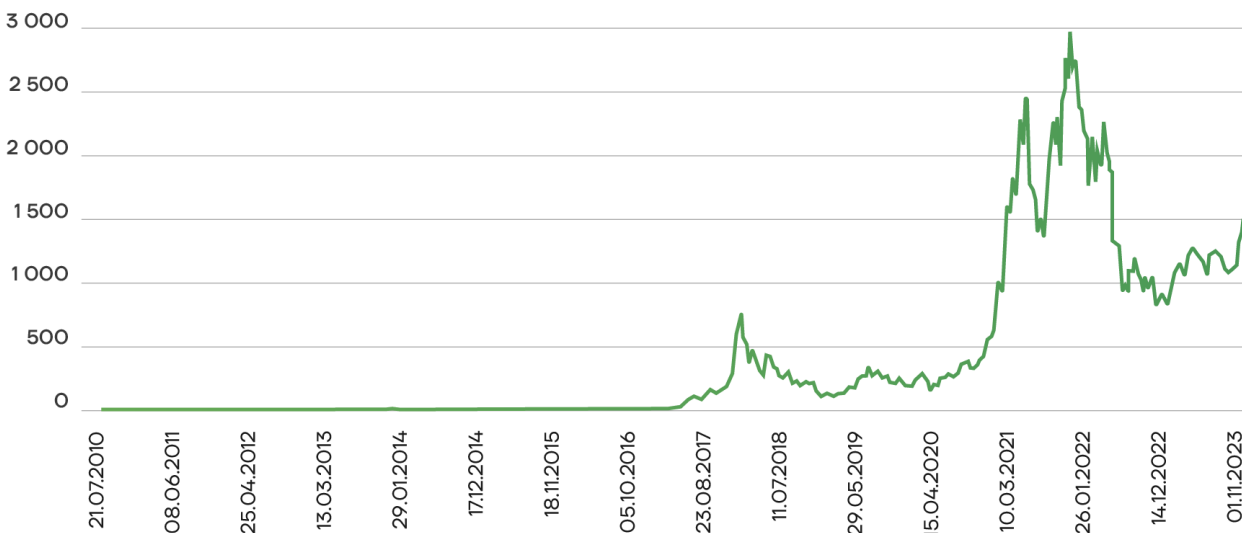
Источник: Chainalysis

Ситуация на рынке

Общая капитализация рынка криптовалют хотя и продемонстрировала рост к ноябрю 2023 года, по-прежнему остается вдвое меньше исторического максимума, достигнутого двумя годами ранее. По данным аналитического сервиса CoinGecko, в ноябре 2021 года капитализация мирового рынка криптовалют впервые в истории превысила \$3 трлн. После падения конца 2022 года она смогла восстановиться лишь до уровня в районе \$1,5 трлн.

Суммарная капитализация рынка криптовалют

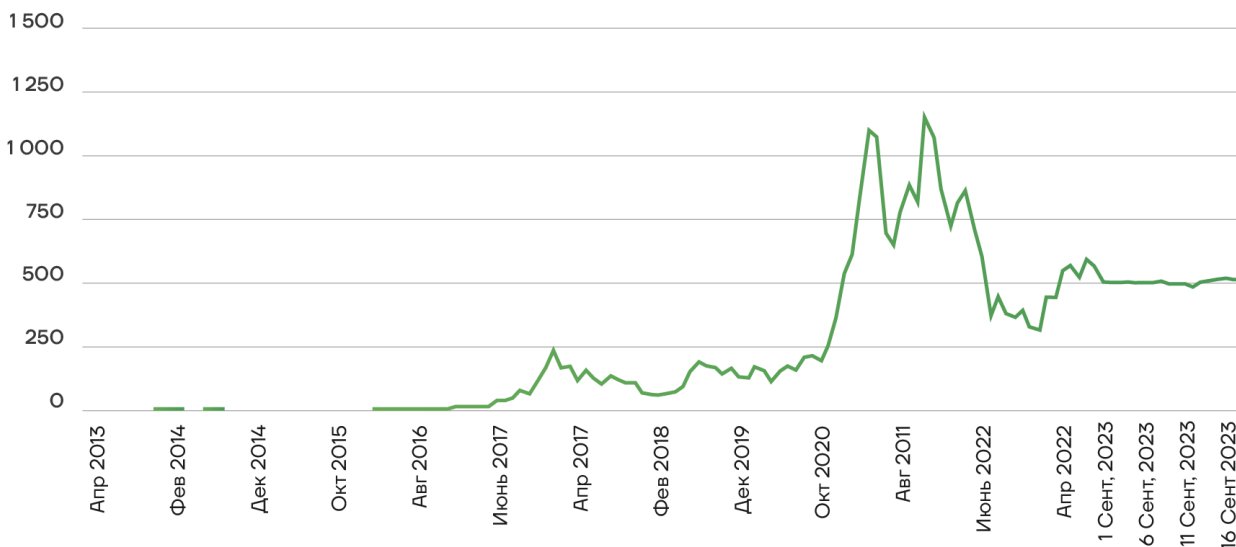
С июля 2010 года по ноябрь 2023 года, млрд долл.



Источник: Statista

Рыночная капитализация биткоина

С апреля 2013 года по 17 сентября 2023 года, млрд долл.



Источник: данные coinmarketcap.com

Показатель суммарной капитализации рынка в значительной степени отражает динамику самой известной криптовалюты — биткоина. Восстановление рыночной капитализации BTC, наблюдавшееся после падения в конце 2022 года, оказалось недостаточным для возвращения к пиковым значениям осени 2021 года.

Крупнейшие криптовалюты по рыночной капитализации

На 5 декабря 2023 года

Криптовалюта	Категория	Рыночная капитализация, млрд долл.	Средняя / высокая капитализация
Биткоин (BTC)	Средство сбережения	813,96	Высокая
Ethereum (ETH)	Смарт-контракты	264,80	Высокая
Tether USDt (USDT)	Стейблкоин	89,80	Высокая
Binance Coin (BNB)	Токен централизованной биржи	34,83	Высокая
Ripple (XRP)	Платежи/цифровая валюта	32,99	Высокая
Solana (SOL)	Смарт-контракты	25,44	Высокая
USDC (USDC)	Стейблкоин	24,31	Высокая
Cardano (ADA)	Смарт-контракты	14,13	Высокая
Dogecoin (DOGE)	Мемкоин	12,54	Высокая
TRON (TRX)	Платежи/цифровая валюта	9,09	Средняя

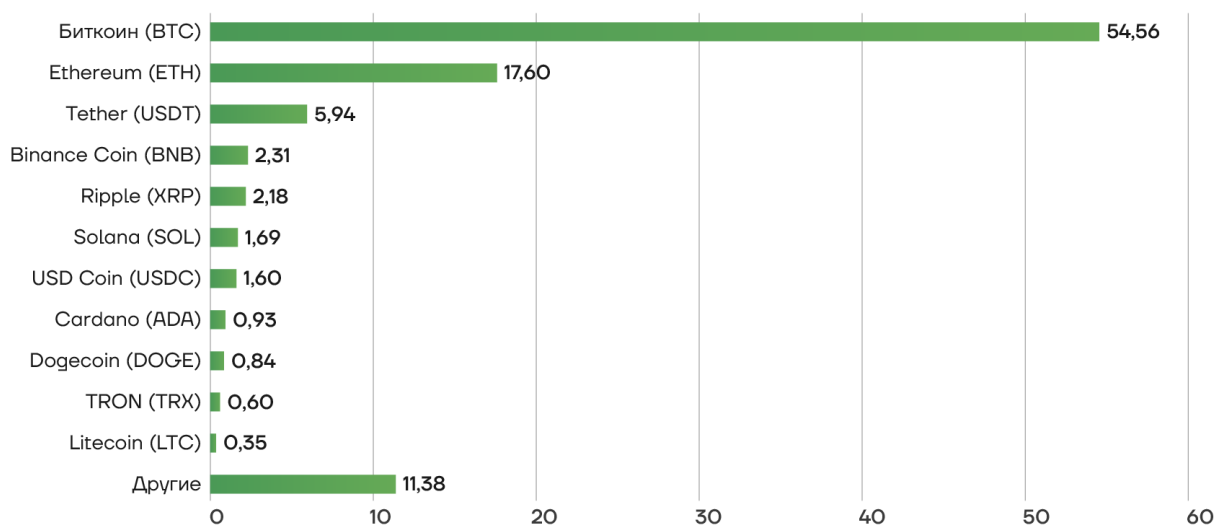
Источник: данные coinmarketcap.com

По состоянию на 5 декабря рыночная капитализация биткоина составляла \$813,96 млрд. Это почти вчетверо больше, чем у Ethereum, и примерно в девять раз больше, чем у стейблкоина Tether, которые входят в тройку лидеров по рыночной капитализации.

Хотя первая криптовалюта появилась еще в 2009 году, она по-прежнему остается доминирующей: доля биткоина на крипторынке на 5 декабря составляла почти 55%. Для сравнения: доля второй по величине криптовалюты на рынке — Ethereum — составила 17,6%. На третьем месте Tether с долей 5,94%, четвертое и пятое места занимают соответственно Binance Coin (2,31%) и Ripple (2,18%). Рыночная доля остальных криптовалют не превышает 2%.

Рыночная капитализация крупнейших криптовалют по отношению к общей капитализации крипторынка

Доля на крипторынке на 5 декабря 2023 года



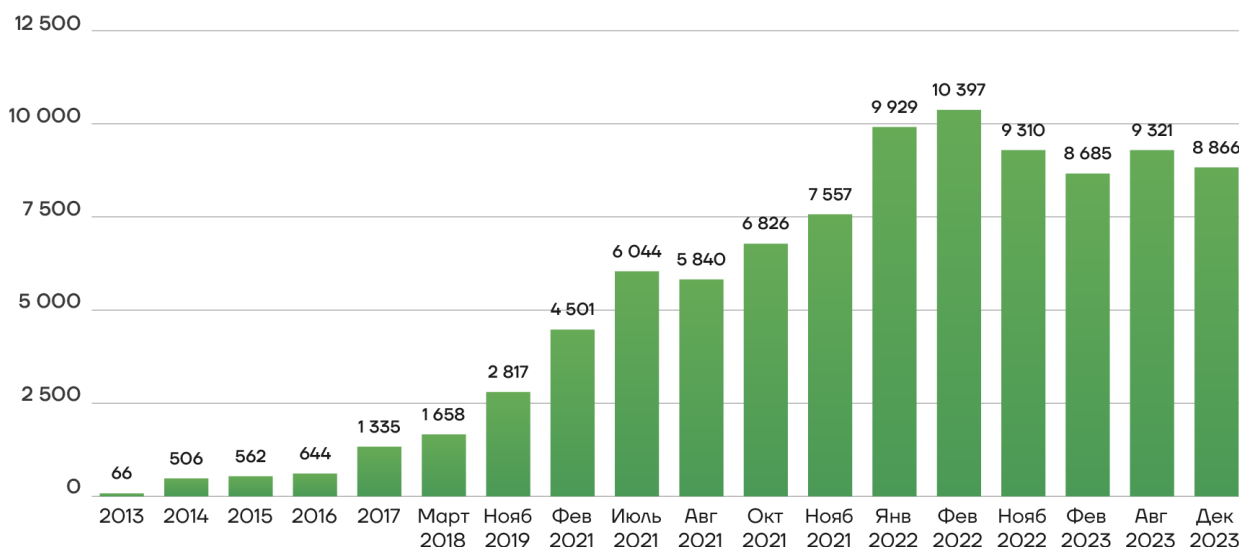
Источник: данные tradingview.com

В целом же количество криптовалют в мире в декабре 2023 года превысило 8,8 тыс. Большинство из них так или иначе являются производными от биткоина, в основе которого лежит открытый исходный код. Это означает, что любой может использовать этот код для создания собственной криптовалюты, что многие и делают по разным причинам. В итоге рынок постоянно развивается, регулярно появляются новые криптовалюты, однако далеко не все из них оказываются жизнеспособными и надолго остаются на рынке. Еще в августе 2023 года в мире было 9,3 тыс. криптовалют, а на пике, в феврале 2022 года, их число составляло 10,4 тыс.

Таким образом, несмотря на появление тысяч альткоинов, биткоин сохраняет лидерские позиции с точки зрения его использования и экономической ценности. Ни одна из других криптовалют пока не приблизилась к нему по уровню рыночной капитализации и стоимости. Тем не менее криптовалюты в целом образовали глобальный класс активов, который становится все более взаимосвязанным с традиционной финансовой экосистемой и оказывает растущее влияние на финансовую стабильность.

Количество криптовалют в мире

С 2013 года по декабрь 2023 года



Источник: данные investing.com

Это вызывает серьезные опасения у регуляторов, особенно учитывая высокие темпы инноваций, отсутствие прозрачности и недостаточное внимание к управлению рисками в секторе.

Ряд громких банкротств криптофирм, обвинения в мошенничестве и ненадлежащем управлении средствами клиентов, а также санкции со стороны регулирующих органов в отношении криптобирж омрачили перспективу того, что криптовалюты совершат революцию в мире финансов.

Позиция регуляторов

Несмотря на почти 15-летнюю историю криптовалют, правительства и регулирующие органы все еще вырабатывают подходы к регулированию их использования. Однако за последние несколько лет внимание регуляторов к цифровым активам увеличилось и продолжит расти в будущем.

Сальвадор в сентябре 2021 года стал первой страной, официально признавшей биткоин в качестве законного платежного средства. Впрочем, Совет директоров Международного валютного фонда (МВФ) призвал страну лишить биткоин этого статуса. МВФ указал на юридические и финансовые риски, а также «в значительной степени спекулятивный характер криптовалютных рынков».

Сальвадор остается единственным примером явной поддержки и законодательного одобрения криптовалюты как легального платежного средства. В глобальном масштабе наблюдаются два основных подхода к криптовалютам: регуляторы либо запрещают их, либо стремятся контролировать, устанавливая рамки их использования.

Подход США

В 2022 году был подписан указ президента США «Об обеспечении ответственного развития цифровых активов», который определил общегосударственный подход к устранению рисков и использованию потенциальных преимуществ цифровых активов и лежащих в их основе технологий. В рамках нового подхода существующие регуляторы рынка, такие как Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC) и Комиссия по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission, CFTC), наделены полномочиями для проведения расследований и принятия мер против незаконных практик в сфере цифровых активов.

Глава Комиссии по ценным бумагам и биржам США Гэри Генслер ранее сравнивал рынок криптовалют с «Диким Западом», предупреждая о том, что цены на них подвержены манипуляциям, а миллионы инвесторов уязвимы перед рисками. По мнению Генслера, законодательство о ценных бумагах применимо к крипторынкам, а защита инвесторов в равной степени актуальна, независимо от используемых технологий.

SEC уже приступила к активному регулированию сектора. В 2020 году Комиссия подала иск к Ripple, обвинив компанию в привлечении более \$1,3 млрд путем несанкционированной продажи ценных бумаг в виде XRP — нативных токенов своей платформы. В июле 2023 года суд постановил, что предложение XRP институциональным инвесторам представляло собой инвестиционный контракт и нарушало правила регулятора, а продажа розничным инвесторам на биржах — нет.

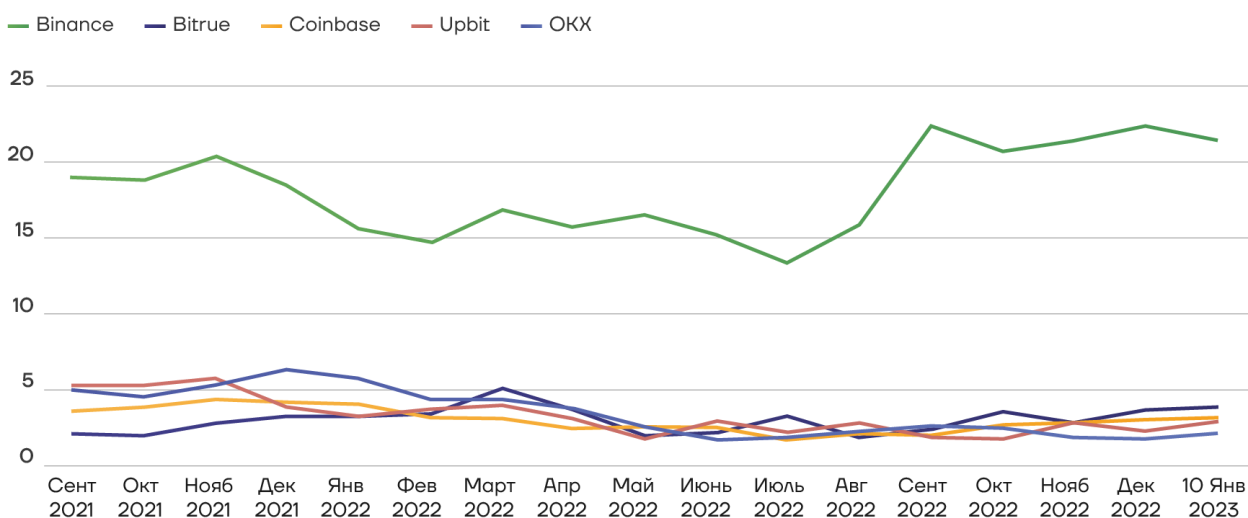
В конце 2022 года SEC обвинила бывшего главу обанкротившейся криптобиржи FTX Сэма Бэнкмана-Фрида в организации схемы обмана инвесторов в нарушение положений Закона о ценных бумагах 1933 года и Закона о ценных бумагах и биржах 1934 года. 2 ноября 2023 года суд присяжных признал Бэнкмана-Фрида виновным по 7 пунктам обвинения. В том числе он был признан виновным в хищении миллиардов долларов со счетов клиентов FTX и обмане кредиторов хедж-фонда Alameda Research, который хранил средства клиентов криптобиржи на банковском счете. Обвинение представило доказательства того, что Бэнкман-Фрид действовал с преступным умыслом, когда выводил средства клиентов FTX и использовал

эти деньги для покрытия убытков в Alameda и оплаты других расходов, таких как недвижимость и венчурные инвестиции. Приговор основателю FTX вынесут 28 марта 2024 года, ему грозит до 115 лет тюремного заключения.

Комиссия по ценным бумагам и биржам также подала иски к криптовалютным биржам Binance и Coinbase. В январе 2023 года департамент финансовых услуг штата Нью-Йорк (DFS) сообщил, что Coinbase выплатит штраф в размере \$50 млн за нарушение законодательства по борьбе с отмыванием денег. «Эти нарушения сделали платформу Coinbase уязвимой для серьезных преступных деяний, включая, среди прочего, примеры мошенничества, возможного отмывания денег, предполагаемую деятельность, связанную с сексуальным насилием над детьми, и потенциальный незаконный оборот наркотиков», — заявил регулятор. В дополнение к штрафу Coinbase согласилась направить еще \$50 млн на усиление внутренних процедур контроля за соответствием законодательным требованиям в течение следующих двух лет.

Криптовалютные биржи с крупнейшей долей рынка по объему торгов

С сентября 2021 года по 10 января 2023 года, %



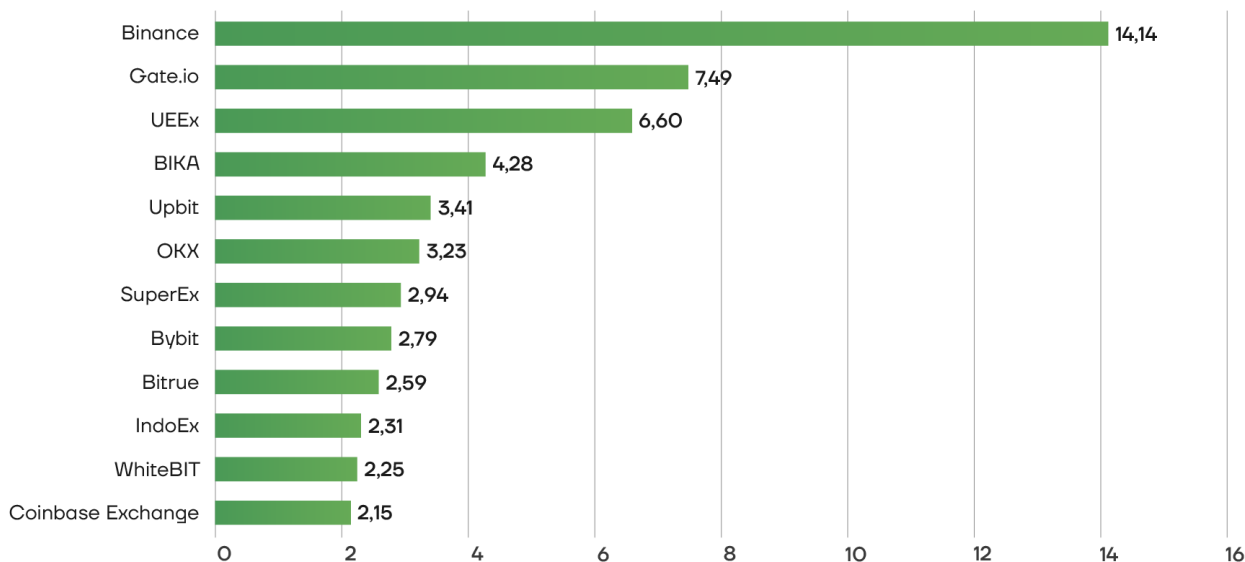
Источник: Statista. Данные только по спотовой торговле, не включают деривативы; месячные данные отражают объем торгов в течение месяца в целом, а не на конец месяца

В ноябре 2023 года основатель и генеральный директор Binance Holdings Ltd. Чанпэн Чжао подал в отставку со своего поста и признал себя виновным в нарушениях в сфере борьбы с отмыванием денег. Чжао также согласился выплатить штраф в размере \$50 млн в рамках сделки, заключенной с Министерством юстиции США. Чжао стал объектом многолетнего федерального расследования, по итогам которого власти предъявили обвинения в том, что он и Binance нарушили Закон о банковской тайне, не реализовав достаточную программу борьбы с отмыванием денег. Кроме того, Минюст обвинил Чжао в нарушении экономических санкций США и необеспечении надлежащего контроля за деятельностью клиентов. Сама Binance

заплатит штраф в размере \$4,3 млрд. «Binance стала крупнейшей криптовалютной биржей в мире отчасти благодаря совершенным преступлениям, и сейчас она заплатит один из крупнейших корпоративных штрафов в истории США», — заявил генеральный прокурор США Меррик Гарланд.

Крупнейшие в мире криптовалютные биржи по суточному объему торгов

На 5 декабря 2023 года, млрд долл.



Источник: данные coinmarketcap.com

Кроме того, в ноябре 2023 года SEC подала в суд на криптовалютную биржу Kraken, обвинив ее в отказе зарегистрироваться в качестве биржи ценных бумаг. Иск Комиссии против Kraken аналогичен судебным искам, которые она ранее подала против Binance и Coinbase. Исход дела Kraken может зависеть от того, решит ли суд, что цифровые активы, торгуемые на платформе, следует классифицировать как ценные бумаги, товары или другой тип активов.

Ряд громких разбирательств в отношении крупнейших игроков на криптовалютном рынке свидетельствует о сдвиге в сторону более жесткого регулирования и контроля за соблюдением требований в криптосекторе. Осуждение Бэнкмана-Фрида и отставка Чжао стали ясной демонстрацией инвесторам того, что рынок криптовалют должен и будет соответствовать тем же стандартам регулирования, что и остальная финансовая система.

В криптовалютных кругах подозревают, что череда санкций в отношении криптофирм направлена на то, чтобы «расчистить пространство» для создания цифрового доллара. Администрация президента США Джо Байдена видит значительные выгоды от создания цифровой валюты центрального банка (central bank digital currency, CBDC), или цифровой формы доллара США. Ожидается, что CBDC может сделать платежную систему более эффективной, обеспечить основу для дальнейших

технологических инноваций, ускорить трансграничные транзакции и способствовать расширению доступа к финансовым услугам для широкого круга потребителей.

Председатель Федеральной резервной системы (ФРС) США Джером Пауэлл в качестве основной причины выпуска CBDC назвал устранение необходимости использования других криптовалют в стране. «Вам не нужны были бы стейблкоины; вам не нужны были бы криптовалюты, если бы у вас была цифровая валюта США, — заявил Пауэлл. — Я думаю, что это один из самых веских аргументов в ее пользу». Однако до сих пор прогресс Вашингтона в создании цифрового доллара был медленным.

В то время как на национальном уровне продолжаются дискуссии о рисках использования криптовалют, на местном уровне некоторые чиновники рассматривают их как средство осуществления платежей. Например, штат Колорадо в прошлом году объявил, что налогоплательщики могут использовать PayPal для конвертации своих криптовалют в доллары и уплаты налогов в биткоинах, Bitcoin Cash, Ethereum и Litecoin.

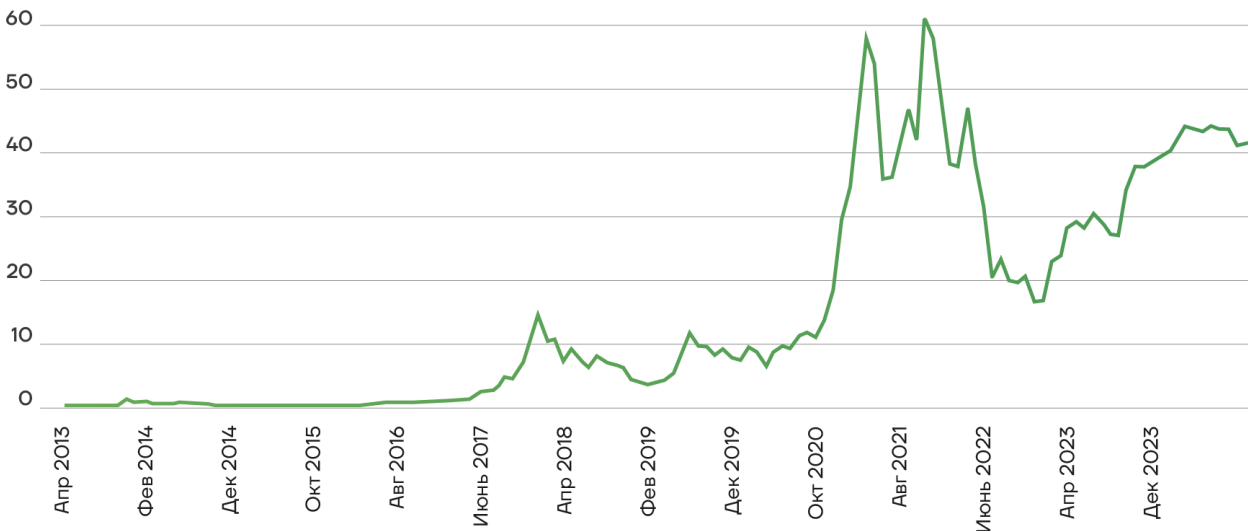
Между тем, по меньшей мере девять компаний по управлению активами, включая крупных игроков BlackRock, WisdomTree и Valkyrie, ожидают решений SEC по предложениям о запуске спотовых биржевых фондов (ETF) на биткоин, которые будут инвестировать в саму криптовалюту, а не в фьючерсные контракты на биткоин. Отраслевые эксперты ожидают, что официальное решение SEC будет вынесено в начале 2024 года. С точки зрения инвесторов, создание таких ETF может запустить новый бычий цикл на рынке.

В последние годы SEC одобрила несколько фьючерсных ETF на биткоин, но неоднократно отклоняла заявки на создание спотового ETF, который напрямую инвестировал бы в криптовалюту. Комиссия ссылаясь на опасения по поводу безопасности инвесторов и возможности манипулирования крипторынком.

Однако в последние месяцы ожидания запуска спотового ETF на биткоин усилились. 23 октября поставщик клиринговых и расчетных услуг Depository Trust and Clearing Corporation включил предложенный BlackRock спотовый биткоин-ETF iShares Bitcoin Trust (IBTC) в свой список ETF. Инвесторы восприняли это как признак того, что одобрение SEC все же будет получено, что способствовало росту стоимости первой криптовалюты. 5 декабря курс BTC превысил отметку \$43 тыс. впервые с весны 2022 года и в моменте достиг \$43990.

Цена биткоина с апреля 2013 по 7 декабря 2023 года

Тыс. долл.



Источник: данные coingecko.com. Месячные данные приведены по состоянию на конец конкретного месяца; цена открытия

Европейский подход

Европейский союз (ЕС) в июне принял предложенную в 2020 году комплексную и инновационную нормативную базу для регулирования рынков криптоактивов (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCA). Это первый документ, устанавливающий трансграничное регулирование криптоактивов: оно будет действовать во всех 27 странах блока. MiCA будет постепенно вводиться в действие до декабря 2024 года, гармонизируя прежние фрагментированные режимы регулирования.

Закон определяет криптоактивы как цифровые представления ценностей или прав, которые можно хранить и передавать в электронном виде с использованием технологии распределенного реестра. MiCA является частью всеобъемлющей стратегии ЕС в области цифровых финансов, включающей регулирование пилотного режима DLT. В рамках последнего будет установлена схема торговли и расчетов по транзакциям с использованием финансовых инструментов в форме криптоактивов.

В MiCA акцент делается на стейблкоинах – криптовалютах, стоимость которых привязана к курсу реальной валюты или корзины валют, товара или ценной бумаги. Предполагается, что такая привязка способна обеспечить стабильную стоимость стейблкоинов.

Закон предусматривает строгие правила прозрачности и управления для защиты потребителей и инвесторов, а также финансовой системы в целом

от нестабильности. Согласно MiCA, эмитент криптоактивов, действующий на территории ЕС, должен быть зарегистрирован в качестве юридического лица в Европейском союзе. Эмитенты также будут обязаны опубликовать так называемую «Белую книгу» (White Paper) с технической информацией о криптоактивах и объяснением, что это за продукты и как они работают. Такой документ должен получить одобрение компетентного органа.

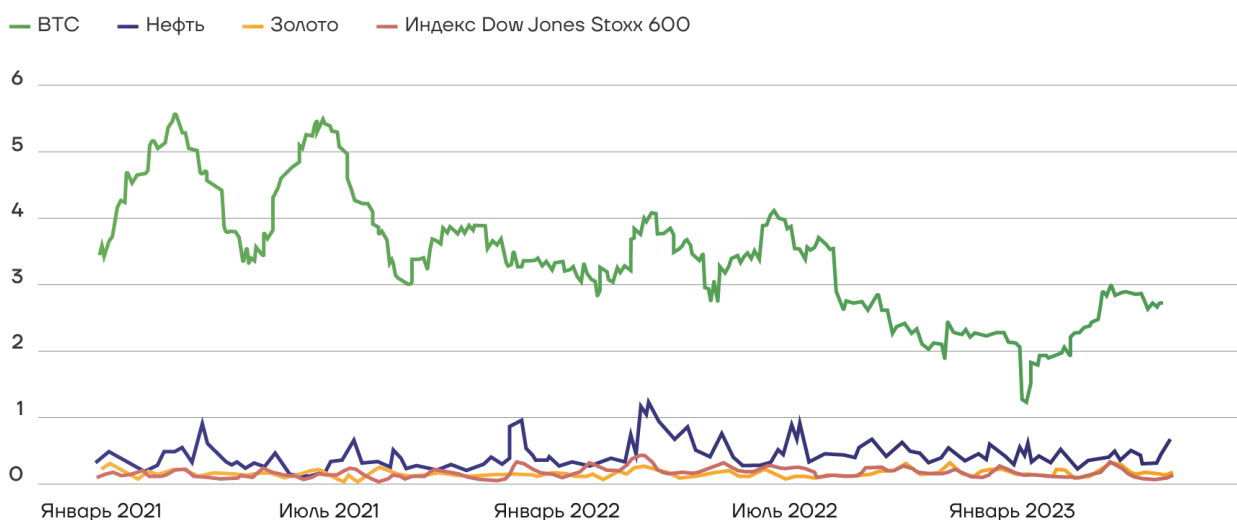
Аналогичные требования предъявляются к эмитентам EMT (E-money Token) — электронных денег, которые обеспечены официальной государственной валютой. Под действие MiCA также попадают ART (Asset Reference Token) — токены, стоимость которых привязана к одному или несколькими активам, к примеру, к золоту, другим криптоактивам и т.д. Кроме того, закон распространяется на иные крипто-активы, включая так называемые utility tokens, которые предназначены для обеспечения доступа к товару или услуге, предоставляемой их эмитентом.

Хотя новый закон уже устанавливает более жесткие правила управления криптоактивами, детали все еще прорабатываются Европейским банковским управлением (EBA) и Европейским управлением по надзору за рынком ценных бумаг (ESMA).

Между тем, Европейский центральный банк (ЕЦБ) предупреждает об угрозах, связанных с криптовалютами. Член исполнительного совета ЕЦБ Фабио Панетта заявил в июне, что необеспеченные криптовалюты не имеют внутренней ценности, и у них нет механизмов стабилизации цен. Это делает их по своей сути крайне волатильными и непригодными в качестве платежного средства. К примеру, биткоин демонстрирует уровни волатильности в четыре раза выше, чем у акций или золота.

Волатильность цен на Bitcoin по сравнению с другими активами

Рассчитанное в годовом исчислении семидневное (нефть, золото, индекс Dow Jones Stoxx 600) и тридцатидневное (Bitcoin) скользящее стандартное отклонение ежедневных процентных изменений цен



Источник: CryptoCompare, Bloomberg, Refinitiv и расчеты ЕЦБ

По словам Панетты, необеспеченные криптовалюты стали спекулятивными активами, а также средством обхода контроля за движением капитала, санкций или финансового регулирования.

Панетта также указал на попытки криптоиндустрии укрепить связи с участниками финансовой системы, включая банки, крупные технологические компании и государственный сектор. Он добавил, что недавнее закрытие Silvergate Bank и Signature Bank подчеркнули риски для банков, связанные с привлечением депозитов из криптосектора, — стабильность этих депозитов сомнительна, учитывая волатильность криптовалют.

Панетта заключил, что криптоиндустрия стремится расти, паразитируя на финансовой системе. Она позиционирует себя как альтернативу финансовому сектору, но ищет убежища внутри этого самого сектора для устранения присущих ей рисков, и все это при отсутствии адекватных нормативных гарантий.

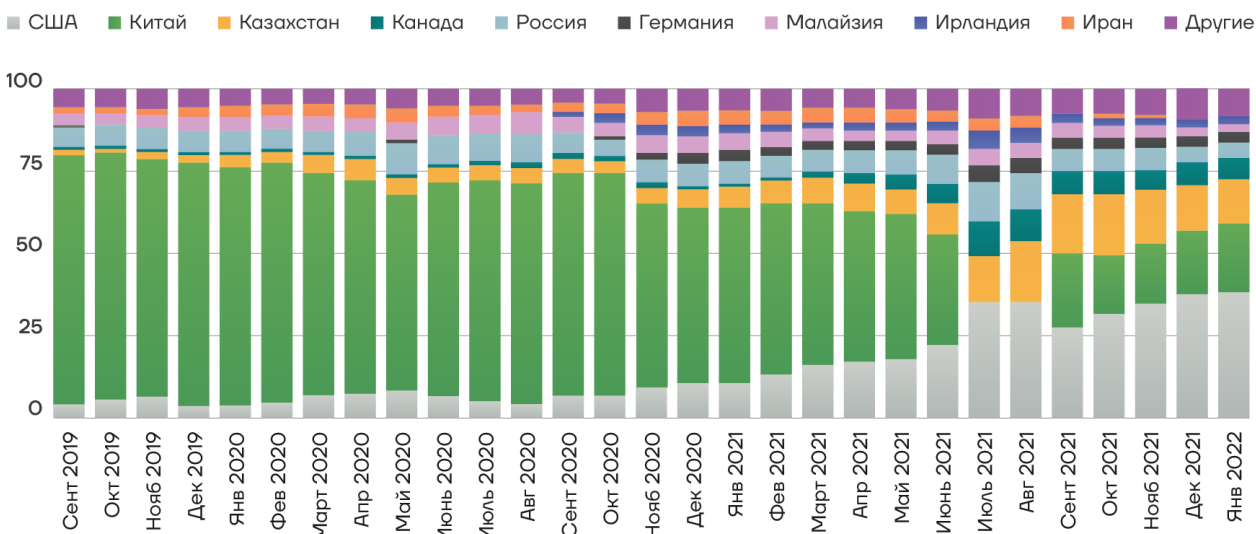
Со своей стороны Совет управляющих ЕЦБ в 2021 году решил запустить пилотный проект цифрового евро. Регулятор работает с национальными центробанками еврозоны над изучением возможного выпуска цифрового евро. Отмечается, что цифровая валюта центрального банка, электронный эквивалент наличных денег, будет дополнять обычные банкноты и монеты, предоставляя людям дополнительный способ оплаты. В то же время ЕЦБ подчеркивает, что цифровой евро не будет криптовалютой, поскольку он будет поддерживаться центробанком. Центральные банки в рамках своего мандата могут поддерживать ценность денег независимо от того, являются ли они физическими или цифровыми, подчеркнул регулятор.

Подход Китая

Китай в последнее десятилетие последовательно ужесточает регулирование криптовалютной отрасли. В 2013 году Народный банк Китая (НБК) ввел запрет для финансовых и платежных организаций на использование криптовалют. В 2017 году был введен запрет для криптовалютных бирж на работу с пользователями внутри страны. В 2021 году Китай запретил майнинг виртуальной валюты, что заставило многих майнеров уехать за границу и сократило долю страны в создании цифровых монет.

Распределение хешрейта майнинга биткоинов по странам

С сентября 2019 по январь 2022 года, %. Хешрейт (hashrate) показывает производительность майнинг-оборудования



Источник: Cambridge Centre for Alternative Finance

В сентябре 2021 года власти Китая объявили незаконными все транзакции с биткоином и другими криптовалютами и установили полный запрет на них. Эта мера также распространяется на зарубежные биржи, которые предоставляют услуги онлайн в пределах границ страны. В заявлении, подписанном несколькими органами власти, включая Народный банк Китая, Администрацию киберпространства КНР (Cyberspace Administration of China, CAC) и Верховный народный суд, говорилось, что виртуальные валюты нарушали экономический и финансовый порядок и способствовали отмыванию денег, незаконному сбору средств и мошенничеству.

Однако страна работает над развитием цифрового юаня. Китай начал пилотное внедрение цифровой валюты центрального банка в 2019 году. По состоянию на прошлый год к этому пилотному проекту присоединились 26 городов, а 5,6 млн торговцев зарегистрировались для использования валюты по всей стране. В 2023 году внедрение цифрового юаня ускорилось. Бывший глава Народного банка Китая И Ган заявил в июле, что общее количество транзакций к концу июня достигло 950 млн, а их общая сумма составила 1,8 трлн юаней (около \$250 млрд) по сравнению со 100 млрд юаней в августе прошлого года.

Тем временем Гонконг демонстрирует амбиции по превращению в международный криптохаб. В августе 2023 года в городе были выданы первые лицензии в рамках новой системы регулирования криптобирж, предлагающих торговлю токенами, такими как биткоин и эфир (Ether).

В соответствии с новыми правилами розничные инвесторы могут торговать криптовалютой на биржах, получивших лицензию от Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга (Securities and Futures Commission, SFC). Гонконг заявляет, что его подход ориентирован на защиту прав потребителей и предусматривает строгие критерии покупки и продажи виртуальных активов. Среди факторов, которые платформы должны учитывать при принятии решения о предложении токенов, продолжительность нахождения криптовалюты в обращении, ее рыночная капитализация и среднесуточный объем торгов. Кроме того, SFC предписывает криптофирмам применять другие меры предосторожности, прежде чем принимать клиентов, например, оценивать, обладают ли пользователи необходимыми знаниями о цифровых активах, перед инвестированием.

Один из возможных рисков заключается в том, что запрет материкового Китая на торговлю криптовалютой может распространиться на полуавтономный Гонконг. Однако местные регуляторы ссылаются на принцип «одна страна — две системы», который позволяет бывшей британской колонии иметь собственную экономическую и политическую систему.

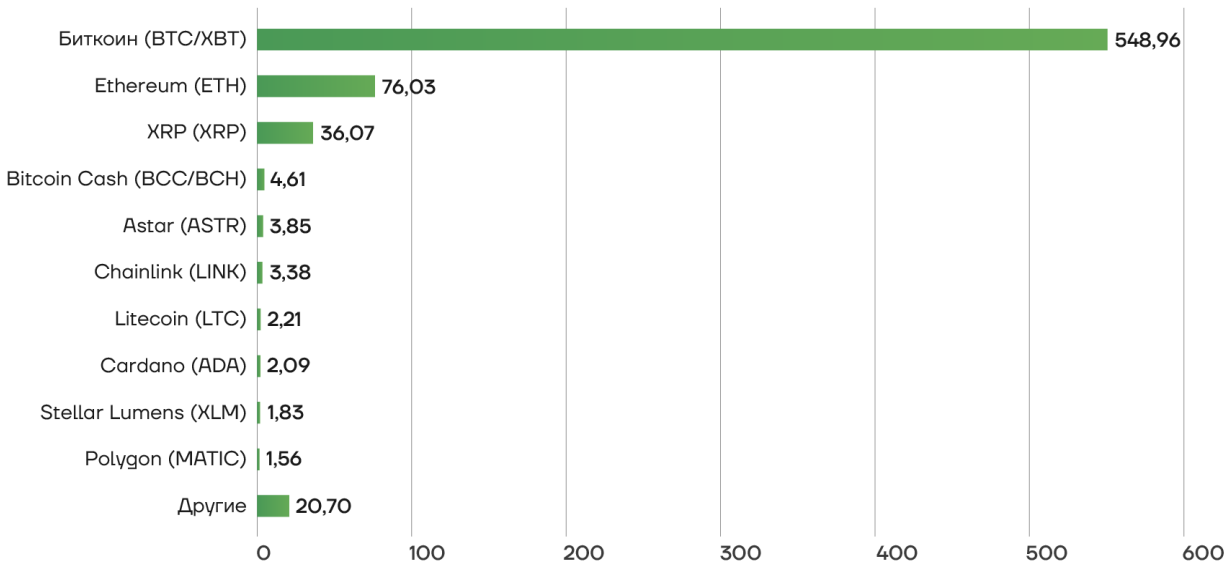
Подход Японии

Япония придерживается прогрессивного подхода к регулированию криптовалют. Они признаются законной собственностью в соответствии с Законом о платежных услугах (Payment Services Act, PSA). Криптовалютные биржи в стране должны регистрироваться в Агентстве финансовых услуг (Financial Services Agency, FSA) и соблюдать обязательства по противодействию отмыванию денег и финансированию терроризма (AML/CFT). В 2020 году в стране была учреждена Японская ассоциация виртуальных валютных бирж (Japanese Virtual Currency Exchange Association, JVCEA), и все криптовалютные биржи являются ее членами. Япония рассматривает прибыль от торговли криптовалютами как прочие доходы и соответственно облагает налогами инвесторов.

В июне 2022 года Япония стала одной из первых крупных экономик, установивших нормативную базу для стейблкоинов. Принятый законопроект разъясняет правовой статус стейблкоинов, определяя их, по сути, как цифровые деньги. Согласно новому закону, стейблкоины должны быть привязаны к иене или другому законному платежному средству и гарантировать владельцам право выкупить их по номинальной стоимости. Стейблкоины могут выпускаться только лицензированными банками, зарегистрированными агентами по переводу денежных средств и трастовыми компаниями. Регулирование не распространяется на существующие обеспеченные активами стейблкоины от зарубежных эмитентов, такие как Tether, или их алгоритмические аналоги.

Объем спотовых торгов основными криптовалютами в Японии

В октябре 2023 года, млрд японских иен



Источник: JUCEA

В марте 2023 года компания G.U. Technologies — разработчик блокчейна Japan Open Chain — сообщила об эксперименте по выпуску стейблкоина при участии трех японских банков. Tokyo Kiraboshi Financial Group, Minna Bank и Shikoku Bank в рамках эксперимента выпустят стейблкоины на этом блокчейне. В будущем планируется внедрение системы стейблкоинов, отвечающей требованиям японского законодательства, с участием местных органов власти и частных компаний.

Кроме того, в июне вице-президент Mitsubishi UFJ Financial Group (MUFG) по продуктам Тацүя Сайто сообщил, что крупнейший банк Японии ведет переговоры с несколькими компаниями об использовании своей блокчейн-платформы Progmatic для выпуска стейблкоинов, привязанных к иностранным валютам, включая доллар США.

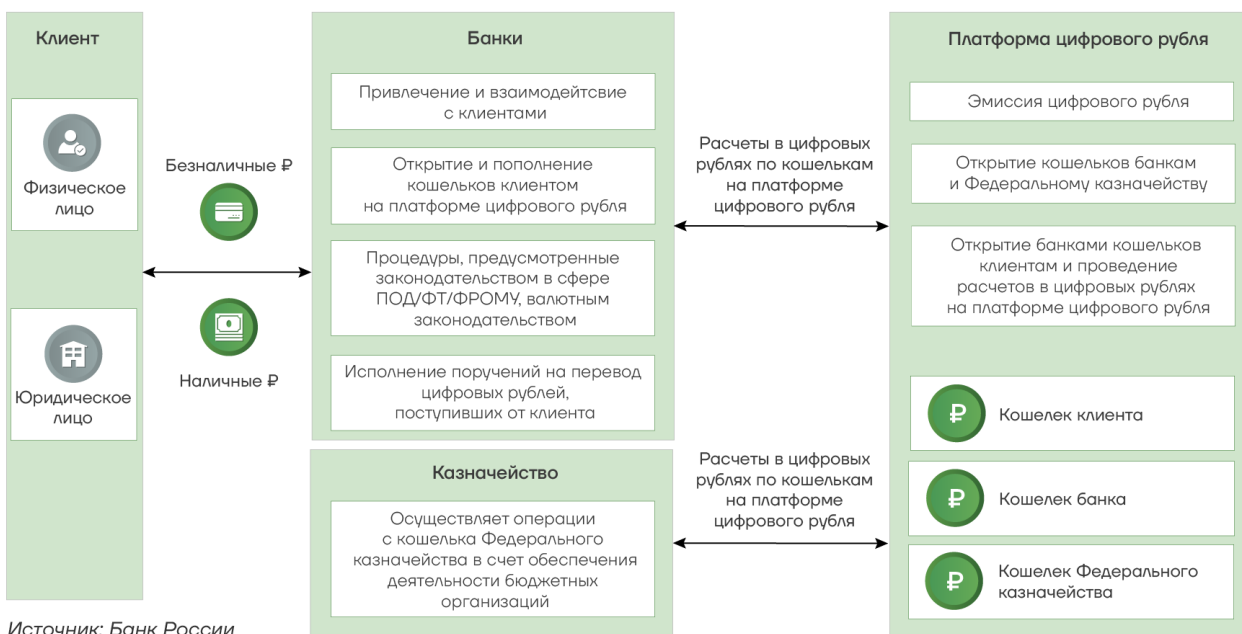
Параллельно Банк Японии работает над проектом создания цифровой иены. В июле регулятор начал серию обсуждений с 60 компаниями пилотной программы по развитию цифровой валюты центрального банка. ЦБ уточнил, что решение о том, будет ли Япония выпускать цифровую иену, еще не принято. Пока же Банк Японии продолжает подготовку к потенциальному выпуску CBDC, проводя технические эксперименты.

Российский подход

В России уже введена цифровая форма национальной валюты. Соответствующие законы (№ 339-ФЗ и № 340-ФЗ) вступили в силу с 1 августа 2023 года.

Все три формы рубля — наличная, безналичная и цифровая — равноценны. С августа центробанк приступил к пилотированию операций с реальными цифровыми рублями с привлечением узкого круга клиентов 13 банков. Массовое же внедрение цифрового рубля будет происходить поэтапно в течение нескольких лет.

Схема двухуровневой розничной модели цифрового рубля



В стране также установлена правовая база для развития рынка цифровых финансовых активов. ЦФА определены в законе как цифровые права, включающие денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске ЦФА. Выпуск, учет и обращение ЦФА возможны только путем внесения записей в информационную систему на основе распределенного реестра. В отличие от криптовалют, ЦФА обеспечены реальными активами. Однако использование цифровых финансовых активов в качестве средства платежа на территории РФ запрещено законом о ЦФА, вступившим в силу в январе 2021 года.

Что касается криптовалют, вопросы организации их выпуска, непосредственно выпуска и обращения в России законодательно не урегулированы. Криптообменники, криптобиржи, P2P-платформы и другие операторы криптовалютного рынка остаются вне правового поля.

Банк России видит значительные риски для финансового рынка в связи с широким распространением криптовалют. Как отмечается в докладе ЦБ «Криптовалюты: тренды, риски, меры», отсутствие ограничений и дальнейший рост объемов инвестирования в криптовалюты российскими гражданами, а также масштабное

вовлечение в рынок банков и других финансовых организаций могут нести системные угрозы для благосостояния граждан и финансовой стабильности.

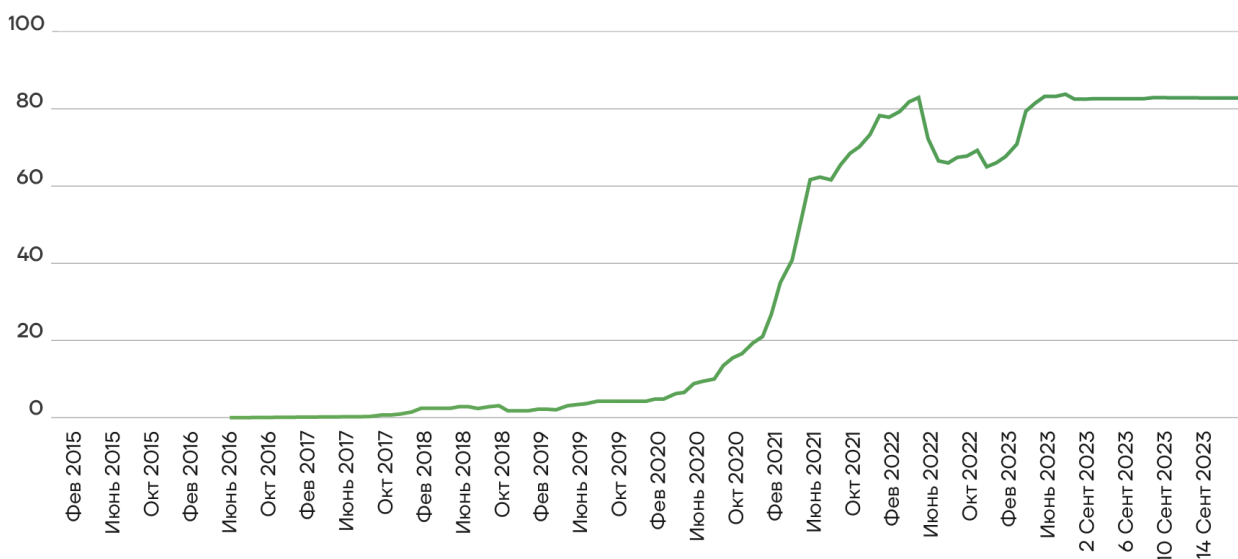
Перспективы крипторынка

Высокая волатильность криптовалют делает их непригодными и ненадежными в качестве платежного средства. Популярность на этом фоне набирают стейблкоины как способ обеспечить криптовалюту активами, имеющими реальную ценность. Сторонники стейбкоинов утверждают, что привязка к другим активам делает их более подходящими для осуществления платежей.

Однако не все стейблкоины одинаковы. Некоторые из них обеспечены фиатной валютой или корзиной валют, другие — товарами, третьи имеют криптовалютное обеспечение. Отдельную категорию составляют алгоритмические стейблкоины. Они вовсе не имеют обеспечения, а их стабильная стоимость поддерживается с помощью алгоритмов и смарт-контрактов, посредством которых осуществляется увеличение или сокращение предложения токенов. Крах проекта Luna (LUNA) и связанного с ним стейблкоина TerraUSD (UST) продемонстрировал уязвимость алгоритмических стейбкоинов, но также привлек внимание к другим стейблкоином, особенно Tether (USDT). Стоимость USDT привязана к доллару США. В теории это означает, что Tether не должен быть столь же подвержен волатильности, как другие криптовалюты, включая биткоин. Однако по данным CoinMarketCap на 13 декабря, рыночная капитализация USDT составляет более \$90 млрд. Скептики полагают, что у компании, выпускающей Tether, нет резервов на аналогичную сумму.

Рыночная капитализация Tether (USDT)

С февраля 2015 года по 17 сентября 2023 года, млрд долл.



Источник: данные coinmarketcap.com

Сейчас стейблкоины преимущественно используются для облегчения торговли, кредитования и заимствования других цифровых активов внутри криптоэкосистемы, а не за ее пределами. Поэтому дискуссия об использовании стейблкоинов для платежей в основном касается потенциала технологии, а не ее нынешнего применения.

В целом проникновение виртуальных валют в традиционный финсектор оказалось не столь велико, как надеялись криптоэнтузиасты. К примеру, Ripple (XRP) позиционировалась как потенциальная замена таких систем межбанковских транзакций, как SWIFT, но ее применение не стало масштабным. Как альтернатива банкам определенное преимущество имеют децентрализованные финансы. Система DeFi предлагает пользователям ряд инструментов, включая депозиты и заимствования под низкий процент за счет отсутствия банковской инфраструктуры и связанных с ней издержек. Среди других преимуществ — отсутствие прямой зависимости от ставки ЦБ, так как DeFi к ней не привязан, и высокая скорость операций без заключения договоров. Масштаб распространения DeFi будет зависеть от того, насколько широкий спектр услуг удастся обеспечить, насколько велики будут объемы сделок, но также и от степени внимания регуляторов к этой системе.

Другой вариант применения криптовалют заключается в том, что они могут использоваться как золото и другие активы-убежища. Такую роль уже играют биткоин и некоторые топовые альткоины, которые годами сохраняют высокую стоимость. Волатильность в этом случае гораздо выше, чем у традиционных защитных активов. Однако из-за удобства технологии инвесторы могут самостоятельно и очень быстро совершать сделки для управления рисками, например, переводить средства в Tether или другие стейблкоины.

Криптовалюты в целом удобны для быстрого перевода денег в доллары — или в тот же Tether, который привязан к USD в соотношении 1 к 1 — и для последующей оплаты покупок по всему миру. Однако вложения в криптовалюты сопряжены с рисками потери денег из-за введения регуляторных ограничений или действий частных игроков. К примеру, Binance в 2022 году ввела ограничения для пользователей из России, а в 2023 году объявила об уходе из страны.

Криптовалютный рынок продолжит расти, но он остается непрозрачным. Регуляторы разных стран предупреждают о сопутствующих рисках для финансовой системы. Власти по всему миру ищут способы регулирования цифровых валют, но это может быть сложной задачей даже с точки зрения правового определения криптоактивов. Консенсуса относительно того, считать ли их валютами, собственностью, ценными бумагами или чем-то еще, нет.

Общность подходов заключается в том, что ни одна страна, кроме Сальвадора, не рассматривает криптовалюты как законное платежное средство.

Регуляторы видят преимущества новых технологий и не хотят уступать частному сектору контроль над сферой цифровых платежей на фоне сокращения использования наличных денег. Но центробанки делают ставку главным образом на цифровые версии национальных валют, эмитентом которых выступает государство. По оценкам Банка международных расчетов (БМР), к концу десятилетия 24 центральных банка в странах с развивающейся и развитой экономикой будут иметь в обращении собственные цифровые валюты.

Можно ожидать, что в предстоящие годы контроль за криптоиндустрией усилится. Введение дополнительных норм для регулирования сектора способно укрепить стабильность и легитимность рынка, хотя это также может привести к росту расходов на соблюдение требований и меньшему количеству инноваций.

Наибольшими перспективами интеграции в мировую финансовую систему обладают биткоин как доминирующая криптовалюта, Ethereum благодаря его высокой стоимости и тому факту, что на нем работает DeFi, сами децентрализованные финансы, а также стейблкоины и цифровые финансовые активы. ЦФА по своей сути аналогичны стейблкоинам, но выпускаются они эмитентами, прошедшими проверку и внесенными центробанком в специальный реестр, причем эмитенты берут на себя предусмотренные законодательством обязательства перед инвесторами. Такой порядок обеспечивает высокий уровень прозрачности, а следовательно, меньше претензий со стороны регуляторов и более благоприятные условия для встраивания в финансовую систему.

Активы, представленные на рынке криптовалют, весьма разнородны по своей специфике и перспективам. Новые токены появляются регулярно, но взлет стоимости не гарантирует их устойчивость и жизнеспособность. При этом цифровые активы, которые хорошо себя зарекомендовали, имеют практическое применение и в особенности те, что выпускаются или контролируются государственными акторами, постепенно встраиваются в финсектор. Эта тенденция, вероятно, продолжится, но существенным ограничением, помимо технологических факторов, останутся действия регуляторов. Рынок криптовалют остро реагирует на громкие судебные разбирательства, поскольку, несмотря на всю свою свободу и отход от централизованных процессов, он все же подвержен влиянию госрегулирования. Именно государство решает, правомерны ли операции с криптовалютами, и определяет нормативные рамки для них. Без соблюдения «правил игры», установленных регуляторами, рынок останется именно лотереей.

- Непрозрачность рынка криптовалют, их высокая волатильность и возможность использования для обхода законодательства остаются источниками риска для мировой финансовой системы.
- Внимание регуляторов и законодателей к цифровым активам растет, и в перспективе контроль продолжит усиливаться.
- Ужесточение регулирования способно укрепить стабильность и легитимность крипторынка, но также может увеличить расходы на соблюдение требований и ограничить инновации.
- Перспектива введения дополнительных ограничений останется одним из основных рисков для криптоиндустрии.
- Наибольшими перспективами обладают биткоин, Ethereum, DeFi, а также стейблкоины и цифровые финансовые активы, особенно те, что выпускаются или контролируются центробанками.