

UDC: 34(042)(575.1)
ORCID: 0000-0002-9125-5898

ICO И STO КАК СПОСОБЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ СРЕДСТВ И ИХ ПРАВОВЫЕ ОСОБЕННОСТИ

Батирова Камола Юсуповна,
преподаватель кафедры «Бизнес-право»
Ташкентского государственного юридического университета,
e-mail: batirovakamola@gmail.com

Аннотация. Целью данной статьи является анализ особенностей таких видов методов привлечения финансовых средств, как ICO (первичное предложение монет) и STO (предложение токенов ценных бумаг). Данные методы на сегодняшний день являются одними из самых популярных способов корпоративного финансирования. Особенностью данных форм финансирования является то, что процесс происходит на цифровой платформе, что позволяет избежать транзакционных издержек и участия третьих сторон – финансовых посредников. В статье изучены значение криптоактивов, отличительные черты, статистические данные по проведенным предложениям цифровых активов на мировом уровне. Также автором проведен сравнительный анализ ICO и STO на основе действующего законодательства Республики Узбекистан изучен вопрос разрешенных токенов в нашей республике. В данной работе также отражен краткий анализ практики и законодательное регулирование выпуска токенов зарубежными странами, где на сегодняшний день находятся самые крупные разработчики и эмитенты токенов. В частности, изучены регулирующие нормативно-правовые акты таких стран, как США, Сингапур и Швейцария. Установлено, что законодательством Узбекистана разрешен выпуск обеспеченных токенов. Раскрывается вопрос о дозволенности проведения ICO или STO в Республике Узбекистан.

Ключевые слова: цифровые активы, блокчейн, токены, токены ценных бумаг, криптобиржи, эмитент, цифровая платформа, первичное предложение.

ICO VA STO MOLIVAVIY RESURLARNI JALB QILISH USULLARI SIFATIDA AKS ETISHI HAMDA ULARNING HUQUQIY JIHATLARI

Batirova Kamola Yusupovna,
Toshkent davlat yuridik universiteti
“Biznes huquqi” kafedrası o‘qituvchisi

Annotatsiya. Ushbu maqolaning maqsadi ICO (tangalar birlamchi taklifi) va STO (qimmatli qog‘ozlar tokeni taklifi) kabi moliyaviy mablag‘lar jalb qilish usullarini tahlil qilishdir. Bu usullar hozirda korporativ moliyalashtirishning eng mashhur usullaridan biri hisoblanadi. Ushbu moliyalashtirish shakllarining o‘ziga xosligi shundaki, bu jarayon raqamli platformada amalga oshirilib, tranzaksion xarajatlarni va uchinchi shaxslarning, ya‘ni moliyaviy vositachilarning ishtirokini bartaraf qiladi. Maqolada kriptoaktivlarning ahamiyati, o‘ziga xos xususiyatlari, jahon bozorida kriptoaktivlarning takliflari bo‘yicha statistik ma‘lumotlar o‘rganilgan. Shuningdek, muallif ICO va STO ni qiyosiy tahlil qilgan va O‘zbekiston Respublikasining amaldagi qonunchiligiga asoslanib, respublikamizda ruxsat etilgan tokenlar chiqarish masalasini o‘rganib chiqdi. Ushbu maqolada, shuningdek, bugungi kunga kelib, tokenlarning eng yirik ishlab chiquvchilari va emitentlari joylashgan xorijiy mamlakatlarning tokenlarni chiqarish amaliyoti va qonunchilik bilan tartibga solishining qisqacha tahlili aks ettirilgan. Jumladan, AQSh, Singapur va Shveysariya kabi davlatlarning normativ-huquqiy hujjatlari o‘rganildi. O‘zbekiston Respublikasining amaldagi qonunchiligi ta‘minlangan tokenlarni chiqarishga ruxsat beradi. Bu maqola esa O‘zbekiston Respublikasida ICO yoki STODan qay biri ruxsat etilganligi masalasini ochib beradi.

Kalit so‘zlar: raqamli aktivlar, blokcheyn, tokenlar, qimmatli qog‘ozlar tokeni, kripto-birja, emitent, raqamli platforma, birlamchi taklif.

ICO AND STO AS METHODS OF FUNDRAISING AND THEIR LEGAL FEATURES

Batirova Kamola Yusupovna,

Lecturer of the Department of Business Law
of Tashkent State University of Law

Abstract. The aim of this article is to analyze the features of methods of raising funds such as ICO (initial coin offering) and STO (securities token offering). These methods are currently one of the most popular methods of corporate financing. The peculiarity of these forms of financing is that the process takes place on a digital platform, which avoids transaction costs and the participation of third parties, financial intermediaries. The article examines the value of crypto assets, distinctive features, statistical data on the conducted offers of digital assets at the global level. The author also conducted a comparative analysis of ICO and STO and studied the issue of permitted tokens in our republic according to the current legislation of the Republic of Uzbekistan. This paper also reflects a brief analysis of the practice and legislative regulation of the issue of tokens in foreign countries, where, at present, the largest developers and issuers of tokens are located. In particular, regulatory legal acts of countries such as the USA, Singapore and Switzerland have been studied. The legislation of the Republic of Uzbekistan allows the issue of secured tokens. And this article reveals the question of the permissibility of ICO or STO in the Republic of Uzbekistan.

Keywords: crypto assets, blockchain, tokens, equity tokens, crypto-exchange, issuer, digital platform, initial offering.

Введение

С развитием правоотношений в цифровой сфере и глобального переосмысления подходов к бизнесу на сегодняшний день представляется невозможным существование бизнеса, намеренного выйти на мировой рынок товаров и услуг, без цифровых объектов современных экономических отношений.

Также отдельного внимания в данной сфере заслуживают изменения и дополнения, внесенные в Положение о порядке лицензирования криптобирж, согласно которым более детально регламентированы правовые основы обращения токенов в Республике Узбекистан.

В этой связи в данной статье изучены вопросы, касающиеся правовой природы, сути, особенностей, принципов, регулирующих норм, механизма, рисков и преимуществ методов привлечения финансовых средств посредством цифровых ценных бумаг. Данные методы являются схожими с простым первичным публичным предложением акций.

Материалы и методы

В рамках исследования будут проанализированы такие методы, как ICO и STO.

При исследовании использовались следующие научные методы: структурно-логический, сравнительно-правовой, статистический, описательный, системно-структурный, а также диалектический метод научного познания, сбор и анализ научного и практического материала.

Результаты исследования

В чем заключается особенность успешных, молодых и быстроразвивающихся моделей финансирования бизнеса?

Первые цифровые активы возникли в 2008 г. на основе анонимного проспекта, автором которого был Сатоши Накамото. Однако до сегодняшнего дня личность Накамото не установлена, и кто это – отдельная личность или группа людей – неизвестно. Как указывает создатель биткоина в своем тезисе (white paper) о биткоине, особенностью и главной целью криптовалют является исключение из взаимоотношений между покупателем и продавцом третьей стороны, финансового посредника [1]. То есть система электронных денег позволяет совершать операции между сторонами напрямую, минуя любые финансовые институты.

И с момента создания биткоина началась эра криптоактивов, были созданы еще несколько тысяч криптовалют [2] для широкого круга транзакций на мировых торговых площадках, работающих онлайн. Кроме онлайн-площадок, многие из них могут быть использованы и благотворительными, а также политическими организациями. Однако предполагается, что популярность данных объектов среди обычных граждан и финансовых институтов в том, что особенностью является не только сами криптовалюты, но и финансовые программы, которые возможно применить в отношении этих объектов финансовых правоотношений: смарт-контракты или ICO [3].

ICO, то есть Initial Coin Offerings, в переводе с английского означает «первичное предложение монет». Первичное предложение монет включает в себя создание цифровых токенов молодыми стартап-компаниями и их распространение среди инвесторов в обмен на фиатную валюту, а в некоторых случаях на криптовалюту [4].

Также рядом ученых дается более широкое определение первичного предложения монет. Это новый способ привлечения средств через предложение и продажу группой разработчиков или компании неограниченному кругу лиц (инвесторов или вкладчиков) специальных криптоактивов (например токенов) специально созданных и выпущенных на распределенных реестрах, иногда сопровождаемые «предварительными продажами» (pre-sale), и целью которых является начало бизнеса или разработки специальной области управления проектами, основанные в некоторых случаях на распределенной технологии, обычно в обмен на уже существующие обычные криптоактивы, такие как биткоин, Эфир или др., или даже фиатные валюты [5].

Разъясняя правовую природу первичного предложения монет, стоит в первую очередь обратить внимание на тот факт, что в процессе предложения:

- возможен выпуск любого рода токенов, вне зависимости от экономической характеристики и юридической конструкции;
- могут выпускаться по разным мотивам: для предоставления доступа к товарам и услугам эмитента, финансирования определенного проекта и предоставления права на долю от этого проекта;
- нет конкретного правового регулирования со стороны государств и конкретного механизма защиты прав инвесторов;
- есть вероятность ничтожности приобретаемых токенов в случае провала проекта, на который и направлены данные токены.

На сегодняшний день механизм первичного предложения монет является весьма популярным, но для некоторых правовых систем экзотичным понятием. Однако невозможно отрицать факт того, что данный механизм наравне с первичным публичным предложением акций также привлекательный для компаний, иногда и более привлекательный, чем предложение акций на бирже [6].

Как упоминалась ранее, главной особенностью торговли криптоактивами является отсутствие финансовых посредников, и ICO, в отличие от IPO, подразумевает продажу либо доли в каком-то проекте, либо будущие доходы от него, или же доступ к товарам и услугам эмитента этих токенов. В отличие от традиционного IPO, тут не продается юридическая доля в компании, так как сама компания существует, по сути, в интернете. Продаются токены, которые должны вырасти в цене, если команда основателей все сделает так, как обещала. Однако данные токены могут и не принести никакого дохода и даже могут быть ничтожными, что, в свою очередь, приведет к потерям держателей этих токенов. Другой особенностью ICO является именно увеличение собственного капитала, при этом максимально минимизируя транзакционные издержки [7], которые в некоторых случаях могут достигать нескольких сотен тысяч или миллионов долларов. Из схожих моментов можно отметить, что они оба используются для привлечения средств для начинающих компаний, оба могут привлечь значительные объемы инвестиций, и оба имеют потенциал сделать основателей компаний богатыми [8].

Для подтверждения вышеуказанного, в таблице приведены статистические данные по проведенным публичным предложениям монет, которые показывают нарастающий интерес общества и самих компаний к данному способу увеличения своего капитала.

Годы	Общее количество проведенных ICO	Общая сумма привлеченных средств	Основные центры по количеству проведенных ICO	Основные центры по объему привлеченных средств посредством ICO
2016	43	\$95 181 391		
2017	453	\$6 576 372 746	США, Россия, Сингапур	США, Швейцария, Сингапур
2018	1082	\$21 576 147 596	США, Сингапур, Великобритания	Великобритания, Сингапур, Британские Виргинские острова
2019	981	\$3 336 453 503,99	Сингапур, Великобритания, Эстония	Тайвань, Сингапур, Кайманские острова

Источник: [9-12].

Статус ICO

Несмотря на то, что процесс ICO уже известная и популярная тема, на данный момент правовой статус ICO не определен ни в одной стране – инвесторы никак юридически не защищены в случае провала на рынке объекта своего финансирования [13]. Да и законодательства разных стран весьма по-разному относятся и к самим токенам, которые являются своего рода результатом ICO. Если одни страны поощряют такие инновационные методы финансирования, то другие вовсе запрещают этот способ привлечения инвестиционных активов. На сегодняшний день ярким примером критического подхода к проведению ICO на законодательном уровне является опыт Китайской Народной Республики и Северной Кореи. В Китае запрет на ICO ограничивается не только вопросами выпуска и обращения токенов на территории Китая, но и благодаря экстра-территориальным принципам китайских уголовных законов [14] организаторы и промоутеры зарубежных ICO и бирж не могут быть свободны от юрисдикции китайских уголовных законов, если эти лица являются гражданами Китая, или если китайские инвесторы инвестировали в зарубежные ICO или торговали криптовалютами на зарубежных биржах [15].

Так как ICO является процессом выпуска в обращение любого вида токенов, не только токенов активов (ценных бумаг), то сложно определить на законодательном уровне этот метод сбора денежных средств, так как это могут быть разного рода проекты, товары, услуги, и охват всех сфер, где можно продавать токены, представляется невозможным.

Правовое регулирование ICO

Правовое регулирование ICO, да и самого рынка токенов, носит неоднозначный характер во всех странах мира. Как приводилось ранее в таблице, основными центрами для ICO в последние года были такие страны, как США, Великобритания, Сингапур и Швейцария. Законодательное регулирование процесса предложения монет в этих странах осуществляется по-разному, однако это не предполагает того, что законодательство этих стран четко и ясно установило правовой статус, механизм и правовое регулирование данного процесса. Законодательство этих стран объединяет одно:

нет специально разработанного отдельного регулирования процесса предложения монет. Но в то же время, по мнению некоторых ученых [16], считать, что ICO является совсем неурегулированной сферой, будет ошибочно, так как общее регулирование ценных бумаг может применяться к ICO независимо от новой технологии, лежащей в их основе. По этой причине этот вопрос будет в будущем предметом активных правовых дискуссий и ряда регуляторных решений в ближайшие месяцы и годы в Европейском союзе, Соединенных Штатах Америки и других странах [17]. Далее будет изучен опыт вышеприведенных стран в сфере правового регулирования данного процесса.

Швейцария. Швейцария считается самой благоприятной, с точки зрения законодательства, страной для проведения ICO [18]. Однако швейцарский законодатель также не разработал и не выделил специальную нормативно-правовую базу, которая осуществляла бы регулирование данного процесса. Главным регулятором швейцарского рынка капитала выступает Швейцарский орган по надзору за финансовыми рынками (The Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA)) [19], который и определяет состояние финансового рынка, новых финансовых инструментов, осуществляет контроль над состоянием рынка, определяет право проведения ICO определенными эмитентами [20]. FINMA, в качестве регулятора швейцарского финансового рынка, лишь издал в 2018 г. «Руководящие принципы для запросов, касающихся нормативно-правовой базы для первичных предложений монет (ICO)» [21], и в 2019 г. – «Дополнения к Руководящим принципам для запросов, касающихся нормативно-правовой базы для первичных предложений монет (ICO)» [22].

Согласно вышеназванным принципам, токены по своей экономической природе и функциям делятся на три вида: платежные токены, служебные токены и токены активов. Платежные токены (синоним криптовалют) – это токены, которые предназначены для использования сейчас или в будущем в качестве платежного средства при приобретении товаров или услуг или в качестве средства перевода денег или ценностей. Криптовалюты не вызывают никаких претензий к их эмитенту.

Служебные токены – это токены, предназначенные для предоставления цифрового доступа к приложению или услуге с помощью инфраструктуры на основе блокчейна. Токены активов (ценных бумаг) представляют собой активы – требование должника о долевом участии эмитента. Токены активов обещают, например, долю в будущей прибыли компании или будущих потоках капитала.

Таким образом, с точки зрения их экономической функции, эти токены аналогичны акциям, облигациям или производным инструментам. Токены, которые позволяют торговать физическими активами на блокчейне, также попадают в эту категорию [23].

FINMA первые два вида токенов не рассматривает в качестве ценных бумаг, и, следовательно, эти токены (платежные и служебные) не были установлены, как подлежащие регулированию законодательства ценных бумаг. Подход швейцарского регулятора финансового рынка таков, что если в отношении правового положения и оборота токенов активов можно применить нормы законодательства о ценных бумагах, то в отношении других двух токенов должно применяться законодательство банковское, о коллективном инвестировании, по отмыванию денег [24].

США. Как и в других странах мира, в США тоже нет четко установленного регулирования выпуска токенов, если только они не попадают под категорию ценных бумаг. На общем уровне соответствующее регулирование ценных бумаг в США почти полностью определяется прецедентным правом, интерпретирующегося Актом о ценных бумагах 1933 года (Закон '33) и основывающимся на главных экономических характеристиках инвестиционных контрактов. В данном вопросе широко применяется прецедент Верховного суда США в деле о Хауи, который дал потрясающее определение инвестиционного контракта и определил основные принципы данных договоров (инвестиционные договора также признаются ценными бумагами). Согласно этому решению, инвестиционный договор состоит из четырех элементов, которые должны быть выполнены (тест Хауи): вложение денег (1) в общее предприятие (2) с разумными ожиданиями получения доходов (3) от предпринимательской

или управленческой деятельности других (4). Этот тест направлен на выявление основных экономических компонентов инвестиционной деятельности и гибко применяется ко всем “схемам, разработанным теми, кто стремится использовать чужие деньги, обещая прибыль”. Действительно, всякий раз, когда ожидается прибыль от значительных усилий других, между инвесторами и промоутерами возникает конфликт принципал-агент и, следовательно, информационная асимметрия в отношении намерения и способности промоутеров выполнить свои обещания. Поэтому именно в таких ситуациях, по крайней мере с классической экономической точки зрения, имеет смысл проспект, содержащий подробную информацию об инвестиционном проекте [25].

Если по результатам теста продажа токенов признается инвестиционным договором, то данные токены попадают под категорию ценных бумаг и будут регулироваться Актом о ценных бумагах от 1933.

Узбекистан. Как приводилось в начале нашей статьи, недавно были предприняты меры по разрешению и регулированию обращения токенов в нашей республике. Согласно относительно недавно внесенным изменениям, узбекский законодатель выделил два вида токенов: обеспеченные и не обеспеченные.

Первый вид – это обеспеченный токен. В самом нормативно-правовом акте установлено, что токен – единица учета в распределенном реестре данных, служащая для удостоверения обязательства или права собственности на определенный актив. Токен выпускается юридическими лицами или индивидуальными предпринимателями, прошедшими регистрацию на территории Республики Узбекистан с целью привлечения инвестиций и финансирования деятельности. Даже если в данном случае нет слова «обеспеченный», но из самого определения понятно, что законодатель подразумевает именно обеспеченный токен. Свидетельством такого подхода является определение, которое включает в себя удостоверение обязательств или права собственности на определенный актив. Анализируя данное разъяснение, приходим к выводу, что данный подход также повторяет подход швейцарского законодателя.

Вторым видом является необеспеченные токены. Согласно тому же приказу Директора национального агентства проектного управления, необеспеченный токен – токен, не обеспеченный каким-либо материальным или иным имуществом. С правовой точки зрения, данный вид объекта не несет никаких обязательств и не предоставляет никаких имущественных прав своему держателю. И в отличие от первого вида токенов, необеспеченные токены не содержат в себе никаких правовых гарантий. С экономической точки зрения, такой вид токена не представляет собой никакую финансовую ценность. Это своего рода пустой актив, за которым нет устойчивого материального объекта. И этот фактор делает данный вид объекта гражданских правоотношений высоко рисковым.

Также законодательством установлено, что на территории Республики Узбекистан запрещается выпуск, регистрация выпуска и размещение криптобиржами необеспеченных токенов, так как, исходя из своей сущности, именно необеспеченные токены:

- 1) являются высоко рисковыми;
- 2) могут выпускаться также недобросовестными лицами, которые намерены использовать данный финансовый инструмент как способ мошенничества.

Криптовиржа несет ответственность за выпуск, регистрацию выпуска, размещение и оборот необеспеченных токенов в соответствии с законодательными актами.

Однако в данном случае возникают некоторые вопросы касательно разрешенных токенов. Из ранее описанных результатов анализа швейцарской практики в сфере токенов известны три вида данных цифровых объектов: платежные, служебные и токены активов. Если первый вид токена, то есть платежные токены, можно рассматривать как необеспеченный токен, так как он служит средством платежа, примерно как фиатная валюта. Третий вид представляет собой токены, обеспеченные какими-либо активами компании, напоминающие акции или облигации. Но вопросы вызывает второй вид токенов – служебные (утилитарные), которые предназначены для предоставления цифрового доступа к приложению или услуге с помощью инфраструкту-

ры на основе блокчейна. В данном случае за таким цифровым активом нет определенных имущественных прав, однако есть определенные обязательства эмитента перед держателями этих токенов. Также, в отличие от токенов ценных бумаг (security tokens), утилитарные токены не дают право на владение долей компании.

Утилитарные токены могут [26]:

- предоставить владельцам токенов право на использование их продуктов и услуг в сети;
- предоставить помощь в построении внутренней экономики в рамках системы;
- разрешить владельцам токенов воспользоваться сетью путем голосования.

Исходя из вышеописанного, вопрос об отнесении утилитарных токенов в тот или иной вид токена (обеспеченный или необеспеченный) остается открытым, так как в определении обеспеченных токенов законодатель обеспеченностью определяет не только имущество или долю в компании, но и обязательства. На основе анализа определения утилитарных токенов можно сказать, что данные токены включают в себя обязательства эмитента перед держателями этих токенов по предоставлению каких-либо услуг.

По нашему мнению, в данном случае, исходя только из определения, установленного законодательством Республики Узбекистан, утилитарные токены также можно отнести к обеспеченным токенам, так как в определении нет конкретной привязки обязательств в отношении конкретных объектов.

STO – Securities token offering, что в переводе с английского означает «предложение токенов ценных бумаг». Что же такое предложение токенов ценных бумаг, и чем оно отличается от первичного предложения монет? Securities token offering – выпуск компаниями вместо обычных акций или облигаций их цифровых аналогов. Иначе говоря, это цифровизация (токенизация) традиционных ценных бумаг.

Что такое токен ценных бумаг? На этот счет имеются разные подходы к определению данного вида цифровых активов. Итак, токен ценных бумаг – это цифровое представление инвестиционного продукта, зарегистрированного в распределенном реестре в соответствии с законодательством о ценных бумагах [27].

Другие же авторы, отталкиваясь от определения ценных бумаг, указанного в Акте о ценных бумагах США [28], придерживаются мнения о том, что это инвестиционные, основанные на блокчейн-платформе и регулируемые законодательством ценные бумаги [29].

Согласно вышеназванному акту США, ценная бумага – любая нота, акции, казначейские акции, ценные бумаги будущего, своп на основе ценных бумаг, облигации, долговое обязательство, свидетельство о задолженности, свидетельство о заинтересованности или участие в каком-либо договоре о разделе прибыли, сертификат доверительного управления, сертификат предварительной организации или подписка, передаваемая акция, *инвестиционный договор*, сертификат доверительного управления с правом голоса, депозитный сертификат под залог, дробные неделимые проценты на нефть, газ или другие права на добычу полезных ископаемых, любой пут, колл, стрэдл, опцион или привилегия по любой ценной бумаге, депозитному сертификату, группе или индексу ценных бумаг (включая любые проценты по ним или в зависимости от его стоимости), или любой введенный пут, колл, стрэдл, опцион или привилегия на национальную биржу ценных бумаг, относящуюся к иностранной валюте, или в общем любой интерес или инструмент, обычно известный как «ценная бумага», или любой сертификат интереса или участия, временный или промежуточный сертификат, получение, гарантия, гарантия или право на подписку или покупку любого из вышеперечисленных.

Если провести сравнительную параллель, то предложение токенов ценных бумаг является своего рода симбиозом вышеописанного ICO и IPO (первичное публичное предложение). Если предложение токенизированных ценных бумаг напоминает ICO именно способом размещения (то есть оба проводятся на цифровых платформах), то во втором случае имеется в виду именно выпускаемые ценные бумаги, как и в случае STO, так и в случае IPO.

Однако неспроста выделяется данный вид корпоративного финансирования. Продажа токенизированных ценных бумаг имеет свои отличительные черты, которые не включают

в себя первичное публичное предложение акций и первичное предложение монет:

- так как выпускаемые цифровые активы во время STO предоставляют те же права и обязанности, что и традиционные ценные бумаги, но, с правовой точки зрения, они приравниваются к последним и подлежат регулированию законодательством о рынке ценных бумаг;

- исходя из первой особенности, вытекает и вторая особенность, то есть гарантия защиты прав и законных интересов приобретателей токенов ценных бумаг [30];

- в отличие от предложения акций на биржах, где к эмитентам установлены высокие требования, продажа токенов ценных бумаг может осуществляться на криптобиржах, где требования не такие завышенные, что означает доступность этого метода и для небольших компаний.

Для глубокого анализа правовой природы предложения токенов ценных бумаг нам необходимо понять, что же может быть предметом данного процесса. На основе существующей мировой практики по токенам можно выделить их следующие виды:

- Equity tokens (токены-акции) – это те же традиционные акции компании, только в цифровом формате. Они в большинстве юрисдикций признаются такими же акциями и позволяют инвесторам стать совладельцами компании с правом голоса или без права голоса;

- Debt tokens (кредитные токены) – это токены долговых ценных бумаг, представляют собой долговые инструменты, такие как ипотека на недвижимость и корпоративные облигации. Цены на эти токены зависят от двух факторов: риска и дивидендов;

- Real asset tokens (токены реальных активов) – этот тип токена представляет собой право собственности на определенный актив, такой как недвижимость или товары.

Европейский союз. Европейская комиссия заявила, что Европейское управление по ценным бумагам и рынкам (ESMA) и Европейское банковское управление (EBA) обладают компетенцией по регулированию рынков токенов в ЕС, когда опубликовали Регламент по рынку криптоактивов в сентябре 2020 г. Токены ценных бумаг обычно квалифицируются как финансовые инструменты в соответ-

ствии с Директивой II о рынках финансовых инструментов (MiFID II), которая налагает на эмитентов ряд нормативных обязательств, таких как требования к проспекту эмиссии. ЕС предоставляет своим государствам-членам некоторую свободу действий в отношении применения и соблюдения правила. Например, государства-члены могут освободить эмитента от требования проспекта эмиссии, если общая сумма токенов во время STO не превышает 8 млн евро. Токены криптовалюты квалифицируются как электронные деньги в соответствии с Директивой о платежных услугах II, которая требует у эмитентов получения лицензии и выполнения ряда других требований, таких как минимальные стандарты капитала, охраны и защиты прав потребителей. Точно так же 5-я Директива по противодействию отмыванию денег обязывает платформы обмена токенами регистрироваться, выполнять комплексные процессы по установлению личности клиента и отслеживать транзакции, чтобы иметь возможность идентифицировать и сообщать о подозрительной деятельности компетентному национальному органу [31].

Сингапур. Регулирование предложений токенов в Сингапуре относительно продвинуто. Токены ценных бумаг подпадают под действие Закона о ценных бумагах и фьючерсах (SFA). Таким образом, STO должны сопровождаться проспектом и быть зарегистрированы основным регулятором рынка ценных бумаг – Денежно-кредитным управлением Сингапура (MAS). MAS также требует лицензии на услуги рынков капитала от эмитентов токенов или посредников, лицензии финансовых консультантов в соответствии с Законом о финансовых консультантах (FAA), от экспертов – предоставление финансовых

консультаций, и для этого требуется, чтобы платформы, предлагающие токены, сначала получили одобрение MAS. Кроме того, Закон о платежных услугах 2020 г. требует, чтобы предприятия, торгующие криптовалютами, получали специальную лицензию, и этот же законодательный акт устанавливает для них правила борьбы с отмыванием денег и финансированием терроризма. Важно отметить, что MAS частично претендует на экстерриториальную юрисдикцию. Он объявил, что Законы Сингапура о ценных бумагах и фьючерсах, а также о финансовых консультантах также применяются к платформам обмена токенами, расположенным за пределами Сингапура, и физическим лицам за рубежом, если их деятельность предлагается гражданам Сингапура.

Выводы

Обобщая все вышеизложенное и по итогам анализа, следует отметить, что во всем мире по отношению к токенам существует все еще практически одинаковый подход, то есть, если токен отвечает признакам ценных бумаг и взамен предоставляет какие-либо права в отношении компании, то он будет регулироваться законодательством о ценных бумагах. Однако ICO остается неурегулированным процессом и представляет собой высокорисковый способ получения прибыли для лиц, которые намерены покупать токены. Законодательством Республики Узбекистан не установлен правовой статус токенов: ценная бумага, валюта, контракт и т. д. Исходя из опыта вышеописанных зарубежных стран, представляется разумным определить токены ценных бумаг ценными бумагами, а другие токены, которые предоставляют долю в проекте, доступ к приложениям или услугам, признать цифровым договором.

REFERENCES

1. Nakamoto S. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. Available at: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf/>.
2. Today's Cryptocurrency Prices by Market Cap. Available at: <https://coinmarketcap.com/?page=74/>.
3. Hacker Ph., Thomale Ch. Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law.

4. OECD (2019), Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing. Available at: www.oecd.org/finance/initial-coin-offerings-for-sme-financing.htm/.
5. Blemus S., Guégan D. Initial Crypto-asset Offerings (ICOs), tokenization and corporate governance. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3350771/.
6. An Empirical Exploration of Initial Coin Offerings (ICOs) and ICO Reputation Scores. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3179723/>.
7. Kaal W.A. Initial Coin Offerings: The Top 25 Jurisdictions and Their Comparative Regulatory Responses (February 2, 2018). CodeX Stanford Journal of Blockchain Law & Policy (2018), U of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 18-07. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3117224/>.
8. Understanding initial coin offerings. A new means of raising funds based on blockchain. EPRS. European Parliamentary Research Service. Available at: [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI\(2021\)696167#:~:text=Initial%20coin%20offerings%20\(ICOs\)%20are,crypto%20assets%20or%20fiat%20currencies/](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI(2021)696167#:~:text=Initial%20coin%20offerings%20(ICOs)%20are,crypto%20assets%20or%20fiat%20currencies/).
9. Statistics for cryptocurrency, ICO, IEO and STO – Year-by-year - bitni.com CoinSchedule. Available at: <https://bitni.com/site/coin-schedule/stats.html/>.
10. Haffke L., Fromberger M. ICO Market Report 2017. Performance Analysis of Initial Coin Offerings (Presentation Slides). December 27, 2018. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3309271/>.
11. Fromberger M., Haffke L. ICO Market Report 2018/2019 – Performance Analysis of 2018's Initial Coin Offerings. December 31, 2019. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3512125/> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3512125/>.
12. Haffke L., Fromberger M. ICO Market Report 2019/2020 – Performance Analysis of 2019's Initial Coin Offerings. December 30, 2020. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3770793/>.
13. Pravovoe regulirovanie ICO v Rossijskoj Federacii [Legal regulation of ISO in the Russian Federation]. S.S. Emceva. Available at: https://elar.urfu.ru/bitstream/10995/65619/1/978-5-7996-2404-0_2018-53.pdf/.
14. Wenhao Sh, Jun Ju.Z. Law Offices. China: Regulation Of Cryptocurrency In China. Available at: <https://www.mondaq.com/china/fin-tech/944330/regulation-of-cryptocurrency-in-china/>.
15. Hacker Ph., Thomale Ch. Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law. November 22, 2017. 15 European Company and Financial Law Review, 2018, pp. 645-696. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3075820/>.
16. Blemus S., Guegan D. Initial Crypto-Asset Offerings (ICOs), Tokenization and Corporate Governance. January 11, 2019. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3350771/> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3350771/>.
17. ICO Regulation & Compliance. Legal Frameworks and regulation for ICOs. Available at: <https://www.pwc.ch/en/industry-sectors/financial-services/fs-regulations/ico.html/>.
18. Finma. Available at: <https://www.finma.ch/en/finma/finma-an-overview/>.
19. Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs). 16 February, 2018. Available at: <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>.
20. Finma publishes 'stable coin' guidelines
21. Classification of 'stable coins' under Swiss law. Available at: <https://www.finma.ch/en/news/2019/09/20190911-mm-stable-coins/>.
22. Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs). 16 February, 2018. Available at: <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>.
23. Klöhn L., Parhofer N., Resas D. Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation. November 26, 2018. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3290882> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3290882/>.
24. Framework for "Investment Contract". Analysis of Digital Assets. Available at: <https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf/>.
25. Raznica mezhdu utility tokens i security tokens [Difference between utility tokens and security tokens]. Available at: <https://iqdecision.com/raznica-mezhdu-utility-tokens-i-security-tokens/>.
26. Lambert Th., Liebau D., Liebau D., Roosenboom P. Security Token Offerings. June 25, 2021. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3634626> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3634626/>.
27. The Securities Act of 1933, Paragraf 2(a)(1).
28. Momtaz P.P. Security Tokens. June 11, 2021. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3865233> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3865233/>.
29. Batirova K. Pravovye osobennosti islamskih cennyh bumag (sukuk) [Legal features of Islamic securities (sukuk)]. Review of law sciences, 2020, no. Special issue. Available at: <https://cyberleninka.ru/article/n/pravovye-osobennosti-islamskih-tsennyh-bumag-sukuk/> (accessed 13.12.2021).
30. Guljazira A., Asal H. Formation and Development of ADR in Some Foreign Countries and in Uzbekistan. Middle European Scientific Bulletin, 2021, vol. 15.

YURISPRUDENSIYA

HUQUQIY ILMIY-AMALIY JURNALI

MAXSUS SON / 2021

I QISM

BOSH MUHARRIR:

Nodirbek Salayev

Ilmiy ishlar va innovatsiyalar bo'yicha prorektor

BOSH MUHARRIR O'RINBOSARI:

Ikrom Ergashev

Ilmiy boshqarma boshlig'i

Mas'ul muharrir: D. Xudoynazarov

Muharrirlar: Sh. Jahonov, K. Abduvaliyeva,
F. Muhammadiyeva, Y. Yarmolik

Texnik muharrirlar: U. Sapayev, D. Rajapov

Tahririyat manzili:

100047. Toshkent shahar, Sayilgoh ko'chasi, 35.

Tel.: (0371) 233-66-36, 233-41-09.

Faks: (0371) 233-37-48.

Web-sayt: www.tsul.uz

E-mail: lawjournal@tsul.uz

E-mail: tn.tdyu@mail.ru

Jurnal 15.12.2021-yilda tipografiyaga topshirildi.

Qog'oz bichimi: A4. Shartli 25,92 b.t. Adadi: 100.

Buyurtma: № 70.

TDYU tipografiyasida chop etildi.