

## ПРАВОВАЯ ПРИРОДА ИНВЕСТИЦИОННЫХ КРИПТОТОКЕНОВ В СООТНОШЕНИИ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ



**А. ТАНАТАР,**

магистрант Высшей школы права Maqsut Narikbayev University, (г. Астана, Республика Казахстан)  
e-mail.: aсет\_1003@mail.ru

*Актуальность* настоящего исследования обуславливается стремительным развитием рынка цифровых активов, как в мире, так и в Казахстане; отсутствием достаточного объема доктринальных исследований относительно правовой природы цифровых активов и их места в системе объектов гражданских прав. При этом недостаточная изученность цифровых активов юридической доктриной обуславливает отсутствие их надлежащего правового регулирования, что ведет к необоснованной правовой неопределенности и отсутствию защиты гражданских прав участников данных правоотношений. *Предметом* исследования выступает объективная взаимосвязь между инвестиционными криптотокенами и бездокументарными ценными бумагами как объектов гражданских прав и их правовых сущностей. *Целью* настоящего исследования является проведение правового соотношения такой разновидности цифровых активов как инвестиционные крипто токены с привычным нам объектом гражданских прав – бездокументарными ценными бумагами. В настоящем исследовании помимо общенаучных методов научно-исследовательской работы применялись также специально-правовые методы, такие как метод толкования

и сравнительно-правовой метод. Помимо этого при написании настоящей работы автором также использовался формально-юридический метод. *Новизна* данной научной статьи обусловлена новым подходом к осмыслению правовой природы обеспеченных цифровых активов как объектов гражданских прав. Данная работа проясняет, что по своей правовой природе инвестиционные крипто токены являются бездокументарными ценными бумагами, однако не могут быть названы таковыми в силу отсутствия указания в законодательстве. В статье также обращается внимание на фактическое отсутствие правового регулирования инвестиционных крипто токенов, что влечет за собой правовую неопределенность и незащищенность участников имущественного оборота. Предложено расширить законодательное понимание категории ценных бумаг и распространить их правовой режим на объекты, отвечающие их признакам. Ценность настоящего исследования заключается в прояснении правовой природы инвестиционных крипто токенов и их место в системе объектов гражданских прав, что может стать основой для дальнейших теоретических исследований в данной сфере.

*Ключевые слова:* цифровые активы, обеспеченные цифровые активы, криптоактивы, крипто токены, Blockchain, краудинвестинг, ценные бумаги, инвестиционные крипто токены, объекты гражданских прав, эмиссия крипто токенов.

### Введение

В пункте 2 статьи 115 Гражданского кодекса Республики Казахстан (далее – ГК РК) перечень объектов гражданских прав был пополнен еще одним объектом – цифровыми активами, которые из буквального толкования нормы не относятся ни к вещам, ни к имущественным правам. Конечно, сама норма далека от идеала, и не раз подвергалась критике со стороны ученых-юристов, в частности исследователи до сих пор задаются вопросом, насколько вообще уместна попытка законодателя перечислить объекты гражданских прав в кодексе. Тем не менее, возникает ряд вполне закономерных вопросов: «Что такое цифровые активы?»; «К какому виду объектов гражданских прав они относятся?»; «Каков их правовой режим?». Особенно остро обсуждается вопрос о схожей правовой природе некоторых видов цифровых активов с бездокументарными ценными бумагами.

Данная работа имеет как теоретическое значение, в свете определения места цифровых активов в классификации объектов гражданских прав, так и практическое значение, ввиду определения надлежащего правового режима для инвестиционных криптотокенов.

### Обзор литературы

Вопрос правового регулирования оборота криптоактивов сегодня довольно остро обсуждается в зарубежной научной литературе, что справедливо, поскольку законодательства практически всех развитых стран мира адаптируются под новые реалии, появившиеся в имущественном обороте. Чего нельзя сказать об отечественной доктрине, где, к сожалению, спектр научных трудов, охватывающих вопросы правового регулирования оборота цифровых активов, не так широк, но в оправдание можно отметить, что такой объект гражданских прав как цифровые активы появился недавно в отечественном законодательстве, и исследования в этой сфере только начинают набирать обороты. В этой связи и отсутствуют какие-либо фундаментальные труды по вопросам таксономии цифровых активов и осмысления их правовой природы.

Из существующих исследований по данному вопросу можно привести статью академика М.К. Сулейменова «Цифровизация и совершенствование гражданского законодательства», которая неоднократно им же редактировалась в свете динамичного развития законодательства в рассматриваемой сфере. Автором проводится осмысление и попытка прояснить свет на малопонятные для юридической аудитории термины, пришедшие в законодательство из IT индустрии, попутно подвергая обоснованной критике ряд новелл в законодательстве, коими эти термины и вводятся. В данном исследовании М.К. Сулейменов, как и большинство других исследователей, придерживается распространенной точки зрения, указывая на определенные сходства цифровых прав и ценных бумаг по гражданскому законодательству [11].

С.К. Идрышева в статье «О цифровом кодексе Казахстана» коротко указывает, о том, что цифровые активы, будучи лишь средством удостоверения имущественных прав, не могут выступать самостоятельным объектом гражданских прав. Такая точка зрения довольно популярна в научном сообществе, однако однозначной поддержки такой подход еще не нашел. Более того, в законодательстве целого ряда стран цифровые активы выделяются в качестве самостоятельных объектов (Казахстан, Россия, Великобритания, Европейский Союз и т.д.) [6].

Более активно вопрос о месте цифровых активов в системе объектов гражданских прав обсуждается в зарубежных источниках. К примеру российский ученый Е.А. Суханов в статье «О гражданско-правовой природе «цифрового имущества»» придерживается позиции, что цифровые активы по своей правовой природе идентичны бездокументарным ценным бумагам и электронным денежным средствам, то есть остаются новой формой фиксации существующих имущественных прав, но никак не новой разновидностью прав, и попытка распространения на них режима вещных прав однозначно приведет к абсурдным ситуациям [12].

К такому же выводу приходит Т.В. Дерюгина, указывая, что в настоящее время цифровые права не могут быть возвынены в ранг самостоятельных объектов гражданских прав, поскольку они по своей сути ничем не отличаются от существующих имущественных прав, тогда как их роль в основном сводится лишь цифровому способу закрепления имущественных прав [3, с. 50].

Более прогрессивными, на наш взгляд, представляются позиции М.А. Рожковой и С.Л. Будылина. Так, М.А. Рожкова предлагает признать наконец факт существования абсолютных имущественных прав на новые нематериальные объекты, поскольку такие объекты как цифровые активы имеют ценность для участников гражданского оборота, а потому являются имуществом и подлежат соответствующему правовому регулированию [8].

Схожей точки зрения придерживается С.Л. Будылин, указывая, что криптоактивы являются самостоятельными объектами гражданских прав, находящимися по своей природе между вещами и имущественными правами, и подлежат соответствующему гражданско-правовому регулированию [1].

Такими же вопросами о правовой природе инвестиционных токенов и их правового режима задаются исследователи Тина ван дер Линден и Тина Ширази, обоснованно указывая, что инвестиционные крипто токены по сути схожи с традиционными ценными бумагами и служат удостоверению тех же имущественных прав [13].

Так или иначе отечественный законодатель, в отличие от российского, придерживаясь традиционного международного опыта, не стал «изобретать» новой разновидности прав – «цифровые права», а ввел термин «цифровые активы», разделив их на обеспеченные и необеспеченные, где под обеспеченными цифровыми активами следует понимать крипто токены, а под необеспеченными – криптовалюты. Однако и перед отечественной цивилистической доктриной появилась проблема определения места цифровых активов в существующей системе гражданских прав и их правовой природы.

## Результаты и обсуждение

### Понятие криптотокенов

Крипто токены (от англ. *crypto token*) являются разновидностью криптоактивов, к последним, помимо крипто токенов также относятся и криптовалюты. Если с пониманием криптовалют так или иначе знаком каждый среднестатистический человек современного мира, то вот термин «крипто токен» встречается в разговорной речи гораздо реже, хотя сказанное нисколько не умаляет их значения в имущественном обороте и следовательно необходимости в их гражданско-правовом регулировании. Также отметим, что особенность и «революционность» крипто токенов заключается в том, что они создаются и существуют только в рамках распределенного реестра *Blockchain*, под которым понимается цепочка взаимосвязанных, последовательных блоков с зашифрованной криптографическими методами информацией. Любое несанкционированное внесение изменений или искажений информации в *Blockchain* исключается благодаря специальному алгоритму консенсуса.

Не вдаваясь в глубокие таксономические дискуссии, перейдем к законодательной регламентации крипто токенов, а если говорить точнее, то к «попытке» их легального определения. И в данном случае речь идет в первую очередь о подпункте 56-1) статьи 1 Закона от 24 ноября 2015 г. «Об информатизации» (в редакции 6 февраля 2023 г.), где вводилось первое легальное определение цифрового токена, под которым понимался вид цифрового актива, являющийся цифровым средством учета, обмена и удостоверения имущественных прав [4].

Другая попытка легального определения усматривается в проекте, а в настоящее время уже принятом Законе Республики Казахстан «О цифровых активах». В указанном проекте ныне действующего Закона до внесения в него изменений можно было встретить следующее определение: обеспеченный цифровой актив – цифровой токен и иные цифровые финансовые активы, являющиеся цифровым средством удостоверения имущественных и (или) интеллектуальных прав на товары и (или) услуги, выпускаемые (предоставляемые) лицом, выпустившим обеспеченный цифровой актив [10].

Даже проанализировав приведенные нормы, уже можно выделить основные признаки криптокоенов, на которые пытался указать законодатель. Во-первых, сразу становится очевидным, что термины «обеспеченный цифровой актив» и «цифровой токен» являются равнозначными, а если говорить точнее, то первый является родовым понятием по отношению ко второму. Хотя причина введения более широкого родового понятия «обеспеченный цифровой актив» вполне объяснима, и заключается она в элементарной попытке законодателя регламентировать возможные отношения в данной сфере на будущее, то есть охватить данным Законом регулирование всех «потенциальных цифровых объектов», которые могут появиться в будущем и будут отвечать приведенным признакам, о чем свидетельствует выражение «и иные цифровые финансовые активы». Во-вторых, в обоих дефинициях указывается на правовую природу цифровых токенов, а именно на то, что они являются «цифровым средством удостоверения имущественных прав». В-третьих, в дефиниции проекта Закона «О цифровых активах» также уточняется, что токены удостоверяют имущественные права на товары и (или) услуги, выпускаемые (предоставляемые) самим эмитентом токенов.

Поняв, что говоря об обеспеченном цифровом активе, законодатель имеет в виду криптокоен, обратимся к действующему легальному определению обеспеченного цифрового актива, приведенному в подпункте 1) статьи 1 Закона «О цифровых активах». В указанной норме под таким активом понимается цифровой актив, зарегистрированный посредством цифровой платформы по хранению и обмену обеспеченными цифровыми активами, который удостоверяет права на материальные, интеллектуальные услуги и активы, за исключением денег и ценных бумаг [5]. На наш взгляд, данная дефиниция намного уступает дефиниции, которая предлагалась в проекте данного Закона, поскольку загромождена терминами, которые, по сути, подменяют устоявшиеся категории и тем самым только ведут к путанице в толковании. К примеру, обратим внимание, что указывая на то, что обеспеченный цифровой актив – это цифровой актив, который «зарегистрирован посредством цифровой платформы по хранению и обмену обеспеченными цифровыми активами» [5], законодатель очевидно лишь хочет отметить такой классифицирующий признак цифровых активов, как их существование исключительно в рамках технологии Blockchain. Далее законодатель выделяет, что криптокоены удостоверяют права, однако не уточняет, какие именно права здесь подразумеваются, но догадываемся, что имущественные права на «материальные, интеллектуальные услуги и активы». Какие именно объекты гражданских прав законодатель понимает под «материальными, интеллектуальными услугами и активами» остается спорным вопросом. Попробуем предположить, что под «активами» в данном случае законодатель понимает имущество, следовательно, под материальным имуществом следует понимать вещи, а под «интеллектуальными активами» – объекты интеллектуальной собственности. Таким образом, из приведенной нормы следует, что обеспеченные цифровые активы удостоверяют имущественные права их обладателей на вещи, объекты интеллектуальной собственности, материальные и интеллектуальные услуги. При этом законодателем оговаривается, что они не могут удостоверить права на деньги и ценные бумаги.

С технической точки зрения криптокоены представляют собой закодированную запись в распределенном реестре *Blockchain* (своего рода «карточку»), содержащую определенную информацию: позволяющую идентифицировать удостоверяемое имущество о владельце криптокоена, уникальный код, а также информацию о первоначальном эмитенте криптокоена и историю транзакций, совершенных с ним.

Некоторыми авторами указывается, что криптовалюты также являются разновидностью криптокоенов, называя их «платежными токенами», однако в настоящем исследовании автор придерживается позиции законодателя в дифференциации криптоактивов, и разграничивает криптовалюты от криптокоенов как самостоятельные разновидности криптоактивов.

Резюмируя, можно сказать, что криптотокен – вид криптоактива, который существует только в рамках технологии *Blockchain* и удостоверяет имущественные права их обладателей на вещи, объекты интеллектуальной собственности и услуги, оказываемые их эмитентами.

### Виды криптотокенов и порядок их эмиссии

Разобравшись с понятием криптотокенов, обратим внимание на порядок их эмиссии и некоторые разновидности криптотокенов, которые отличаются совокупностью имущественных прав, которые они удостоверяют. Эмиссия инвестиционных и потребительских криптотокенов в подавляющем случае происходит в рамках процедуры краудинвестинга. Краудинвестинг (с англ. *Crowdfunding*) – процесс сбора средств в инвестиционных целях для финансирования предпринимательской деятельности. В отличие от альтернативной модели сбора средств – краудфандинга, краудинвестинг используется исключительно в инвестиционных проектах и предполагает получение инвестором корпоративных прав и пассивного дохода.

### ICO, IDO и IEO

С 2013 г. большой популярностью на рынках криптоактивов начали набирать новые модели краудинвестинга. Так, первые примеры массового сбора средств на базе технологии *Blockchain* появились в 2013-2014 годах в рамках модели финансирования под названием *Initial Coin Offering* (ICO) (с англ. «первичное размещение монет»). С 2017 г. ICO начал набирать большую популярность. Суть такого инвестирования заключается в том, что новые субъекты бизнеса (стартапы) размещают свои токены, либо на своем, либо на другом популярном *Blockchain* с целью их продажи на криптовалюты (как правило *Bitcoin* или *Ethereum*, поскольку они наиболее популярны). Полученные средства направляются на инвестирование новых проектов, а проданные токены дают инвесторам различный доход. Продажа и эмиссия криптотокенов происходит с применением технологии смарт-контрактов, который представляет собой программный код, исполняющий запрограммированные команды при наступлении заранее определенных условий. По таким смарт-контрактам инвестор напрямую отправляет криптовалюту эмитенту, а тот в свою очередь направляет обещанные токены в криптокошелек инвестора. Полученные токены их обладатель вправе либо использовать в последующем, в качестве аналога купона, для получения сервиса или продукции, выпускаемой в рамках проекта, либо перепродать их на вторичном рынке по выгодной цене. В этой связи ICO, как правило, запускают на *Blockchain*, поддерживающий функционирование смарт-контрактов (наиболее развитой структурой считается *Ethereum*). Правила продаж токенов определяются заранее, также эмитентами указываются сроки их проведения, и ограниченное количество токенов, в случае ограничения эмитентами количества эмитируемых токенов. Модель ICO позволяет привлечь инвестиции для большого круга проектов, однако отсутствие какого-либо серьезного контроля и проверки предлагаемых проектов и эмитентов не раз приводило к фактам мошенничества со стороны организаторов краудинвестинга.

В связи с чем в 2017-2018 гг. на рынке начали появляться альтернативные модели краудинвестинга. В частности, *Initial Exchange Offering* (IEO) (с англ. «первичное биржевое предложение»), в отличие от ICO, IEO проводится при активном участии централизованных криптобирж – СЕХ (на англ. *Centralized Exchange*), которые осуществляют тщательную проверку проектов и эмитентов. В этом случае перед организаторами стоит задача доказать опытность, серьезность своих бизнес намерений, и готовность осуществлять успешную деятельность в долгосрочной перспективе, что достигается путем демонстраций своих проектов с указанием детальной информации, в том числе о количестве предполагаемых инвестиций. В отличие от ICO, в случае проведения IEO, инвесторы отправляют средства не напрямую эмитенту, а через криптобиржи. Такая проверка эмитентов со стороны криптобиржи значительно увеличивает инвестиционную привлекательность проектов в силу их более высокой надежности.

Новейшей разновидностью моделей сбора финансирования для криптопроектов является *Initial DEX Offering* (IDO) (с англ. «первичное децентрализованное предложение»), который имеет ряд качественных особенностей от своих предшественников ICO и IEO. IDO также как и IEO проводится на криптобиржах, однако отличительная особенность IDO в том, что вся процедура краудинвестинга, в том числе и сами криптобиржи являются децентрализованными. Децентрализованные криптобиржи (DEX) отличаются от централизованных (CEX) тем, что операции, совершаемые на бирже, полностью децентрализованы, то есть осуществляются напрямую между пользователями и без посредников, а также у участников отсутствует необходимость предоставлять средства криптобирже, следовательно они сами распоряжаются своими криптоактивами, а не предоставляют их криптобирже, как в случае с централизованными криптобиржами. Операции на децентрализованных криптобиржах также совершаются с применением смарт-контрактов и записываются в Blockchain. Еще одной особенностью IDO является использование так называемого пула ликвидности, которые представляют собой замороженные криптосредства инвесторов. Принцип работы таких пулов заключается в том, что инвесторы не сразу получают купленные крипто tokens, а сначала предоставляют криптовалюту в пул ликвидности. В результате чего все средства собираются в указанном пуле, а уже после завершения продаж DEX с применением смарт-контрактов распределяет крипто tokens проекта между инвесторами пропорционально их вложениям. Далее держатели токенов могут либо их удержать у себя, либо сразу же их продать по вторичной цене в том же пуле ликвидности, заплатив при этом комиссию в процентном соотношении к стоимости транзакции. Такие комиссии впоследствии распределяются между участниками пропорционально количеству вложенных ими в пул средств, что стимулирует участников вкладывать как можно больше средств. Такая модель краудинвестинга с использованием пула ликвидности имеет свои недостатки, связанные в первую очередь с тем, что поскольку размещение происходит на децентрализованных биржах, проверка проектов и эмитентов крипто токенов не происходит, что ведет к соответствующим рискам, как и в случае с ICO.

Необходимую информацию о криптопроекте инвесторы получают из документа, известного как *Whitepaper*, в котором стартап разработчики описывают все необходимые технические особенности проекта, полную информацию о проекте и свои видения о будущем развитии проекта. *Whitepaper* выступает своего рода аналогом инвестиционного проспекта или бизнес плана и публикуется до начала краудинвестинга, с целью привлечения внимания инвесторов и их заинтересованности.

### Инвестиционные крипто токены

Крипто токены принято классифицировать на два основных вида: потребительские токены (с англ. utility tokens), инвестиционные токены (с англ. security tokens), и невзаимозаменяемые токены (с англ. non-fungible token – NFT).

Остановимся на инвестиционных токенах, поскольку, говоря о сходстве между крипто токенами и бездокументарными ценными бумагами, имеют ввиду именно данную категорию крипто активов. Такие токены приобретаются исключительно в инвестиционных целях. Процесс их размещения называется *Security token offering* (STO) – модель краудинвестинга при которой эмитируются инвестиционные токены. Инвестиционные токены – крипто токены, которые удостоверяют права держателей на финансовые инструменты и корпоративные права. Иными словами, инвестиционные токены отличаются от других видов токенов тем, что они в первую очередь удостоверяют корпоративные права их держателей, а именно право участия в управлении юридического лица и получения дивидендов от предпринимательской деятельности пропорционально количеству обладаемых токенов, по аналогии с акциями. Такая разновидность инвестиционных токенов называется *Equity* токенами (с англ. equity security – обычная акция). Помимо корпоративных прав инвестиционные токены могут также удостоверять имущественные права их держателей, такие как право требования к эмитенту по возврату инвестированных средств и выплате обу-

словленного вознаграждения, по аналогии с облигациями. Такая их разновидность называется *Debt* токенами (с англ. debt – облигация). Другим видом инвестиционных токенов считаются *Asset-backed* токены (с англ. asset-backed security – обеспеченная материальным имуществом ценная бумага), которые отличаются тем, что они обеспечены материальным имуществом, в частности недвижимостью, драгоценными металлами.

Таким образом, инвестиционные крипто токены (*Security*-токены) – вид крипто токенов, эмитируемых в инвестиционных целях, которые удостоверяют имущественные права на финансовые инструменты, в том числе ценные бумаги, и на иное материальное имущество.

Исходя из функций, которые выполняют инвестиционные токены, несложно выявить их сходство с бездокументарными ценными бумагами. В таком случае появляется закономерный вопрос, а можем ли мы относить инвестиционные крипто токены к разновидностям ценных бумаг? Сказанное имеет большое теоретическое и практическое значение, поскольку правовой режим инвестиционных крипто токенов находится в прямой зависимости с тем, как мы понимаем их правовую природу.

В целом вопрос определения правовой природы крипто токенов и их правового режима является предметом основательных исследований для законодателей западных стран (имеется ввиду Великобритания и страны Европейского Союза).

К примеру можно привести Окончательный доклад по цифровым активам Комиссии по вопросам законодательства Соединенного Королевства. В докладе более чем на 300 страниц по поручению Парламента Великобритании была изучена природа цифровых активов, а также указывается на необходимость реформирования действующего законодательства по регулированию рынка ценных бумаг в свете токенизации (представление существующих разновидностей имущества в виде токенов) ценных бумаг, и соответственно определения правового режима инвестиционных токенов [16].

Такого же основательного подхода в данном вопросе придерживается и Парламент Европейского Союза, о чем свидетельствует Положение (ЕС) 2023/1114 Европейского парламента и Совета от 31 мая 2023 г. о рынках крипто активов, в котором также дается детальный анализ правовой природы и режима крипто активов [14]. Указанным Положением инвестиционные токены в силу их функций относятся к обеспеченным разновидностям токенов и классифицируются как разновидность финансовых инструментов с распространением на них соответствующего правового режима [13].

На сходство крипто токенов с ценными бумагами не раз указывалось исследователями. К примеру, Л.В. Санникова, Ю.С. Харитоновы указывают, что в ряде зарубежных законодательств, например в Германии, при эмиссии крипто токенов в процедуре *Security token offering* (STO) инвестиционные токены признаются ценными бумагами и подпадают под их правовой режим, что, несомненно, требует в первую очередь раскрытия всей полноты информации в рамках проспекта эмиссии ценных бумаг, и значительно сужает круг инвесторов, поскольку в данном случае сделки по поводу крипто токенов совершаются с участием бирж и только профессиональными инвесторами. Аналогичного подхода придерживаются и органы власти США в лице уполномоченного органа – Комиссии по ценным бумагам (SEC), которая осуществляет контроль распространения крипто токенов, имеющих признаки ценных бумаг [9].

Распространить на крипто токены режим документарных ценных бумаг предложил Ю. Кузнецов, аргументируя тем, что они выполняют одни и те же функции, и имеют схожие черты в обороте, что параллельно значительно упростило задачу законодателя в правовом регулировании крипто токенов, просто распространяя на них правовой режим ценных бумаг. Схожесть оборота крипто токенов и ценных бумаг (ордерных и именных) объясняется тем, что и в том и другом случае при смене владельцев предыдущим совершается подпись на «документе», чем удостоверяется его волеизъявление, отличие состоит лишь в том, что на ценной бумаге ставится традиционная подпись, а в крипто токене добавляется цифровая подпись [7, с. 104]. Т.В. Дерюгина также указывает, что каких-либо существенных отличий в правовом режиме и правовой природе цифровых прав (по сути таким образом поимено-

ванных российским законодателем криптотокенов) и бездокументарных ценных бумаг не наблюдается, что усложняет проведение четкого разграничения между ними [3]. К такому же выводу приходят С.Л. Будылин и Л.Ю. Василевская, поясняя, что фактически крипто tokens являются цифровым аналогом бездокументарных ценных бумаг [1].

Как мы видим, практически все ученые-правоведы так или иначе приходят к выводу, что инвестиционные крипто токены по сути являются бездокументарными ценными бумагами по своей правовой природе, с одним лишь отличием, что крипто токены могут существовать лишь в рамках распределенного реестра *Blockchain*, однако как справедливо отметила Т.В. Дерюгина, данный признак не является достаточно квалифицирующим, чтобы провести между ними четкую черту [3]. На наш взгляд, подобная позиция исследователей однозначно оправдана, поскольку основной замысел разработчиков крипто токенов как раз таки и заключался в том, чтобы обеспечить массовый сбор средств в инвестиционных целях для поддержки стартап-проектов с использованием технологии *Blockchain*, то есть токенизировать ценные бумаги.

Однако являются ли инвестиционные токены ценными бумагами по законодательству Казахстана? Очевидно, что лишь в силу устоявшегося принципа легалитета, согласно которому ценными бумагами могут быть только поименованные таковыми законодателем, мы не можем назвать инвестиционные токены ценными бумагами. Однако мы и не можем их назвать обеспеченными цифровыми активами, поскольку законодатель прямо указывает, что такие цифровые активы не могут удостоверить права на деньги и ценные бумаги. Из чего следует, что в настоящее время правовой статус инвестиционных токенов в законодательстве Казахстана до сих пор не определен, что ведет к значительной правовой неопределенности. Следует полагать, что раз уж законодатель исключил возможность классификации инвестиционных токенов в качестве обеспеченных цифровых активов, прямо указав об этом, то их правильно классифицировать в качестве «токенизированных» видов ценных бумаг (акций, облигаций), которые существуют в рамках технологии *Blockchain*. При таком положении дел на инвестиционные токены следовало бы распространить правовой режим бездокументарных ценных бумаг, с соответствующим реформированием действующего законодательства о рынке ценных бумаг, такой подход бы исключил правовую неопределенность в инвестиционной среде. Возможно по аналогии с другими видами крипто токенов законодательству следует установить более упрощенный правовой режим для инвестиционных крипто токенов, по сравнению с ценными бумагами, как мы это видим на примере правового режима обеспеченных цифровых активов.

Ведь задавшись вопросом, какие цели преследовал законодатель, устанавливая для обеспеченных цифровых активов правовой режим, отличный от ценных бумаг, мы видим, что исключительно практические цели, возможно для регламентирования более простой процедуры эмиссии и оборота крипто токенов по сравнению с ценными бумагами с целью увеличения привлекательности «крипто инвестиционной» среды в Казахстане. А также и для целей минимизировать риски, которые несут в себе крипто активы, а может с целью упрощения задачи и ограничиться принятием одного специального закона, вместо реформирования устоявшихся отношений в сфере рынка ценных бумаг. Так или иначе, если мы обратимся к Закону «О цифровых активах», то становится очевидным, что для эмиссии обеспеченных цифровых активов на территории Казахстана эмитенту фактически необходимо лишь получить соответствующее разрешение в уполномоченном органе и опубликовать Решение о выпуске обеспеченных цифровых активов на своем интернет-ресурсе [5]. Очевидно, что с практической точки зрения подобный подход законодателя оправдан.

Таким образом, мы приходим к выводу, что инвестиционные токены по своей правовой природе являются бездокументарными ценными бумагами. На наш взгляд, было бы правильнее расширить понятие ценных бумаг, и распространять их правовой режим на любой объект, обладающий их признаками, по аналогии с тестом *Howey* в США, согласно которому ценной бумагой или инвестиционным контрактом считается любой объект, обладающий следующими признаками: 1) вложение средств в 2) совместное предприятие с 3)

разумным ожиданием прибыли, полученной благодаря усилиям других лиц [15]. Сказанное позволило бы установить правильное понимание правовой природы инвестиционных токенов и их места в системе объектов гражданских прав.

### Заключение

Из сказанного следует, что в Законе «О цифровых активах» законодателем была принята очередная попытка правового регулирования криптоактивов, которые им поименованы цифровыми активами. Классифицировав цифровые активы на обеспеченные и не обеспеченные, законодатель применил к ним общепринятую классификацию криптоактивов на крипто токены и криптовалюты, соответственно.

Под крипто токенами следует понимать вид криптоактива, который существует только в рамках технологии *Blockchain* и удостоверяет имущественные права их обладателей на вещи, объекты интеллектуальной собственности и услуги, оказываемые их эмитентами. Основными их видами являются следующие: потребительские токены, инвестиционные токены, и невзаимозаменяемые токены. Процесс эмиссии крипто токенов происходит в рамках процедуры краудинвестинга.

При этом из примененной законодателем классификации цифровых активов без надлежащего правового регулирования остались инвестиционные крипто токены, которые законодателем прямо исключены из категории обеспеченных цифровых активов, но при этом не включены в категорию ценных бумаг, что ведет к правовой неопределенности.

Настоящим исследованием поставленные цели и задачи считаются достигнуты утверждением, что инвестиционные крипто токены по своей правовой природе являются бездокументарными ценными бумагами с одним отличием, что они существуют в рамках распределенного реестра *Blockchain*, однако выполняют схожие функции.

Такая неопределенность в правовом регулировании однозначно открывает возможности к различного рода злоупотреблениям со стороны эмитентов, а как следствие незащищенности прав инвесторов. В связи с чем нами предлагается исключить принцип легалитета в определении перечня ценных бумаг, расширить их понимание, и соответственно распространить правовой режим ценных бумаг на все объекты, отвечающие их признакам.

Настоящая работа открывает дальнейшие перспективы для более углубленного исследования вопросов правовой природы криптоактивов, их правового режима и места в системе объектов гражданских прав.

### **А. Танатар, құқық жоғары мектебінің магистранты Maqsut Narikbayev University, (Астана қ., Қазақстан Республикасы): Инвестициялық крипто токендардың бағалы қағаздарымен байланысының құқықтық табиғаты.**

Осы зерттеудің өзектілігі әлемде де, Қазақстанда да цифрлық активтер нарығының қарқынды дамуымен және цифрлық активтердің құқықтық сипатына әрі олардың азаматтық құқықтар объектілері жүйесіндегі орнына қатысты доктриналық зерттеулердің жеткілікті көлемінің болмауымен негізделеді. Осыған байланысты, құқықтық доктринаның цифрлық активтерді жеткіліксіз зерделеуі олардың тиісті құқықтық реттелуінің болмауын негізсіз құқықтық белгісіздікке және осы құқықтық қатынастарға қатысушылардың азаматтық құқықтарын тиісті деңгейде қорғалмауына алып келеді. Зерттеу пәні-инвестициялық крипто токендер мен құжатсыз бағалы қағаздар арасындағы азаматтық құқықтар объектілері ретінде объективті байланысы болып табылады. Мақаланың мақсаты инвестициялық крипто токендер сияқты цифрлық активтердің түрінің бізге таныс объект-құжатсыз бағалы қағаздармен құқықтық арақатынасын өткізу болып табылады. Осы зерттеуде ғылыми-зерттеу жұмысының жалпы ғылыми әдістерінен басқа, түсіндіру әдісі және салыстырмалы-құқықтық әдіс сияқты арнайы-құқықтық әдістер де қолданылды. Сонымен қатар, автор осы жұмысты жазу кезінде ресми-құқықтық әдісті де қолданды. Бұл ғылыми мақаланың жаңалығы азаматтық құқықтар объектілері ретінде қамтамасыз етілген цифрлық активтердің құқықтық табиғатын түсінудің жаңа тәсіліне негізделеді. Бұл жұмыс өзінің

құқықтық табиғаты бойынша инвестициялық криптокендер құжатсыз бағалы қағаздар болып табылатындығын, алайда заңнамада тікелей аталмағандықтан ғана бағалы қағаздардың қатарына жатпайтыны анық көрсетеді. Мақалада, сонымен қатар, инвестициялық криптокендерді құқықтық реттеудің нақты болмауына назар аударылады, бұл мүлдіктің айналымның құқықтық белгісіздігіне және қатысушылардың сенімсіздігіне әкеледі. Мақалада бағалы қағаздардың заңнамалық түсінікті кеңейту және олардың құқықтық режимін олардың белгілеріне сәйкес келетін объектілерге тарату ұсынылды. Осы зерттеудің құндылығы инвестициялық криптокендердің құқықтық табиғатын және олардың азаматтық құқықтар объектілері жүйесіндегі орнын нақтылау болып табылады, бұл осы вектордағы одан әрі теориялық зерттеулер үшін негіз бола алады.

*Кілт сөздер: сандық активтер, қамтамасыз етілген цифрлық активтер, криптоактивтер, криптокендер, Blockchain, краудинвестинг, бағалы қағаздар, инвестициялық криптокендер, азаматтық құқықтардың объектілері, криптокендердің эмиссиясы.*

#### **A. Tanatar, Master's student at the Higher Law School, Maqsut Narikbayev University (Astana, the Republic of Kazakhstan): Legal Nature of Security Crypto Tokens in Relation to Securities.**

The *relevance* of this study is determined by the rapid development of the digital asset market both globally and in Kazakhstan, as well as the lack of sufficient doctrinal researches regarding the legal nature of digital assets and their place in the system of civil rights' objects. Moreover, the insufficient study of digital assets by legal doctrine results in the absence of proper legal regulation, leading to unjustified legal uncertainty and the lack of protection of civil rights of participants in these legal relationships. The *object* of the research is the objective interconnection between investment crypto tokens and non-documentary securities as objects of civil rights and their legal nature. The *aim* of this study is to establish the legal relationship between such a variety of digital assets as investment crypto tokens and a familiar to us object - non-documentary securities. In addition to general scientific *methods* of research, special legal methods such as interpretation and comparative legal method were also applied. Furthermore, the formal legal method was used in writing this work. The *novelty* of this scientific paper is justified by a new approach to understanding the legal nature of secured digital assets as objects of civil rights. This work clarifies that by their legal nature, investment crypto tokens are non-documentary securities; however, they cannot be named as such due to the absence of indication in the legislation. The paper also draws attention to the actual absence of legal regulation of investment crypto tokens, resulting in legal uncertainty and vulnerability of participants in property turnover. It is proposed to broaden the legislative understanding of the category of securities and extend their legal regime to objects that meet their criteria. The value of this research lies in clarifying the legal nature of investment crypto tokens and their place in the system of civil rights' objects, which may serve as a basis for further theoretical research in this direction.

*Keywords: digital assets, secured digital assets, crypto assets, crypto tokens, Blockchain, crowdinvesting, securities, security crypto tokens, objects of civil rights, emission of crypto tokens.*

#### **Список литературы:**

1. Будылин С.Л. Криптоактивы: роль в гражданском обороте и правовая природа. Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2023. № 5. С. 74–115.
2. Василевская Л.Ю. Токен как новый объект гражданских прав: проблемы юридической квалификации цифрового права. Актуальные проблемы российского права. 2019. № 5 (102). С. 111–119.
3. Дерюгина Т.В. К вопросу о существенных характеристиках и правовой природе цифрового права. Труды Института государства и права Российской академии наук. 2022. Т. 17. (2). С. 35–54.

4. Закон Республики Казахстан от 24 ноября 2015 г. № 418-V ЗПК «Об информатизации». Информационная система Әділет. URL: <https://adilet.zan.kz/rus/archive/docs/Z1500000418>
5. Закон Республики Казахстан от 6 февраля 2023 г. № 193-VII ЗПК «О цифровых активах в Республике Казахстан». Информационная система Әділет. URL: <https://adilet.zan.kz/rus/docs/Z2300000193>.
6. Идрышева С.К. О Цифровом кодексе Казахстана. Право и государство. 2022. № 3 (96). С. 72–87.
7. Кузнецов Ю.В. Криптоактивы как документарные ценные бумаги. Закон. 2018. № 9. С. 96–105.
8. Рожкова М.А. Имущественные права на новые нематериальные объекты в системе абсолютных прав. Право цифровой экономики. Серия «Анализ современного права. IP & Digital Law». 2020. № 16. С. 5–78.
9. Санникова Л.В., Харитонов Ю.С. Цифровые активы: правовой анализ. М., ООО «Принт», 2020. 304 с.
10. Сравнительная таблица по проекту Закона Республики Казахстан «О цифровых активах в Республике Казахстан» (второе чтение). Официальный сайт Сената Парламента Республики Казахстан. URL: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://senate.parlam.kz/tu-RU/law/Projects/download?fileId=20611&lawId=2005>
11. Сулейменов М.К. «Цифровизация и совершенствование гражданского законодательства (статья третья, исправленная и откорректированная в связи с принятием Закона о цифровых технологиях). Информационная система ПАРАГРАФ. [https://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=35012332](https://online.zakon.kz/Document/?doc_id=35012332).
12. Суханов Е.А. О гражданско-правовой природе «цифрового имущества». Вестник гражданского права. 2021. Т. 21. № 6. С. 7–29.
13. T. van der Linden, T., Shirazi, T. Markets in crypto-assets regulation: Does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets?. Finance Innovations. 2023. Vol. 9, Iss. 22. <https://doi.org/10.1186/s40854-022-00432-8>.
14. Regulation (Eu) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-Assets and Amending Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937. Official Journal of the European Union. 2023. <https://doi.org/10.5040/9781782258674>.
15. «SEC.gov | Framework for «Investment Contract» Analysis of Digital Assets». Официальный сайт Комиссии по ценным бумагам США. URL: <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.
16. The Right Honourable Lord Justice Green, Chairman, Professor Sarah Green, Professor Nicholas Hopkins, Professor Penney Lewis, и Nicholas Paines KC. «Digital Assets: Final Report». Law Com No 412. UK: The Law Commission. (2023). 283 p.

### References:

1. Budylin S.L. Kriptoaktivy: rol' v grazhdanskom oborote i pravovaja priroda [Crypto-assets: role in civil turnover and legal nature]. Vestnik Jekonomicheskogo Pravosudija Rossijskoj Federacii, No. 5, (2023): pp. 74–115. (In Russian).
2. Vasilevskaya L.Y. Token kak novyj ob#ekt grazhdanskih prav: problemy juridicheskoy kvalifikacii cifrovogo prava. [Token as a new civil rights object: issues of legal classification of digital law] Aktual'nye problemy rossijskogo prava, No. 5 (102), (2023): pp. 111–119. (In Russian).
3. Derjugina T.V. K voprosu o sushhnostnyh harakteristikah i pravovoj prirode cifrovogo prava [On the matter of the essential characteristics and legal nature of digital law]. Proceedings of the Institute of State and Law of the RAS. Vol.17 (2), (2022): pp. 35–54. (In Russian).

4. Law of the Republic of Kazakhstan dated 24 November 2015 № 418-V “On informatization”. Adilet Information System. URL: <https://adilet.zan.kz/rus/archive/docs/Z1500000418> (In Russian).

5. Law of the Republic of Kazakhstan №. 193-VII LRK of February 6, 2023 “On digital assets in the Republic of Kazakhstan”. Adilet Information System. URL: <https://adilet.zan.kz/rus/docs/Z2300000193> (In Russian).

6. Idrysheva S.K. O Cifrovom kodekse Kazahstana [On the Digital Code of Kazakhstan]». Law and State, No. 3 (96), (2022): pp. 72–87. (In Russian).

7. Kuznecov Y.V. Kriptoaktivy kak dokumentarnye cennye bumagi [Cryptoassets as definitive securities]. ZAKON, No. 9, (2018): pp. 96–105. (In Russian).

8. Rozhkova M. A. Imushhestvennye prava na novye nematerial'nye ob#ekty v sisteme absoljutnyh prav [Property rights to new intangible objects in the system of absolute rights]. Digital Law, Ser. «Analiz sovremennogo prava. IP & Digital Law», 16, (2020). pp. 5–78. (In Russian).

9. Sannikova L.V., i Haritonova Ju. S. «Cifrovye aktivy: pravovoj analiz. [Digital assets: legal analysis]. Moscow, OOO «Print», (2020): 304 p. (In Russian).

10. Comparative Table on the Draft Law of the Republic of Kazakhstan “On digital assets in the Republic of Kazakhstan” (Second Reading). Official Website of the Senate of the Parliament of the Republic of Kazakhstan. URL: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpglclefindmkaj/https://senate.parlam.kz/ru-RU/lawProjects/download?fileId=20611&lawId=2005> (In Russian).

11. Sulejmenov M.K. «Cifrovizacija i sovershenstvovanie grazhdanskogo zakonodatel'stva (stat'ja tret'ja, ispravlenaja i otkorrektyrovannaja v svjazi s prinjatiem Zakona o cifrovyh tehnologijah) (Sulejmenov M.K. Direktor NII chastnogo prava Kaspijskogo universiteta, akademik NAN RK, doktor juridicheskikh nauk, professor)». [Digitization and Improvement of Civil Legislation (Article Three, amended and corrected in connection with the adoption of the Law on Digital Technologies) (Sulejmenov M.K., Director of the Institute of Private Law at Caspian University, Academician of the National Academy of Sciences of the Republic of Kazakhstan, Doctor of Legal Sciences, Professor)] Information System PARAGRAF. [https://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=35012332](https://online.zakon.kz/Document/?doc_id=35012332). (In Russian).

12. Suhanov E.A. «O grazhdansko-pravovoj prirode «cifrovogo imushhestva» [On the civil legal nature of «digital property»]. Civil Law Review. no 21 (6), (2021). pp. 7–29. (In Russian).

13. T. van der Linden, T., Shirazi, T. Markets in crypto-assets regulation: Does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets?. *Financ Innov* 9, 22 (2023). URL: <https://doi.org/10.1186/s40854-022-00432-8>

14. Regulation (Eu) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-Assets and Amending Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937. Official Journal of the European Union. 2023. URL: <https://doi.org/10.5040/9781782258674>.

15. «SEC.gov | Framework for «Investment Contract» Analysis of Digital Assets». URL: <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.

16. The Right Honourable Lord Justice Green, Chairman, Professor Sarah Green, Professor Nicholas Hopkins, Professor Penney Lewis, и Nicholas Paines KC. «Digital Assets: Final Report». Law Com No 412. UK: The Law Commission. (2023). 283 p.

Для цитирования и библиографии: Танатар А. Правовая природа инвестиционных крипто токенов в отношении с ценными бумагами // Право и государство. № 1(102), 2024. – С. 65-76. DOI: 10.51634/2307-5201\_2024\_1\_65

Материал поступил в редакцию 20.02.2024.