Четыре причины, почему ЦФА, ГЦП, криптовалюты и токены могут не оправдывать ваших ожиданий

Егор КРИВОШЕЯ,
соосновательконсалтинговой компании Futureproof

Криптовалюты переживали несколько активных периодов интереса. Ряд ранних последователей начал говорить, что это изменит мир, еще в конце 2000-х годов, когда появился whitepaper Сатоши Накамото, связанный с биткоином.

Настоящий бурный рост интереса произошел в 2017–2019 годах, когда цена наиболее популярных криптовалют начала резко расти в десятки раз, а помимо криптовалют мир увидел и другие токены, связанные с проектами и реальными активами. Третья волна популярности криптовалют/токенов и ЦФА (цифровые финансовые активы) / ГЦП (гибридные цифровые права) в России пришлась на 2022–2023 годы, когда международные ограничения привели к ускоренному поиску альтернативных инструментов инвестирования, осуществления международных платежей и управления корпоративными или личными финансами.

При этом всем к середине 2024 года может сложиться впечатление, что интерес ушел совершенно. Даже довольно громкие новости о законе о криптовалютах все чаще встречаются бизнесом со скепсисом. В этой статье я решил поделиться своими мыслями, родившимися исходя из анализа рынка и общения с партнерами и клиентами, о том, почему интерес к криптовалютам начал угасать.

Даже довольно громкие новости о законе о криптовалютах все чаще встречаются бизнесом со скепсисом

Частично это связано с наиболее популярным и, возможно, естественным ходом развития трендов: согласно циклу хайпа Gartner технологические инновации после подъема на пик хайпа чаще всего падают в «долину разочарования» перед тем, как стать массово применимыми в бизнесе. Бизнес-применения блокчейна, web3, NFT, токенизация реальных активов и криптовалюты как раз были на пике глобального хайпа с 2018-го по 2022 годы. Если верить подходу коллег из Gartner, большинство упомянутых технологических инноваций как раз должны быть на дне «долины разочарований» или постепенно подбираться к понятным, пусть и нишевым, бизнес-применениям. Так произошло, например, с бизнес-применениями блокчейна: незаметно они стали стандартом для корпоративного голосования или отслеживания сложных цепочек взаимодействия

между разрозненными стейкхолдерами (например, при цепочке поставок товаров, особенно дорогих). Но вот в родных финансах некоторые блокчейн-продукты начинают стагнировать, и одним лишь периодом после хайпа это не объясняется.

Причина 1: ЦФА могут помочь с привлечением ликвидности, но столкнулись с проблемой курицы и яйца.

Согласно данным Банка России, к концу первого квартала 2024 года рынок ЦФА достиг объемов в 88.7 млрд рублей, из которых около 24.7 млрд приходится на первый квартал 2024 года. При этом около 80% всех выпусков — это денежные требования со сроком погашения до 6 месяцев и только единичные случаи — это выпуск более сложных продуктов (например, привязанных к стоимости актива, такого как недвижимость, драгоценные металлы или ГЦП).

В целом, даже глядя на макростатистику, видно, что ЦФА дает возможность получить ликвидность. Компании выпускают их на короткие сроки, чтобы привлечь относительно быстрое и, возможно, дешевое финансирование на фоне высоких процентных ставок. Пусть объемы и некрупные по сравнению с классическим финансовым рынком, но в этом есть и главные преимущества, и проблемы. С одной стороны, ЦФА становится все понятнее и инвесторам, и эмитентам как инструмент с четкой ценностью (замена коротким облигациям). С другой — сама структура ЦФА позволяет делать более прорывные финансовые инновации, в том числе, например, привязку выплат к стоимости различных активов или использование ГЦП для обеспечения не только финансовых потоков, но и поставок товаров/услуг. Но большая часть инвесторов об этом не задумывается, потому что нет уверенности в спросе и нет целостной картины на предложение.

Здесь возникает проблема курицы и яйца: эмитенты не уверены, что инвесторам будет интересен сложный продукт, поэтому они не выпускают более сложные и необычные продукты. Операторы информационных систем, будучи коммерческим бизнесом, адаптируют путь инвестора и эмитента, в первую очередь под короткие ЦФА, не инвестируя в разработку альтернативных инструментов. Инвесторы, в свою очередь, формируют образ ЦФА как инструмента замены коротких облигаций. В итоге это замкнутый цикл, вырваться из которого помогают только громкие эксперименты со стороны инвесторов или операторов.

Чтобы ЦФА стали инструментом перестройки финансовых рынков, важно экспериментировать с новыми формами инструментов. Для этого инвесторам важно понять базовые принципы формирования ЦФА, а для этого могут потребоваться отдельные кросс-функциональные команды или разные компетенции. Так, например, в ЦФА в целом сильно меньше ограничений на то, как может структурироваться актив. То же самое с привязкой к стоимости какого-то актива или показателя: выпуская финансовый инструмент с платежами, определяемыми на основе какого-то другого актива (например, драгоценных металлов или камней), эмитент может сам определить источник такой информации. Некоторые компании экспериментируют с ЦФА, выделяя отдельные команды, которые занимаются созданием идей для рынка, но пока это более редкие обстоятельства и чаще ЦФА — участь финансового департамента эмитента. Более креативные подходы могут помочь инвесторам вырваться из классических инструментов и добавить рынку новых предложений.

Мы когда-то экспериментировали с крупными эмитентами, организовывая работу лабораторий по созданию ЦФА-продуктов. В целом, выделив ЦФА как одно из стратегических направлений развития инвестиционного блока, компании могут начать генерировать новые идеи продуктов на потоке с помощью инструментов дизайн-мышления и экспертного погружения в основы работы рынка. Но для этого важно, чтобы менеджмент эмитента действительно видел ценность в трансформации рынка. Пока рынок все еще находится на ранней стадии, эмитенты, которые будут первопроходцами в новых инструментах, могут сформировать некоторые правила под себя. Если же вам ближе замена коротких облигаций, здесь изобретать велосипед может быть лишним, и можно воспользоваться уже имеющейся инфраструктурой, но и отличных от рыночных условий тоже ожидать вряд ли стоит.

Причина 2: ГЦП могут привести к новой экономике, но это требует перестройки мышления и принципов финансовых отношений от всех заинтересованных сторон.

Продолжая рассуждения из предыдущей причины, ЦФА вместе с утилитарными цифровыми правами (УЦП) могут позволить компаниям не только получать и обеспечивать финансовый интерес, но и работать с поставками товаров и услуг через предоставление цифрового обязательства. Гипотетически это может привести к новым экономическим отношениям между компаниями, когда можно обмениваться товарами и услугами практически по бартеру. В условиях международных ограничений такой обмен может привести к активизации международных бизнес-отношений и помочь обойти недостатки существующей глобальной финансовой системы. Например, поставлять ресурсы в другую страну можно не через серию оплат и договоров, а через покупку ГЦП.

Тем не менее обратная сторона медали такого рефокуса с традиционных финансовых отношений на ГЦП подразумевает, что мы отказываемся от существующих выстроенных систем: платежей, учета, бухгалтерских и других специфик, и начинаем выстраивать альтернативную систему, схожую на бартер. На этом этапе у крупных эмитентов и контрагентов может возникнуть ряд довольно утилитарных вопросов: как учитывать ГЦП, как перестроить внутренние процессы и т. д. Чтобы ГЦП начали работать на масштабе, эмитенту требуется переосмысление текущего организационного дизайна, как минимум в части финансовых взаимоотношений с контрагентами, а это проект, который выходит далеко за рамки сугубо инвестиционных и финансовых вопросов и может требовать трансформации на уровне топ-менеджмента.

Причина 3: Криптовалюты могут помочь с международными расчетами, но здесь есть и риски.

Российский рынок долгое время ждал регулирования криптовалют и наконец, спустя несколько лет получил ряд новых законов. С ноября юрлица смогут добывать криптовалюту после включения в специальный реестр, а физлица смогут делать это и без реестра, если будут оставаться в лимитах энергопотребления. С сентября, помимо прочего, возможно также в рамках экспериментального режима проводить международные расчеты с помощью криптовалюты. В целом проект может позволить обойти ограничения в международных расчетах в связи с трудностями использования классической финансовой инфраструктуры, но здесь есть несколько подводных камней.

Во-первых, криптовалюты уже ассоциируются с некоторыми мифами — слишком высокая волатильность стоимости, отсутствие быстрой замены классическим финансовым инструментам, особенно платежам, и немалое количество мошеннических проектов. Как следствие, ряд компаний могут быть скептически настроены к оплате в криптовалюте или приему их для платежей. И это касается как российских компаний, так и международных.

Во-вторых, регулирование криптовалют по миру неоднородно. В некоторых странах криптовалюты действительно могут пользоваться популярностью из-за развитой финтех-индустрии. Например, к таким странам можно отнести Гонконг. Но в некоторых странах, таких как Китай, действуют серьезные ограничения на криптовалюты. И это важно учитывать при работе с контрагентами. Как следствие, новое регулирование может позволить сделать платеж в другие страны, но вот захотят ли такой платеж принимать — вопрос все еще открытый. Поэтому помимо сугубо финансовых отношений и технологических возможностей, важно еще и учитывать спрос и готовность со стороны контрагентов.

Причина 4: Мы все еще воспринимаем блокчейн-проекты через призму существующих экономических и финансовых механик, не давая развиться новым инструментам.

Как можно заметить из анализа причин выше, практически все причины так или иначе связаны с восприятием финансовых продуктов на основе блокчейн-технологий через привычные рамки. Поэтому в четвертой причине хочется напомнить о том, что за многими токенами и криптовалютами стоит не только модель расчета финансовых потоков. Венчурный фонд a16z опубликовали модель, описывающую ценность web3 проектов (Рисунок 1). Ценность зависит не только от стоимости токена, через который инвесторы предоставляют всей сети финансовый капитал, и функциональности протокола, разработанного ключевой командой. Помимо сетевых эффектов от пользователей важна также сеть майнеров/валидаторов и сторонних разработчиков, которые предлагают смежные приложения в сети (например, на протоколе Ethereum или у оператора информационных систем).

Из-за такой сложносоставной системы создания ценности, при выборе платформы или выпуске новых инструментов, особенно в распределенном формате (web3, DeFi), важно помнить о том, что принципы оценки и создания ценности здесь сложнее, чем в классических финансовых инструментах. Поэтому при структурировании инструмента важно закладывать еще и выбор площадки, оценку стратегических перспектив платформы и связи с другими проектами.

КАК ИСПОЛЬЗОВАТЬ ИНСТРУМЕНТЫ НА ОСНОВЕ БЛОКЧЕЙН-ТЕХНОЛОГИЙ НА ПОЛНЫЙ ПОТЕНЦИАЛ?

Во-первых, важно перестроить отношение к таким продуктам. Для формирования эффективных ЦФА, ГЦП и токенов компаниям-эмитентам важно быть готовыми выделить кросс-функциональную команду, в которую войдут как минимум финансисты, юристы, стратеги/аналитики и представители бизнеса/ключевых продуктов. Разные компетенции нужны, чтобы получить целостную картинку, и только одно направление здесь может не учесть всей специфики. Финансисты помогут структурировать актив, юристы — учесть регуляторные ограничения, аналитики — оценить эффекты на ценность, а представители ключевых продуктов — связать актив с реальным бизнесом.

Во-вторых, будьте готовы экспериментировать, в том числе в рамках лаборатории. Продукты на основе блокчейна уже дают довольно понятные выгоды (например, альтернатива коротким облигациям), но, в целом, их можно использовать довольно гибко, структурируя удобные продукты. Для создания таких продуктов нужно понимать запросы и эмитентов, и инвесторов, а это отдельная самостоятельная работа, под которую можно выделить ресурсы или провести обучение/консалтинг.

В-третьих, продукты на основе блокчейна работают по другим принципам, чем классические финансовые продукты. Для этого нужно быть готовым отходить от устоявшихся паттернов анализа и эмиссии инвестиционных или долговых инструментов.

Ну и, наконец, важно помнить, что блокчейн — это один из видов распределенных реестров, которые, в свою очередь, являются сквозными технологиями. Эмиссия подобных продуктов может быть одним из этапов более масштабного технологического лидерства в индустрии или управления цифровыми инновациями. Для этого может понадобиться организационный редизайн и системный подход к управлению инноваций, а это уже более масштабный проект, чем только эмиссия инструмента. Задать себе вопрос «зачем нам нужен этот инструмент» — это самый полезный первый шаг.

Рисунок 1
Система создания ценности в проектах на основе блокчейн-технологий

Источник: адаптировано командой futureproof на основе материалов a16z