

Гавва В.В.

аспірант,
кафедра фінансів імені Віктора Федосова,
Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана
E-mail: vitaliihavva2022@gmail.com
ORCID ID: 0000-0001-6247-9799

ІНВЕСТИЦІЙНІ ТОКЕНИ ЯК ІНСТРУМЕНТИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Havva V.V.

Postgraduate,
Department of Finance named after Victor Fedosov,
Kyiv National Economic University
named after Vadym Hetman
E-mail: vitaliihavva2022@gmail.com
ORCID ID: 0000-0001-6247-9799

INVESTMENT TOKENS AS FINANCIAL MARKET TOOLS

Анотація. Стрімкий розвиток ринку цифрових фінансових активів, зростання його взаємодії з ринками інших фінансових інструментів, глобальний характер ринку криптоактивів і відсутність реальних обмежень на транскордонний рух капіталу на ньому роблять актуальним питання дослідження інструментів цього ринку, зокрема з точки зору можливості їх використання учасниками ринку як альтернативи традиційним фінансовим інструментам. При цьому, структурна вразливість ринку цифрових фінансових активів, висока волатильність вартості криптоактивів, низька транспарентність, можливість перетікання ризиків з ринку цифрових фінансових активів на інші фінансові ринки, а також відсутність регуляторного консенсусу між фінансовими регуляторами в країнах світу — все це підвищує ризик появи прогалин в регулюванні фінансового ринку. Завданням дослідження є визначення місця інвестиційних токенів на сучасному фінансовому ринку, можливостей їх використання для залучення інвестиційних ресурсів на торговельних платформах, що діють за технологією блокчейн, а також особливостей визнання інвестиційних токенів цінними паперами. В статті досліджено сутність і виділено особливості регулювання токенів цінних паперів, проаналізовано кількісні показники розвитку ринку інвестиційних токенів і його частку на фінансовому ринку в світі порівняно з іншими фінансовими активами. Автором висвітлено ключові критерії, аналіз яких допомагає регуляторам ринку цінних паперів приймати рішення щодо віднесення токенів до цінних паперів. У статті розкрито основні моделі первинної пропозиції інвестиційних токенів, висвітлено їх ознаки та показано трансформацію цих моделей відповідно до зміни умов ринку цифрових фінансових активів та потреб його учасників. Зроблено висновки, що всі моделі первинної пропозиції інвестиційних токенів, які сьогодні використовуються учасниками ринку для залучення коштів (IEO, IDO та субмодель STO) є похи-

дними від моделі первинної пропозиції монет (ICO) і принципово не відрізняються від моделей залучення капіталу на традиційному фінансовому ринку через публічне розміщення акцій (IPO та SPO). Це обґрунтовує необхідність дій регуляторів фінансового ринку, спрямованих на визнання інвестиційних токенів цінними паперами. Поширення на емітентів інвестиційних токенів вимог законодавства про цінні папери, зокрема щодо розкриття інформації, сприятиме зменшенню випадків шахрайства на ринку цифрових фінансових активів, посилить захист інвесторів та зменшить вразливість фінансового ринку в цілому.

Ключові слова: інвестиційні токени, цінні папери, токени цінних паперів, фінансовий ринок, цифрові фінансові активи, криптоактиви, первинна пропозиція токенів, IPO, тест Howey, регулювання ринку цінних паперів.

Abstract. The rapid evolution of the digital financial asset market and its growing integration with traditional financial instruments, coupled with its global reach and unrestricted cross-border capital mobility, necessitate a thorough research of these market instruments. Specifically, it calls for an assessment of their potential as alternatives to conventional financial instruments. At the same time, there are many factors contributing to an increased risk of regulatory gaps in the financial market: structural vulnerability of the market of digital financial assets, high volatility of the value of crypto-assets, low transparency, the possibility of a spillover of risks from the market of digital financial assets to other financial markets, as well as the lack of regulatory consensus among financial regulators in the countries of the world. The research objective is to determine the role of investment tokens in today's financial market, their utility in attracting investment resources on blockchain-based trading platforms, and the nuances of their classification as securities. The article delves into the core concepts and intricacies of regulating securities tokens and analyses quantitative metrics depicting the development of the investment token market and its relative share in the global financial market compared to other financial assets. Notably, the author outlines key criteria for securities regulators to consider when determining whether tokens should be classified as securities. The article reveals the main models of the initial offering of investment tokens, highlights their features, and shows their adaptability to changing conditions within the digital financial asset market and the evolving needs of market participants. It is evident that all current models for raising funds through investment tokens, including IEO, IDO, and STO sub-models, trace their roots back to the Initial Coin Offering (ICO) model and, fundamentally, do not differ significantly from traditional capital-raising models such as Initial Public Offering (IPO) and Secondary Public Offering (SPO) in traditional financial markets. This substantiates the need for global financial regulators to take actions aimed at officially classifying investment tokens as securities. Expanding securities legislation requirements to encompass issuers of investment tokens, particularly concerning information disclosure, promises to mitigate instances of fraud within the digital financial asset market. Such measures would fortify investor protection and reduce the vulnerability of financial markets as a whole.

Keywords: investment tokens, securities, securities tokens, financial market, digital financial assets, crypto assets, initial token offering, IPO, Howey test, securities market regulation.

JEL codes: E44, G10, G15, G20, O33.

Постановка проблеми. Масштаби і характер використання цифрових фінансових активів істотно відрізняються в різних юрисдикціях, так само як і відрізняється рівень їх регулювання: від повної заборони операцій з криптоактивами до створення максимально широкого регуляторного поля, яке формує нормативну базу для функціонування цифрових фінансових активів: чи то шля-

хом розробки для них окремого регулювання, чи то через поширення на окремі види цифрових фінансових активів нормативно-правового поля, яке регламентує функціонування традиційних фінансових інструментів. Останній підхід може бути обґрунтований тим, що за своїми ознаками та функціями, а також за ризиками, які цифрові фінансові активи несуть для своїх власників і національних фінансових систем, вони можуть мати багато спільного з традиційними фінансовими активами.

Основними групами цифрових фінансових активів за типом токена сьогодні є: платіжні токени (які об'єднують криптовалюту, стейблкоїни та цифрову валюту центральних банків — CBDC) та інвестиційні токени (токени цінних паперів).

Хоча обсяги ринку інвестиційних.tokenів поки що відносно незначні (станом на 31.03.2023 їх частка в сукупних активах світової фінансової системи становила менше 0,01%) [1], проте стрімкий розвиток цього ринку, його зростаюча взаємодія з ринками традиційних фінансових інструментів, а також ризик використання регуляторного арбітражу робить актуальним питання дослідження спільних рис і відмінностей між конвенційними (звичайними) та новими фінансовими активами, представленими інвестиційними токенами.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Триваюча трансформація ринку цифрових фінансових активів, стрімке збільшення його обсягів та високі ризики інвестицій у цифрові активи сприяють зростанню інтересу як науковців, так і регуляторів фінансового ринку до проблематики регулювання окремих видів цифрових активів та їх взаємодії з ринками традиційних фінансових інструментів. Починаючи з 2017 року цьому питанню активну увагу стали приділяти такі організації, як Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO) [2], Європейське управління з нагляду за ринком цінних паперів (ESMA) [3], FATF [4], а також національні регулятори ринку цінних паперів, які публікують для учасників ринку різноманітні керівництва та роз'яснення (наприклад [5 — 7]).

Значну увагу цьому питанню сьогодні приділяють і науковці. Зокрема, ґрунтовне дослідження ключових аспектів регулювання окремих видів цифрових активів в 2020 році опублікувала група науковців з Центру альтернативних фінансів Бізнес школи Кембриджського університету [8], які, в тому числі, здійснили порівняльний аналіз підходів до регулювання цифрових активів в різних країнах світу. У вересні 2022 року С. Мангуссон і Д. Ренхадж з Копенгагенської школи бізнесу оприлюднили дослідження, присвячене питанням здійснення первинного розміщення tokenів за різними моделями. Зокрема, були оцінені параметри, переваги та недоліки різних моделей пропозиції tokenів (ICO, IEO та IDO) [9]. Серед вітчизняних науковців питання регулювання цифрових активів у своїх працях широко висвітлювали А. Кудь, А. Н. Кучерявенко та Є. Смичок, які зокрема приділили увагу фундаментальним основам функціонування цифрових активів та їх фінансово-правовому регулюванню і, в тому числі, проаналізували його особливості в різних країнах світу [10].

Методика дослідження. У статті використано як загальнонаукові, так і спеціальні методи дослідження, зокрема методи аналізу та синтезу, індукції та дедукції, системно-структурний метод, графічний метод, застосування яких забезпечило ґрунтовність та об'єктивність наведених у дослідженні положень і

висновків. В якості інформаційної бази для проведення розрахунків було використано статистичну інформацію Світового банку, Європейського центрального банку, а також дані інформаційно-аналітичних агенцій, що спеціалізуються на зборі статистичної інформації з ринку криптоактивів. Також при дослідженні було використано рекомендації та роз'яснення щодо ринку цифрових фінансових активів від регуляторів фінансового ринку США та ЄС.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Необхідність виділення регулювання токенів цінних паперів з-поміж загального регулювання цифрових фінансових активів пов'язана з тим, що потрібно враховувати певні особливості цінних паперів, які проявляються також і для інструментів в токеновізованій формі. І хоча в ідеалі регулювання криптоактивів має бути якомога уніфікованішим для всіх їх видів, щоб унеможливити ризики регуляторного арбітражу збоку емітентів таких активів і захистити інвесторів, проте потенційні масштаби зловживань, пов'язаних із виникненням на фінансовому ринку недобросовісних схем залучення коштів емітентами токеновізованих цінних паперів, а також пов'язані з цим потенційні втрати інвесторів та наслідки для фінансової системи змушують регуляторні органи у взаємодії з різними міжнародними організаціями виробляти окремі підходи для регулювання цих видів фінансових активів.

Метою статті є на основі визначення місця інвестиційних токенів на сучасному фінансовому ринку, можливостей їх використання для залучення інвестиційних ресурсів на торговельних платформах, що діють за технологією блокчейн, обґрунтувати необхідність визнання інвестиційних токенів інструментами ринку цінних паперів і поширення на них вимог законодавства про цінні папери.

Виклад основного матеріалу. Темпи розвитку ринку цифрових фінансових активів в останнє десятиліття є вражаючими. Наприклад, капіталізація лише ринку криптовалют за період з 01.07.2013 по 01.07.2023, тобто всього за 10 років, виросла з 1,08 млрд дол. до 1,25 трлн дол., або більше ніж в 1150 разів, а максимального значення в розмірі 3,041 трлн дол. вона досягла в листопаді 2022 року [11]. У свою чергу, оціночні обсяги залучення капіталу через інвестиційні токени за період з 2014 року, коли було здійснено перше ICO, до вересня 2023 року, становлять близько 19,5 млрд дол. Не дивлячись на стрімкі темпи розвитку, сьогодні криптоактиви все ще займають відносно невелику питому вагу в світовій економіці. Наприклад, за даними на 01.01.2023 співвідношення між сукупною капіталізацією криптовалют та світовим ВВП за підсумками 2022 року становило всього 0,83%, а між сукупною капіталізацією криптовалют і ВВП ЄС — 3,45% [11, 12]. У той же час, капіталізація лише світового ринку акцій, які мають лістинг на фондових біржах світу, за даними Всесвітньої федерації бірж, станом на початок 2023 року практично дорівнювала світовому ВВП і більше ніж у 4 рази перевищувала ВВП ЄС [13].

Якщо оцінити частку сукупної капіталізації цифрових фінансових активів у сукупних активах світового фінансового ринку, то можна побачити, що станом на початок другого кварталу 2023 року частка капіталізації криптовалют становила менше 1%, значно поступившись за своєю вартістю всім іншим фінансовим активам, окрім показника вартості активів у монетарному золоті та СДР. При цьому,

сума активів, розміщених в інвестиційних токенах, станом на 31.03.2023 р. займала всього 0,01% у сукупних активах світового фінансового ринку (рис. 1).

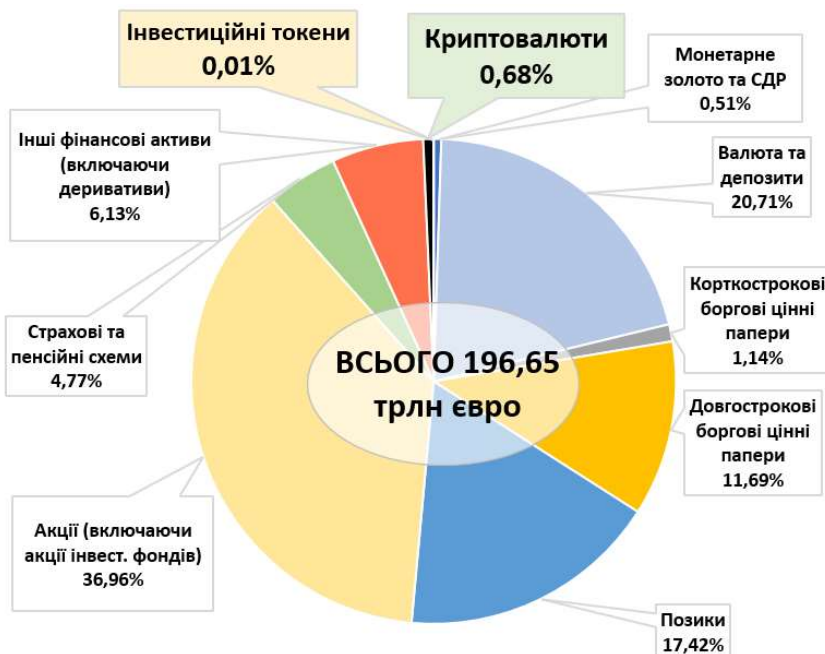


Рис. 1. Структура світового фінансового ринку за видами активів та частка на ньому цифрових фінансових активів (криптовалют та інвестиційних токенів), станом на 31.03.2023 р.

Джерело: розраховано автором за даними [1, 11, 14].

Інвестиційні токени (токени цінних паперів) — це цифрові активи, які за своєю суттю відповідають визначенню цінних паперів або фінансових інвестицій.

В законодавстві деяких юрисдикцій класифікацією цифрових активів не передбачено виділення токенів цінних паперів в окрему групу. Наприклад, в ЄС у регуляторних документах ESMA вони відносяться до криптоактивів інвестиційного типу (на додачу до криптоактивів платіжного типу та утилітарного типу), у документах Європейського банківського управління (European Banking Authority, EBA) — до інвестиційних токенів, у Швейцарії — до токенів в активах.

Інвестиційні токени можуть бути представлені двома групами активів:

- токенізовані версії акцій та облігацій — які за своєю сутністю відповідають визначенню цінних паперів;
- токенізовані версії реальних чи віртуальних активів, які спрямовані на створення додаткової вартості, наприклад, конкретного підприємства, певного устаткування, інвестиційного проекту тощо — які за своєю сутністю відповідають визначенню фінансових інвестицій.

При цьому, особливістю випуску та обігу інвестиційних tokenів першої групи є те, що вони від самого початку і емітентом, і інвестором вважаються цінними паперами, і відповідно як їх емітент, так і інвестор знають, що повинні працювати в межах чинного законодавства про цінні папери, що діє в певній юрисдикції. Що стосується інвестиційних tokenів другої групи, то за рахунок того, що вони не містять в своїй назві слова на кшталт «цінний папір», «акція» чи «облігація», віднесення їх до цінних паперів часто відбувається примусово. Не рідкими були випадки, коли визнання таких інструментів цінними паперами відбувалось уже після їх розміщення, в судовому порядку. Найчастіше серед світових регуляторів ринку цінних паперів такі примусові «визнання» цифрових активів цінними паперами робила американська Комісія з цінних паперів і бірж (SEC).

Наприклад, у червні 2023 року SEC у черговий раз оприлюднила перелік tokenів загальною вартістю 115 млрд дол., які вона вважає незареєстрованими цінними паперами [15]. Наслідком такого визнання tokenів цінними паперами з боку регулятора є посилення вимог до їх емітентів щодо захисту інвесторів, які, зокрема, передбачають необхідність досить детального розкриття інформації про емітента, включаючи регулярну підготовку фінансової звітності.

Бум визнання окремих видів tokenів інвестиційними інструментами, і зокрема — цінними паперами, серед світових регуляторів ринку цінних паперів розпочався в 2017 році, що, серед іншого, було пов'язано зі стрімким зростанням обсягів залучення капіталу через ці криптоактиви. Так, якщо за період з 2014 року по 2016 рік включно за допомогою інвестиційних tokenів було залучено близько 75 млн дол., а кількість випусків становила всього 7, то лише за 2017 рік було здійснено 168 розміщень інвестиційних tokenів на 4,26 млрд дол., а в 2018 році — вже 241 розміщення загальною вартістю 11,23 млрд дол. (рис. 2).

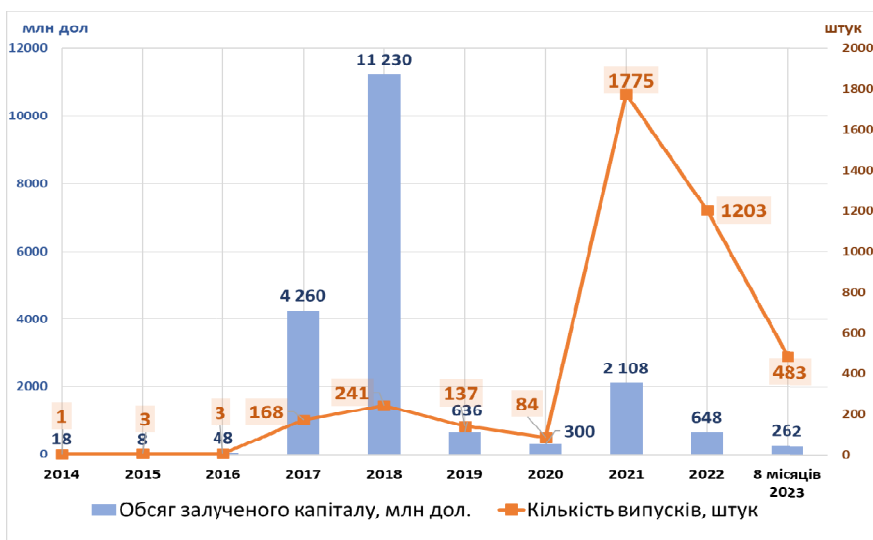


Рис. 2. Обсяги залученого капіталу та кількість розміщень інвестиційних tokenів через ICO, IDO та IEO за період з січня 2014 р. по вересень 2023 р.

Джерело: розраховано автором за даними [1]

Важливу роль у процесі визначення того, чи є окремі токени цінними паперами, становить виділення їх конкретних характеристик і властивостей і порівняння їх з властивостями з функціями традиційних цінних паперів. Так, ключовою функцією цінних паперів вважається мобілізаційна функція, яка полягає в тому, що за допомогою розміщення цінних паперів їх емітент може залучати додаткові кошти для власного розвитку або для вирішення інших задач. Мобілізаційна функція нерозривно пов'язана з функцією перерозподілу капіталу, тобто забезпечення його руху від тих осіб, у кого є вільні фінансові ресурси, до осіб, які їх потребують. Як показує аналіз даних щодо обсягів залучення капіталу з використанням tokenів цінних паперів (див. рис. 2), мобілізаційну, а відповідно і перерозподільну функцію ці цифрові активи виконують. Зокрема, впродовж періоду з 2014 року (коли зафіксоване перше розміщення tokenів цінних паперів) по вересень 2023 року було здійснено 4098 розміщень цих фінансових інструментів, за допомогою яких ініціатори розміщень змогли залучити ресурсів обсягом 19,517 млрд дол.

Сьогодні на ринку існує три основні моделі розміщення tokenів цінних паперів: ICO, IEO і IDO, та одна субмодель — STO, яка є своєрідною трансформацією ICO.

1. ICO (Initial Coin Offering) — первинна пропозиція монет. Вперше ICO було проведене в 2013 році. ICO стало своєрідним аналогом IPO (Initial Public Offering), проте, на відміну від класичного IPO, яке передбачає залучення капіталу емітентами акцій на фондових біржах, під час ICO компанія пропонує цифрові токени для продажу інвесторам без посередництва фондової біржі, поширюючи їх через мережу блокчейн. Токени, придбані інвестором під час ICO, зазвичай не забезпечують частку в компанії, як це зробили б, наприклад, звичайні акції під час IPO, але можуть надати доступ до послуги або частку в доходах проєкту [16]. Відсутність будь-яких вимог до проєктів, під які залучалось фінансування через ICO, а також до їх організаторів зі сторони майданчиків, де відбувся продаж tokenів і зі сторони регуляторів, призвів до зростання випадків використання ICO шахраями. В результаті, регулятори на фінансовому ринку в багатьох юрисдикціях почали вимагати від блокчейн-стартапів дотримання законодавства про цінні папери при залученні капіталу через випуск tokenів. Тому, щоб відмежуватися від зіпсованої репутації традиційних ICO, емітенти/стартапи стали називати свої кампанії по залученню фінансування STO (Security Token Offering).

2. (Security Token Offering) — пропозиція tokenів цінних паперів. STO за механізмом залучення коштів схоже на ICO, але має відповідати законам країни та штату, де пропонується токен. STO можуть надавати власнику право на частину прибутку та право голосу [17]. При цьому, наприклад, американська SEC, не використовує назву STO, а зазначає, що всі ICO підпадають під законодавство про цінні папери і тому регулюються SEC [6]. Такого ж підходу дотримується і регулятор ринку цінних паперів в ЄС — ESMA. Тобто термін «STO» сьогодні скоріше використовується саме учасниками ринку, а не регуляторами.

3. IEO (Initial Exchange Offering) — первинна біржова пропозиція. Розміщення tokenів через IEO вперше було здійснене в 2018 році. IEO схоже на ICO, за винятком того, що монети або токени пропонуються через платформу або «біржу», а не напряму інвесторам, що повинно було б зменшувати ризики того,

що інвестори будуть введені в оману і стануть жертвами шахрайської схеми. При цьому, при здійсненні ІЕО біржа на власний розсуд відбирає цікаві для неї криптопроекти за певним набором критеріїв, які сама і встановлює, і потім криптобіржа проводить розміщення tokenів. При цьому, криптобіржа бере плату за лістинг, а також може одержати ексклюзивне право на торгівлю новим tokenом. Важливо зазначити, що не дивлячись на те, окремі торговельні платформи, де здійснюється розміщення і наступна торгівля криптоактивами, називають себе «біржею», але зазвичай вони не зареєстровані в органах, що здійснюють регулювання діяльності організаторів торгівлі, і відповідно не відповідають нормативним стандартам національних фондових бірж. Тобто по факту, біржами в тому сенсі, який передбачений у національному законодавстві про цінні папери, криптобіржі не є [7].

4. IDO (Initial Dex Offering) — первинна децентралізована пропозиція tokenів, яка відбувається на децентралізованій біржі (DEX). Вперше розміщення tokenів через IDO було здійснене в 2019 році, коли на ринку криптоактивів почав зростати інтерес до децентралізованих фінансів — DeFi. Цей інтерес був спричинений тим, що модель ІЕО викликала в «емітентів» невдоволення через необхідність оплачувати послуги криптобіржі, через небажання виконувати вимоги криптобірж до проектів, а також через залежність ІЕО від централізованих бірж, що суперечило первинній ідеї блокчейну, який передбачав децентралізацію. Отже IDO схожий на IPO, проте організатору блокчейн-стартапу не потрібно самостійно створювати інфраструктуру для розміщення tokenів, оскільки цим займається DEX. Залучити ресурси через IDO може будь-який користувач DEX, зокрема на таких децентралізованих біржах, як Binance та Ethereum [9].

Отже, всі моделі пропозиції tokenів цінних паперів, які використовуються сьогодні для залучення ресурсів на ринку цифрових фінансових активів, фактично є похідними від моделі ICO (рис. 3).



Рис. 3. Трансформація ICO в інші моделі залучення ресурсів на ринку цифрових фінансових активів

Джерело: побудовано автором на основі власних досліджень.

Трансформація моделей є результатом реакції учасників ринку цифрових фінансових активів на зміну умов діяльності на цьому ринку, і тому з часом можуть виникнути нові варіації існуючих сьогодні моделей залучення ресурсів.

Моделі ICO, IEO та IDO, а також STO (як варіація ICO) сьогодні відрізняються між собою за такими критеріями, як наявність державного регулювання процесу розміщення та обігу tokenів, централізація майданчика для проведення розміщення та спосіб взаємодії між особою, що залучає ресурси, та інвестором (рис. 4).

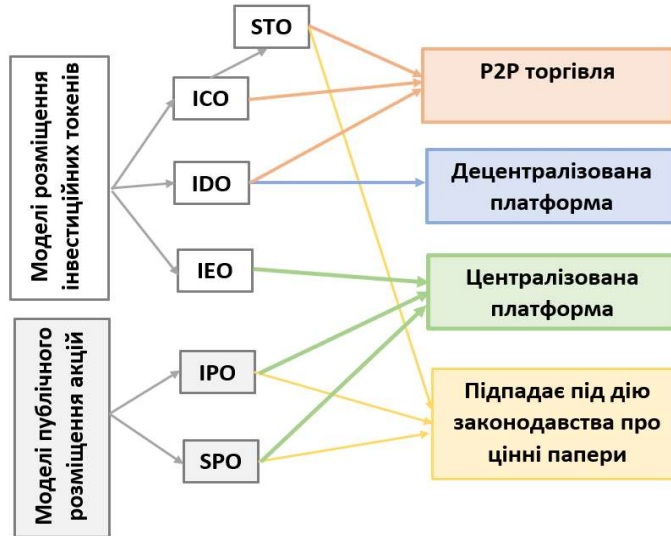


Рис. 4. Характерні ознаки моделей пропозиції інвестиційних tokenів та моделей публічної пропозиції акцій

Джерело: побудовано автором на основі власних досліджень.

Що стосується відмінності моделей залучення ресурсів на ринку цифрових фінансових активів через інвестиційні токени (ICO, IEO, IDO і STO) від моделей залучення капіталу на традиційному фінансовому ринку через первинне (IPO) чи вторинне (SPO) публічне розміщення акцій, то по суті, вона зводиться лише до критерія централізації торгівлі, оскільки з часом принципова різниця між цими моделями в регуляторному плані поступово буде нівелюватись. Регулятори фінансового ринку в більшості країн світу докладають до сьогодні багато зусиль, щоб підвести випуск інвестиційних tokenів під дію законодавства про цінні папери або про фінансові інвестиції.

Більшість підходів, які сьогодні використовуються регулюючими органами в країнах світу для визначення того, чи є певний token цінним папером, в тій чи іншій мірі ґрунтується на так званому тесті *Howey*. У справі *Howey*, яка розглядалась у Верховному суді США ще в 1946 році, судова практика намагалася відповісти на запитання, чи є інвестиційний контракт цінним папером відповідно до Закону про цінні папери (*Securities Act of 1933*). Тоді Верховний суд США запропонував критерії, що дозволяють визначити інвестиційні контракти, які підпадають під поняття цінного паперу.

Подальше прецедентне право встановило, що «інвестиційний контракт» існує, коли відбувається інвестування грошей у звичайне підприємство з розум-

ним очікуванням прибутку, який буде отримано від зусиль інших осіб [18]. Сьогодні тест *Howey* застосовується до будь-якого контракту, схеми чи транзакції, незалежно від того, чи має вона будь-які явні/видимі характеристики типових цінних паперів. При цьому важливо, що результат проходження тесту *Howey* не залежить від того, чи є, наприклад, між інвесторами та емітентом офіційний контракт чи договір, який описує властивості інструмента. Навпаки, згідно з тестом *Howey*, «форма не враховується для змісту, а акцент робиться на економічній реальності» [19].

Зокрема, тест *Howey* зосереджується на обставинах випуску та обігу цифрового активу, а саме: на способі його розміщення, продажу чи перепродажу. Отже, будь-які емітенти, а також організації, які займаються маркетингом, розміщенням, перепродажем або розповсюдженням будь-яких цифрових активів, повинні проаналізувати свої транзакції на відповідність тесту *Howey*.

Отже, розглянемо основні критерії тесту *Howey*, які були в 2019 році адаптовані американським регулятором ринку цінних паперів (SEC) до аналізу цифрових активів, і оновлені в березні 2023 року, відповідність/невідповідність яким дозволяє відносити/не відносити цифровий актив до цінних паперів.

1 критерій — **Вкладення грошей**. Зазвичай, цей критерій задовольняється під час пропозиції та продажу будь-якого цифрового активу, оскільки він купується в обмін фіатну валюту (наприклад, долари чи євро) або за інший криптоактив (наприклад, біткоїн). При цьому, навіть відсутність грошової винагороди при розміщенні цифрових активів, наприклад, через так звану «програму винагороди», не означає, що критерій «вкладення грошей» не виконується, оскільки, виходячи з роз'яснень SEC, готівка не є єдиною формою розрахунку чи інвестицій, яка створює інвестиційний контракт. І якщо, наприклад, цифровий актив розповсюджується серед власників іншого цифрового активу для сприяння його обігу, то це фактично є альтернативною формою грошової винагороди [19].

2 критерій — **Спільне підприємство**. Суди в США зазвичай вважають, що спільне підприємство існує, якщо існує так звана «горизонтальна спільнота» (коли статки кожного окремого інвестора через об'єднання активів прив'язані до статків інших інвесторів, та має місце пропорційний розподіл прибутку), або «вертикальна спільнота» (коли є відносини між промоутером та групою інвесторів). Проте SEC зазначає: «Виходячи з нашого досвіду на сьогоднішній день, інвестиції в цифрові активи є інвестиціями в звичайне підприємство, оскільки статки покупців цифрових активів пов'язані один з одним або з успіхом зусиль промоутера» [19].

3 критерій — **Розумне очікування прибутку**, який отримується від зусиль інших. Цей критерій, зазвичай, викликає найбільше труднощів при аналізі цифрових активів за тестом *Howey*, оскільки потрібно визначити, чи має покупець *обґрунтоване* очікування прибутку (або інших фінансових надходжень) отриманого від зусиль інших.

Зокрема, позитивний висновок щодо віднесення токенів до цінних паперів буде при відповіді «так» на питання, які стосуються: виплати компенсації особам, які надають послуги мережі: підтримки активними учасниками ліквідної торгівлі на вторинному ринку криптоактиву; наявності підтримки ринку або ціни цифрового активу збоку активних учасників, наприклад, шляхом обмеження

пропозиції або створення дефіциту токенів, через їх зворотній викуп, тощо; наявності у власності активних учасників відповідних цифрових активів; проведення відкритої пропозиції цифрового активу будь-яким потенційним покупцем, а не лише очікуваним споживачем товарів і послуг; наявності кореляції між ціною купівлі/продажу цифрового активу та ринковою ціною конкретних товарів чи послуг, які можна придбати в обмін на цей цифровий актив; акцентування уваги в маркетингових або інших рекламних матеріалах на потенційній прибутковості діяльності мережі або потенційному підвищенні вартості цифрового активу та інші [19].

Висновки. Сьогодні серед регуляторів ринку цінних паперів у світі та міжнародними інституціями все ще відсутній консенсус щодо того, чи слід і якщо «так», то за якими критеріями потрібно відносити цифрові фінансові активи до цінних паперів. При цьому, за своїми ознаками та за функціями, які виконують окремі токени, вони багато в чому подібні до цінних паперів. Провідну роль у розробці критеріїв, при відповідності яким окремі токени можуть бути віднесені до цінних паперів, сьогодні відіграє американський регулятор ринку цінних паперів — SEC.

Під впливом зміни умов діяльності (таких як регулювання, інтереси інвесторів, розвиток інфраструктури тощо) та певних подій на ринку цифрових фінансових активів (наприклад, зростання випадків шахрайства і, як наслідок, — недовіри до ринку) відбувається постійна трансформація моделей пропозиції інвестиційних токенів. Сьогодні всі моделі пропозиції токенів фактично є похідними від моделі ICO, проте з часом можуть виникнути їх нові варіації.

Окремі моделі залучення ресурсів через пропозицію токенів (IEO, IDO і STO) принципово відрізняються від моделей залучення капіталу на традиційному ринку цінних паперів (IPO та SPO) лише за критерієм централізації торгівлі. Різниця між цими моделями щодо їх охоплення регулюванням збоку національних комісій з цінних паперів чи інших регуляторів фінансового ринку поступово буде нівелюватись. Це є важливою запорукою унеможливлення регуляторного арбітражу на ринку інвестиційних токенів.

Література

1. Total Raise and Number of Public Sales. *CryptoRank*. URL: <https://cryptorank.io/ico-analytics> (дата звернення: 20.09.2023).
2. Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets. Consultation Report. *IOSCO*. May 2023. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD734.pdf>
3. Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets. *ESMA*. January 2019. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf (дата звернення: 01.09.2023).
4. Targeted Update on Implementation of the FATF Standards on Virtual Assets/VASPs. *FATF*. URL: <https://www.fatf-gafi.org/content/fatf-gafi/en/publications/Fatfrecommendations/targeted-update-virtualassets-vasps-2023.html> (дата звернення: 01.09.2023).
5. Guidance on Cryptoassets. *FCA*. URL: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-22.pdf> (дата звернення: 01.09.2023).
6. Five Things To Know About ICOs. *SEC*. URL: <https://www.sec.gov/securities-topics/ICO> (дата звернення: 01.09.2023).

7. Initial Exchange Offerings (IEOs) — Investor Alert. *SEC*. Jan. 14. 2020. URL: https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia_initialexchangeofferings
8. Blandin A. et al. The Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study. *Cambridge Centre for Alternative Finance*. 2020. 123 p. URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2019-04-ccaf-global-cryptoasset-regulatory-landscape-study.pdf>
9. Magnusson S., Renhage D. Initial Exchange Offerings (IEOs) and Initial DEX Offerings (IDOs). A New Hope for Blockchain Fundraising? *Copenhagen Business School*. 2022. 135 p. URL: https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/92145916/1542446_Master_s_thesis_Magnusson_Renhage.pdf
10. Кудь А., Кучерявенко Н., Смычок Е. Цифровые активы и их экономико-правовое регулирование в свете развития технологии блокчейн: монография. Харьков: Право, 2019. 384 с.
11. Global Cryptocurrency Market Cap. *CoinGecko*. URL: <https://www.coingecko.com/en/global-charts> (дата звернення: 20.09.2023).
12. GDP (current US\$). *The World Bank*. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?view=chart> (дата звернення: 01.09.2023).
13. Market Statistics Aug 2023. *WFE*. URL: <https://focus.world-exchanges.org/issue/september-2023/market-statistics> (дата звернення: 20.09.2023).
14. ECB Data Portal. *European Central Bank*. URL: <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000039> (дата звернення: 20.09.2023).
15. Yang Y. SEC's Regulatory Net Now Covers \$120 Billion of Crypto After Coinbase, Binance Action. *Bloomberg*. 06.06.2023. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-06-06/sec-regulatory-net-now-covers-115-billion-of-crypto-after-suit-against-binance>
16. Investment Products. Digital Assets. *FINRA*. URL: <https://www.finra.org/investors/investing/investment-products/digital-assets#types> (дата звернення: 01.09.2023).
17. Security token offerings: The next phase of financial market evolution? *Deloitte*. 2020. URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cn/Documents/audit/deloitte-cn-audit-security-token-offering-en-201009.pdf>
18. SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946). URL: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>
19. Framework for «Investment Contract» Analysis of Digital Assets. *SEC*. 2023. March 8. URL: <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets> (дата звернення: 01.09.2023).

References

1. CryptoRank (n.d.). *Total Raise and Number of Public Sales*. Retrieved September 20, 2023 from <https://cryptorank.io/ico-analytics>
2. IOSCO (2023, May). *Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets. Consultation Report*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD734.pdf>
3. ESMA (2019, January). *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf
4. FATF (2023), *Targeted Update on Implementation of the FATF Standards on Virtual Assets/VASPs*. <https://www.fatf-gafi.org/content/fatf-gafi/en/publications/Fatfrecommendations/targeted-update-virtualassets-vasps-2023.html>
5. FCA (2022). *Guidance on Cryptoassets*. Retrieved September 1, 2023 from <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-22.pdf>

6. SEC (n.d.). *Five Things To Know About ICOs*. Retrieved September 1, 2023 from <https://www.sec.gov/securities-topics/ICO>
7. SEC (2020, January 14). *Initial Exchange Offerings (IEOs) — Investor Alert*. https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia_initialexchangeofferings
8. Blandin, A., Cloots, A.S., Hussain, H., Rauchs, M., Saleuddin, R. ... Cloud, K. (2020). *The Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study*. Cambridge Centre for Alternative Finance. <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2019-04-ccaf-global-cryptoasset-regulatory-landscape-study.pdf>
9. Magnusson, S., Renhage, D. (2022, September 15). *Initial Exchange Offerings (IEOs) and Initial DEX Offerings (IDOs). A New Hope for Blockchain Fundraising?* Copenhagen Business School. https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/92145916/1542446_Master_s_thesis_Magnusson_Renhage.pdf
10. Kud, A., Kucheriavenko, N., Smychok, E. (2019). *Tsifrovyye aktivy i ikh ekonomiko-pravovoye regulirovaniye v svete razvitiya tekhnologii blokcheyn: monografiya* (Digital assets and their economic and legal regulation in the light of the development of blockchain technology: monograph). Kharkiv: Pravo [in Russian]
11. CoinGecko (n.d.). *Global Cryptocurrency Market Cap*. Retrieved September 20, 2023 from <https://www.coingecko.com/en/global-charts>
12. The World Bank (n.d.). *GDP (current US\$)*. Retrieved September 20, 2023 from <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?view=chart>
13. WFE (2023, August). *Market Statistics*. Retrieved September 20, 2023 from <https://focus.world-exchanges.org/issue/september-2023/market-statistics>
14. European Central Bank (n.d.). *ECB Data Portal*. Retrieved September 20, 2023 <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000039>
15. Yang, Y. (2023, June 06). *SEC's Regulatory Net Now Covers \$120 Billion of Crypto After Coinbase, Binance Action*. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-06-06/sec-regulatory-net-now-covers-115-billion-of-crypto-after-suit-against-binance>
16. FINRA (n.d.). *Investment Products. Digital Assets*. Retrieved September 1, 2023 from <https://www.finra.org/investors/investing/investment-products/digital-assets#types>
17. Deloitte (2020). *Security token offerings: The next phase of financial market evolution?* <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cn/Documents/audit/deloitte-cn-audit-security-token-offering-en-201009.pdf>
18. SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946). URL: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>
19. SEC (2023, March 8). *Framework for «Investment Contract» Analysis of Digital Assets*. Retrieved September 01, 2023 from <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>