

Ганна Іванівна Воєводіна

Кафедра міжнародного та європейського права
Державний університет «Київський авіаційний інститут»

Київ, Україна

<https://orcid.org/0009-0001-2656-3237>

ГІБРИДНІ ЦИФРОВІ ФІНАНСОВІ АКТИВИ У ПРАВІ ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ: ТИПОЛОГІЯ, ПРАВОВА ПРИРОДА ТА ПРОБЛЕМИ КЛАСИФІКАЦІЇ

Анотація. Актуальність дослідження зумовлена тим, що розвиток цифрових фінансів спричинив появу активів, які одночасно поєднують утилітарні, платіжні, управлінські й інвестиційні ознаки. Такі активи складно класифікувати в межах усталених правових категорій, оскільки їхня цифрова форма, назва або позиціонування емітентом не завжди відображають реальний економіко-правовий зміст. Особливої актуальності ця проблема набуває в праві Європейського Союзу після прийняття Регламенту Європейського Парламенту і Ради 2023/1114 про ринки криптоактивів, оскільки саме на межі між режимом криптоактивів, фінансових інструментів, електронних грошей і платіжних послуг виникають найбільш складні питання правової кваліфікації. Метою статті є визначення правової природи гібридних цифрових фінансових активів у праві Європейського Союзу й обґрунтування функціонального підходу до їх класифікації. Методологічну основу дослідження становлять формально-юридичний, системний, порівняльно-правовий і функціональний методи, що дозволили проаналізувати співвідношення спеціального режиму криптоактивів із режимом фінансових інструментів, а також суміжними режимами електронних грошей і платіжних послуг. У результаті дослідження запропоновано визначати гібридний цифровий фінансовий актив як цифрове представлення вартості або права, що поєднує ознаки кількох регуляторних категорій і потребує багатокритеріальної правової оцінки. Обґрунтовано типологію таких активів, зокрема утилітарно-інвестиційних, платіжно-інвестиційних, управлінсько-інвестиційних токенів, фінансіалізованих невзаємозамінних токенів, токенізованих фінансових інструментів і багатофункціональних екосистемних токенів. Окрему увагу приділено токенам електронних грошей як прикладу нормативної гібридності, що демонструє можливість одночасного застосування кількох суміжних правових режимів. Доведено, що гібридність цифрового активу не повинна розглядатися як самостійна підстава для уникнення спеціальних вимог фінансового регулювання, якщо за своїм змістом такий актив виконує інвестиційну, платіжну або іншу врегульовану фінансову функцію. Практична цінність дослідження полягає у формулюванні функціонального тесту класифікації, який ураховує права власника, економічну функцію активу, очікування прибутку, передаваність, зв'язок із емітентом або протоколом і можливий регуляторний наслідок. Застосування такого тесту

дозволяє зменшити ризики регуляторного арбітражу, оманливого маркетингу, помилкової кваліфікації активів і фрагментації наглядової практики.

Ключові слова: криптоактиви; цифрові активи; фінансові інструменти; функціональний підхід; електронні гроші; MiCA, MiFID II.

Ganna I. Voievodina

Department of International and European Law
State University «Kyiv Aviation Institute»

Kyiv, Ukraine

<https://orcid.org/0009-0001-2656-3237>

HYBRID DIGITAL FINANCIAL ASSETS IN EUROPEAN UNION LAW: TYPOLOGY, LEGAL NATURE AND CLASSIFICATION PROBLEMS

Abstract. *The relevance of the study is determined by the development of digital finance, which has led to the emergence of assets that simultaneously combine utility, payment, governance and investment features. Such assets are difficult to classify within established legal categories, since their digital form, name or positioning by the issuer does not always reflect their actual economic and legal substance. This problem becomes particularly relevant in European Union law after the adoption of Regulation of the European Parliament and of the Council 2023/1114 on markets in crypto-assets, since the most complex issues of legal qualification arise precisely at the boundary between the regimes of crypto-assets, financial instruments, electronic money and payment services. The purpose of the article is to determine the legal nature of hybrid digital financial assets in European Union law and to substantiate a functional approach to their classification. The methodological basis of the study consists of formal legal, systemic, comparative legal and functional methods, which made it possible to analyse the relationship between the special regime for crypto-assets and the regime for financial instruments, as well as the related regimes for electronic money and payment services. As a result of the study, it is proposed to define a hybrid digital financial asset as a digital representation of value or rights that combines features of several regulatory categories and requires a multi-criteria legal assessment. The article substantiates a typology of such assets, including utility-investment, payment-investment and governance-investment tokens, financialised non-fungible tokens, tokenised financial instruments and multi-functional ecosystem tokens. Particular attention is paid to electronic money tokens as an example of normative hybridity, which demonstrates the possibility of the simultaneous application of several related legal regimes. It is argued that the hybridity of a digital asset should not be regarded as an independent basis for avoiding specific financial regulatory requirements where, in substance, such an asset performs an investment, payment or other regulated financial function. The practical value of the study lies in the formulation of a functional classification test that takes into account the holder's rights, the economic function of the asset, profit expectations, transferability, the link with an issuer or protocol, and the possible regulatory consequence. The application of such a test makes it possible to reduce the risks of regulatory arbitrage, misleading marketing, incorrect qualification of assets and fragmentation of supervisory practice.*

Keywords: *crypto-assets; digital assets; financial instruments; functional approach; electronic money; MiCA; MiFID II.*

ВСТУП

Розвиток цифрових фінансів у Європейському Союзі (далі – ЄС) спричинив появу нових форм майнової та фінансової цінності, що існують у цифровому середовищі та можуть поєднувати ознаки платіжних, інвестиційних, управлінських і утилітарних інструментів. Особливе місце серед таких форм займають криптоактиви, які функціонують на основі технології розподіленого реєстру або іншої подібної технології та можуть використовуватися для доступу до цифрових сервісів, здійснення розрахунків, участі в управлінні децентралізованими протоколами або отримання економічної вигоди.

Прийняття Регламенту Європейського Парламенту і Ради (ЄС) 2023/1114 про ринки криптоактивів (далі – *MiCA* або Регламент) [1] стало важливим етапом формування спеціального правового режиму для криптоактивів у праві Союзу. Документ запроваджує нормативну класифікацію таких активів і виокремлює, зокрема токени, що пов'язані з активами (*Asset-referenced tokens*, далі – *ART*), токени електронних грошей (*Electronic money tokens*, далі – *EMT*) та інші криптоактиви, що не підпадають під інші дві категорії, у тому числі й утилітарні токени. Водночас сфера застосування *MiCA* не охоплює ті криптоактиви, що кваліфікуються як фінансові інструменти та регулюються іншим актом вторинного права Європейського Союзу – Директивою 2014/65/ЄС про ринки фінансових інструментів (далі – *MiFID II*) [2]. Саме тому розмежування між криптоактивами, які підпадають під дію *MiCA* та цифровими активами, що мають ознаки фінансових інструментів за *MiFID II*, набуває ключового значення для коректного правозастосування, досягнення регуляторної визначеності та захисту інвесторів.

Особливої актуальності ця проблема набуває у зв'язку з поширенням гібридних цифрових фінансових активів, які можуть формально позиціонуватися як утилітарні токени, управлінські токени, невзаємозамінні токени (далі – *NFT*) або інші криптоактиви, але за своїм економічним змістом надають власнику права, що близькі до інвестиційних, корпоративних або боргових вимог. Унаслідок цього виникає ризик правової класифікації такого активу лише на підставі його назви, технічної форми або декларації емітента, у той час як необхідним є належний аналіз реальних прав, економічної функції і ризиків, які він створює.

У цьому контексті слід звернутися до підходу Європейського органу з цінних паперів і ринків (далі – *ESMA*), який закріплюється в його настановах щодо умов і критеріїв класифікації криптоактивів як фінансових інструментів. *ESMA* виходить із технологічно нейтрального та функціонального підходу, відповідно до якого сама по собі цифрова форма активу не повинна змінювати його правової природи. Тобто якщо криптоактив матиме ознаки фінансового інструменту, його кваліфі-

кація як такого має переважати над іншими формальними характеристиками, зокрема позначенням його як утилітарного або гібридного токена.

У зв'язку з цим метою цієї статті є визначення правової природи гібридних цифрових фінансових активів у праві Європейського Союзу й обґрунтування функціонального підходу до їх класифікації на межі між режимами *MiCA* та *MiFID II*. Для досягнення цього в статті проаналізовано нормативну класифікацію криптоактивів за *MiCA*, визначено роль *MiFID II* у відмежуванні криптоактивів від фінансових інструментів, досліджено підхід *ESMA* до кваліфікації криптоактивів як фінансових інструментів, охарактеризовано основні типи гібридних цифрових фінансових активів і запропоновано критерії їх функціонального аналізу.

Наукова новизна полягає в обґрунтуванні підходу, згідно з яким правова природа гібридного цифрового фінансового активу повинна визначатися не лише через його назву, технічну форму або декларацію емітента, а через сукупність функціональних критеріїв, таких як права власника, економічна роль активу, очікування прибутку, передаваність, зв'язок із вимогою до емітента та наявність ознак фінансового інструменту.

У сучасній іноземній науковій літературі проблематика правової природи криптоактивів здебільшого досліджується у зв'язку з формуванням спеціального режиму *MiCA* та необхідністю розмежування криптоактивів із фінансовими інструментами, електронними грошима, платіжними інструментами та іншими об'єктами фінансового регулювання. У цьому контексті слід згадати дослідження *D. A. Zetsche, F. Annunziata, D. W. Arner i R. P. Buckley*, в якому *MiCA* розглядається як центральний елемент цифрової фінансової стратегії Європейського Союзу та як спроба створити комплексний режим для цифрових активів, що раніше залишалися поза межами традиційного фінансового регулювання [3]. Незважаючи на те, що ця робота є важливою для розуміння загальної логіки *MiCA*, воно не вирішує повною мірою проблеми гібридних активів, тож відповідна тема залишається актуальною.

Питання класифікації криптоактивів за сучасним європейським законодавством розглядає і *T. Tomczak*. Зокрема, автор підкреслює, що визначення криптоактивів та їхніх підкатегорій становить основу всього регуляторного механізму *MiCA*, водночас звертаючи увагу на те, що Регламент покликаний охопити насамперед ту частину ринку криптоактивів, яка раніше не підпадала під чинні режими фінансового регулювання [4]. Ця думка є принципово важливою, адже вона підтверджує, що у випадках, коли криптоактив уже має певні ознаки фінансового інструменту, він не повинен автоматично підпадати під регулювання *MiCA* лише через свою цифрову або токенизовану форму.

Серед досліджень інших зарубіжних учених слід згадати й наукові доробки *M. Lehmann i F. Schinerl*, які аналізують поняття фінансового інструменту як межі між *MiFID II* і *MiCA*. Автори виходять із того, що після прийняття Регламенту

значення поняття «фінансовий інструмент» істотно зросло, оскільки саме воно визначає, чи буде певний цифровий актив регулюватися за правилами традиційного фінансового ринку або за спеціальним режимом *MiCA* [5]. Особливої цінності набуває їхній висновок про недостатність формального підходу до класифікації та необхідність урахування економічної реальності активу. Саме ця ідея корелюється з функціональним підходом, відповідно до якого правова природа активу має визначатися не його назвою або технічною формою, а сукупністю прав і економічних характеристик, які він фактично втілює.

F. Annunziata в дослідженні, присвяченому таксономії криптоактивів і фінансових інструментів, аналізує складність побудови єдиної класифікаційної моделі для цифрових активів. Автор порівнює підходи США й Європейського Союзу, підкреслюючи, що європейська модель значною мірою залежить від уже наявних категорій фінансового права, зокрема поняття фінансового інструменту [6]. Праця *Annunziata* дозволяє розглядати проблему гібридних криптоактивів не лише як технічне питання *MiCA*, а як ширшу проблему таксономії цифрових фінансових активів у сучасному фінансовому праві.

Окремий аспект проблеми порушує й *A. Minto*, який досліджує координацію між *MiCA* та законодавством ЄС про платіжні послуги, зокрема Директивою Європейського Парламенту і Ради (ЄС) 2015/2366 про платіжні послуги на внутрішньому ринку (далі – *PSD2*) [7], у контексті токенів електронних грошей [8]. Його робота є корисною для аналізу тих гібридних активів, які можуть поєднувати платіжну функцію, стабілізаційний механізм та інші економічні характеристики. Це має значення для теми статті, оскільки демонструє, що межа класифікації цифрових активів проходить не лише між *MiCA* і *MiFID II*, але й між *MiCA*, платіжним законодавством і законодавством про електронні гроші.

N. Divissenko розглядає *MiCA* як спробу захисту регулювання інновацій у сфері цифрових фінансів від застаріння та втрати актуальності. Автор акцентує увагу на розширенні регуляторного периметра ЄС та необхідності поєднання ризик-орієнтованого та процесно-орієнтованого підходів до регулювання криптоактивів [9]. Таким чином, *N. Divissenko* підтримує ідею про те, що правова класифікація цифрового активу повинна враховувати не лише його форму, а й ризики, функції та реальну економічну роль у цифровій фінансовій екосистемі.

В українській юридичній літературі проблематика криптоактивів також поступово набуває розвитку, хоча й здебільшого вона розглядається у більш широкому контексті правової природи криптоактивів як такої, адаптації українського законодавства до європейських підходів, аналізу *MiCA* та дослідження потенційних вітчизняних законодавчих оновлень і пропозицій у цій сфері. Зокрема, слід виділити Н. О. Тіпкіна-Головка, який здійснив дослідження поняття та правової природи криптоактивів крізь призму українських та іноземних підходів, акцентуючи увагу на тому, що криптоактиви змінили наше уявлення про способи пере-

казу активів, взаємодії з ними та їх використання для інвестиційних і розрахункових цілей [10]. С. М. Защипас, у свою чергу, аналізує фундаментальні поняття віртуальних активів і механізм їх функціонування. Це дослідження є корисним для українського контексту, оскільки воно підкреслює потребу в системному підході до термінології та класифікації віртуальних активів [11]. О. В. Гарагонич, В. В. Поєдинок і П. А. Покотілов досліджують суб'єктів ринку криптоактивів Європейського Союзу, зокрема емітентів, постачальників послуг, клієнтів і регуляторів. Хоча предмет цієї праці не зосереджений безпосередньо на класифікації самих активів, вона дозволяє зрозуміти інституційне середовище *MiCA* та практичні наслідки віднесення певного цифрового активу до тієї чи іншої правової категорії [12].

Узагальнюючи наведені підходи, можна стверджувати, що в науковій літературі вже сформовано певну ґрунтовну базу для аналізу *MiCA*, класифікації криптоактивів і розмежування криптоактивів із фінансовими інструментами. Водночас недостатньо розробленим залишається питання саме гібридних цифрових фінансових активів, які поєднують утилітарні, платіжні, управлінські й інвестиційні ознаки. Це зумовлює потребу в формулюванні функціонального підходу до їх класифікації, за яким вирішальне значення мають не назва активу, його технічна форма або декларація емітента, а реальний обсяг прав, економічна роль активу, очікування прибутку, передаваність, зв'язок із вимогою до емітента та наявність ознак фінансового інструменту.

1. МАТЕРІАЛИ ТА МЕТОДИ

Матеріальну основу дослідження становлять нормативно-правові акти Європейського Союзу, акти та роз'яснення європейських наглядових органів, а також сучасні іноземні й українські наукові дослідження, присвячені правовій природі криптоактивів, їх класифікації та співвідношенню режимів *MiCA* і *MiFID II*. Вибір цих матеріалів зумовлений тим, що саме вони формують нормативну та методологічну основу для розмежування криптоактивів, які підпадають під спеціальний режим *MiCA*, і цифрових активів, що мають ознаки фінансових інструментів за *MiFID II*. Наукові джерела використано для аналізу сучасних доктринальних підходів до таксономії криптоактивів, поняття фінансового інструменту, токенизації активів та проблеми гібридних цифрових фінансових активів. Українські публікації залучено переважно для висвітлення національного наукового контексту щодо правової природи віртуальних активів та адаптації українського законодавства до європейських підходів.

Дослідження здійснювалося в кілька етапів. На першому етапі було проаналізовано нормативну класифікацію криптоактивів у *MiCA* та визначено її співвідношення з категорією фінансових інструментів за *MiFID II*. На другому етапі досліджено підхід *ESMA* до кваліфікації криптоактивів як фінансових інструментів, зокрема критерії технологічної нейтральності, економічної сутності активу

та пріоритету його реальних характеристик над формальною назвою. На третьому етапі на основі нормативних і доктринальних джерел сформульовано критерії функціонального аналізу гібридних цифрових фінансових активів.

У процесі дослідження використано формально-юридичний метод, який дозволив проаналізувати положення *MiCA*, *MiFID II* та актів *ESMA*; системний метод, за допомогою якого *MiCA* і *MiFID II* розглянуто як взаємопов'язані елементи фінансового регулювання ЄС; порівняльно-правовий метод, застосований для зіставлення різних регуляторних режимів цифрових активів, а також функціональний метод, який є ключовим для цієї статті. Саме функціональний метод дав змогу оцінити гібридний цифровий фінансовий актив не за його назвою, технічною формою або декларацією емітента, а за правами, які він надає власнику, економічною роллю, передаваністю, очікуванням прибутку, зв'язком із вимогою до емітента та наявністю ознак фінансового інструменту.

Темпоральні межі дослідження охоплюють переважно період 2020–2026 років, що пов'язано з формуванням цифрової фінансової стратегії Європейського Союзу, прийняттям *MiCA*, розробленням підходів *ESMA* до класифікації криптоактивів і активізацією наукової дискусії щодо меж між *MiCA* і *MiFID II*.

2. РЕЗУЛЬТАТИ ТА ОБГОВОРЕННЯ

Поняття гібридного цифрового фінансового активу на сьогодні не закріплене як самостійна правова категорія в законодавстві Європейського Союзу. *MiCA* оперує категоріями криптоактиву, *ART*, *EMT*, утилітарного токена й інших криптоактивів, у той час як *MiFID II* визначає фінансові інструменти, зокрема переказні цінні папери, інструменти грошового ринку, частки в інститутах спільного інвестування та деривативи [1; 2]. Водночас розвиток цифрових фінансів свідчить про появу активів, які не вкладаються повністю в одну нормативну категорію, оскільки можуть одночасно виконувати утилітарну, платіжну, інвестиційну, управлінську або забезпечувальну функцію. Саме тому поняття гібридного цифрового фінансового активу доцільно розглядати як доктринальну категорію, що використовується для опису цифрових активів на межі кількох правових режимів. Такі активи можуть формально позиціонуватися як утилітарні токени, токени управління, *NFT* або інші криптоактиви, однак за своїм економічним змістом надавати власнику права, які наближають їх до фінансових інструментів, електронних грошей, платіжних активів або інвестиційних продуктів.

Підґрунтя для такого підходу міститься в документах *ESMA*. У настановах щодо умов і критеріїв кваліфікації криптоактивів як фінансових інструментів *ESMA* визначає гібридні токени як криптоактиви, що поєднують елементи різних класифікацій та характеристики, властиві різним видам криптоактивів. Водночас *ESMA* наголошує, що наявність гібридних характеристик не повинна відволікати від першочергового питання: чи має актив ознаки фінансового інструменту. Якщо такі ознаки наявні, фінансова природа активу має переважати над

його альтернативною класифікацією, зокрема як утилітарного токена [13]. Такий підхід відображає принцип технологічної нейтральності та логіку «сутності над формою». Криптоактив не може розглядатися як такий, що не є фінансовим інструментом, лише тому, що він існує в токенизованій формі або функціонує на технології розподіленого реєстру. Так само актив не повинен автоматично вважатися утилітарним лише тому, що емітент або розробник називає його утилітарним. Вирішальне значення мають не технічна оболонка чи маркетингове позиціонування, а права, які актив надає власнику, його економічна роль, передаваність, зв'язок із емітентом та очікування, які формуються в потенційних набувачів [5].

Схожий підхід простежується й у дослідженні Європейського Парламенту щодо криптоактивів, у якому зазначається, що на практиці не завжди можливо провести чітку межу між інвестиційними, утилітарними та платіжними токенами, оскільки один криптоактив може поєднувати декілька функцій. Саме такі активи в дослідженні називаються гібридами або гібридними токенами, причому сама гібридність описується не через окрему технічну форму, а саме через комбінацію різних функцій [14]. У науковій доктрині подібний підхід розвивають *P. Hacker* і *C. Thomale*. Вони пропонують розрізняти три базові архетипи токенів: валютні, інвестиційні й утилітарні токени. Водночас автори прямо визнають існування гібридних форм і наголошують, що регуляторна кваліфікація має здійснюватися за принципом «сутності над формою» [15].

F. Annunziata також підходить до проблеми через питання кваліфікації токена. Його робота показує складність застосування традиційних категорій фінансового права до токенів і первинної пропозиції монет, оскільки цифровий актив може бути сконструйований так, що його юридична природа не впливає очевидно з назви або технічної форми [6]. Тут можна згадати і підхід Швейцарської служби з нагляду за фінансовими ринками (далі – *FINMA*), хоча й країна не входить до складу ЄС, яка ще у 2018 році прямо зазначала, що первинні пропозиції монет можуть існувати в гібридних формах, а класифікації токенів не є взаємовиключними. Наприклад, утилітарний токен може одночасно мати платіжну функцію, і тоді до нього можуть застосовуватися кумулятивні регуляторні вимоги. Цей підхід доцільно враховувати як порівняльний приклад раннього регуляторного осмислення гібридної природи токенів [16].

З аналізу вищенаведених підходів можна виокремити кілька моделей розуміння гібридності.

1. Перший підхід є функціональним, згідно з яким гібридним вважається актив, що поєднує платіжну, утилітарну та/або інвестиційну функцію.

2. Другий підхід є регуляторним і декларує, що гібридність виникає тоді, коли актив потенційно може підпадати одразу під декілька правових режимів, наприклад, *MiCA*, *MiFID II*, *PSD2* тощо.

3. Третій підхід є ризик-орієнтованим, відповідно до якого гібридність має значення тоді, коли комбінація функцій створює ризик неправильної класифікації, обходу вимог фінансового регулювання або помилкового сприйняття активу інвесторами.

Підбиваючи підсумки, слід визначити, що гібридний цифровий фінансовий актив доцільно розуміти не як окремий законодавчий тип активу, а як певну доктринальну категорію, під яку підпадають цифрові активи на межі кількох правових режимів. Цей підхід дозволяє уникнути помилки, коли актив автоматично класифікується лише на підставі того, як його назвав емітент або розробник. У зв'язку з цим, пропонуємо визначати гібридний цифровий фінансовий актив як цифрове представлення вартості або права, яке може передаватися та зберігатися за допомогою технології розподіленого реєстру або подібної технології, та яке в межах однієї економіко-правової конструкції поєднує ознаки кількох регуляторних категорій, зокрема криптоактиву, утилітарного токена, платіжного активу, токена електронних грошей, *NFT*, токена управління або фінансового інструменту, внаслідок чого його правова кваліфікація потребує функціонального аналізу прав власника, економічної ролі активу, передаваності, очікування прибутку, зв'язку з емітентом або іншою зобов'язаною особою та наявності ознак фінансового інструменту.

Типологія гібридних цифрових фінансових активів має доктринальний, а не законодавчий характер, і не замінює нормативні категорії, встановлені в *MiCA* та *MiFID II*, а використовується для виявлення тих цифрових активів, які перебувають на межі кількох регуляторних режимів. У науковій літературі вже сформовано певне підґрунтя для такого підходу. Зокрема, *P. Hacker* і *C. Thomale*, як уже було згадано, пропонують розрізняти три базові архетипи токенів: валютні, інвестиційні й утилітарні токени, одночасно визнаючи існування їх гібридних форм [15].

На підставі проаналізованих підходів, висвітлених під час обговорення визначення гібридних активів, можна зазначити, що критерієм типологізації доцільно обрати не технічну форму токена, а комбінацію його функцій, прав власника та регуляторних наслідків. Цю думку висловлюють і *M. Lehmann* і *F. Schinerl*, стверджуючи, що після прийняття *MiCA* поняття фінансового інструменту стало ключовим критерієм розмежування між режимом криптоактивів і традиційним фінансовим правом ЄС [5].

На цій підставі доцільно виокремити наступні категорії гібридних токенів.

1. Утилітарно-інвестиційні токени. У класичному розумінні утилітарні токени є такими, що лише надають доступ власнику до окремих товарів і послуг. Гібридність виникає тоді, коли утилітарна функція поєднується з інвестиційною, тобто коли токен не лише відкриває доступ до певного сервісу, а й надає власнику право на дохід, частку в економічному результаті проекту, винагороду, зростання

вартості або інший фінансовий результат. Так само інвестиційний елемент може виникати через спосіб маркетингу токена, якщо він просувається не як інструмент доступу до сервісу, а як актив, від якого очікується прибуток або приріст капіталу. У такому випадку утилітарна функція не виключає інвестиційної природи активу, якщо його економічна конструкція виходить за межі простого доступу до сервісу. *FINMA* прямо зазначає, що якщо утилітарний токен має інвестиційну мету, він може розглядатися як інвестиційний [16]. Регуляторний наслідок тут залежатиме від того, чи набуватиме токен ознак фінансового інструменту. Відповідно до підходу *ESMA*, якщо криптоактив надає права, еквівалентні правам за акціями, облігаціями або іншими переказними цінними паперами, він буде кваліфікуватися як фінансовий інструмент за *MiFID II*. Якщо ж інвестиційна ознака обмежується лише суб'єктивним очікуванням зростання ринкової ціни без відповідних прав власника, цього самого по собі недостатньо для кваліфікації як фінансового інструменту [13].

Прикладом такого поєднання може бути токен онлайн-платформи, який формально надає доступ до преміум-функцій, але водночас передбачає, що частина доходів платформи буде спрямовуватися на винагороду власникам tokenів, або що власники tokenів будуть отримувати регулярні виплати залежно від фінансового результату проекту.

2. Платіжно-інвестиційні токени. У класичному розумінні платіжні токени призначені для використання як засіб обміну, розрахунку або передачі вартості. Їхня основна функція полягає в тому, щоб забезпечити можливість платежу або переказу між учасниками екосистеми. У регуляторній практиці *FINMA* платіжні токени описуються саме через їх призначення бути засобом платежу за товари чи послуги або засобом переказу грошей чи вартості [16]. Гібридність виникає тоді, коли платіжна функція поєднується з інвестиційною або дохідною, наприклад, коли токен використовується для розрахунків у межах платформи, однак водночас надає власнику право на винагороду, частку в доході екосистеми або приріст вартості через спеціальний економічний механізм. У такому випадку актив перестає бути суто засобом платежу й починає виконувати роль інструменту накопичення або отримання економічної вигоди.

Регуляторно такі активи можуть опинятися на межі кількох режимів: *MiCA*, платіжного законодавства, законодавства про електронні гроші та, у певних випадках, *MiFID II*. Якщо актив лише використовується для розрахунків і не надає прав, подібних до фінансових інструментів, він може залишатися в площині *MiCA* або платіжного регулювання [1]. Якщо ж до платіжної функції додається право на дохід, боргова вимога, економічна участь або інші характеристики *transferable securities*, виникає потреба перевірити, чи не підпадає актив під *MiFID II* [2].

3. Управлінсько-інвестиційні токени. Зазвичай управлінські токени надають власникам право брати участь у прийнятті рішень щодо цифрового протоколу,

децентралізованих автономних організацій, платформи або іншої екосистеми. У базовій моделі такі права можуть стосуватися технічних або операційних рішень, зокрема щодо оновлення протоколу, зміни параметрів платформи, голосування за пропозиції спільноти або визначення напрямів розвитку екосистеми. Гібридність у таких токених виникає тоді, коли управлінська функція починає поєднуватися з інвестиційною, наприклад, якщо власники не лише голосують щодо технічних питань, але й можуть впливати на розподіл прибутку, напрям використання доходів, порядок виплат, винагороди або інші технічні параметри, що безпосередньо впливають на фінансове становище власників. У такому випадку управлінський токен може наближатися за функцією до інструменту економічної участі. *ESMA* в цьому контексті проводить важливе розмежування: голосування щодо технічних або операційних питань саме по собі не повинно автоматично прирівнюватися до корпоративних прав, однак якщо токен надає право голосування щодо рішень подібних до корпоративних, наприклад щодо управління організацією, розподілу активів або значних економічних рішень, такі права можуть наближатися до прав, пов'язаних із акціями чи іншими фінансовими інструментами [13].

Тут слід навести за приклад управлінські токени децентралізованої автономної організації (далі – *DAO*), власники яких голосують не лише за технічні оновлення протоколу, але й за розподіл коштів, спрямування доходів екосистеми або програми винагород для власників токенів. У такій моделі право голосу має не лише організаційне, а й економічне значення. Як порівняльний приклад можна згадати справу *The DAO* у США: Комісія з цінних паперів і бірж (далі – *SEC*) дійшла висновку, що *DAO*-токени були інвестиційними, зокрема через те, що інвестори очікували прибутку від діяльності проєкту, хоча формально токени були пов'язані з участю в децентралізованій організації. Це не є джерелом права ЄС, але добре ілюструє ризик, коли управлінський механізм не усуває інвестиційну природу активу.

4. Фінансіалізовані та фракціоналізовані *NFT*. *NFT* є унікальним, невзаємозамінним цифровим активом, який може підтверджувати право на цифровий об'єкт, колекційний елемент, доступ до унікального сервісу або індивідуалізований цифровий запис. Саме унікальність і невзаємозамінність відрізняють *NFT* від взаємозамінних токенів, що випускаються серіями та можуть бути вільно замінені один одним. Гібридність виникає тоді, коли *NFT* перестає бути лише унікальним цифровим об'єктом і починає виконувати фінансову або інвестиційну функцію, наприклад, якщо токен надає право на частку доходу, частку в реальному або цифровому активі, доступ до інвестиційної схеми, регулярну винагороду або іншу економічну вигоду. Окремим випадком є фракціоналізовані *NFT*, коли один актив поділяється на багато взаємозамінних часток. У такому разі правова увага зміщується з унікальності первинного токена на економічну природу часток, які можуть поводитися як взаємозамінні інвестиційні активи. *MiCA* і регуляторні роз'яснення

підкреслюють, що фракціоналізовані частки унікального та невзаємозамінного криптоактиву, у свою чергу, не повинні вважатися унікальними й невзаємозамінними. Також випуск *NFT* у великих серіях або колекціях може бути індикатором їх взаємозамінності, а сам факт наявності унікального ідентифікатора не є достатнім для доведення унікальності активу [1, 17].

За приклад можна навести випадок, коли *NFT*, що представляє право на частку доходу від комерціалізації твору мистецтва, нерухомості, ігрового активу або іншого базового активу, поділяється на частки, які продаються багатьом інвесторам і дають право на пропорційну економічну вигоду. У такому випадку сама зовнішня форма токена вже не повинна автоматично виключати його фінансову або інвестиційну природу.

5. Токенізовані фінансові інструменти. Фінансові інструменти охоплюють категорії, що визнані *MiFID II*, і їхня правова природа визначається не способом технічного обліку, а тими правами, які вони надають власнику, зокрема, участь у капіталі, боргова вимога, право на дохід, участь у колективному інвестуванні або похідна позиція щодо базового активу. Гібридність токенізованих фінансових інструментів полягає в поєднанні традиційної фінансової природи з цифровою формою існування або передачі. Такий актив може бути випущений, облікований або передаватися за допомогою технології розподіленого реєстру, але це не змінює його правової сутності, саме тому він не повинен «переходити» під регулювання *MiCA* лише через токенізовану форму.

M. Lehmann і *F. Schinerl* підкреслюють, що поняття «*financial instruments*» відіграє ключову роль у визначенні межі між традиційним фінансовим правом ЄС і режимом *MiCA* [5]. За логікою *ESMA*, якщо криптоактив надає права, еквівалентні акціям, облігаціям або іншим переказним цінним паперам, він має регулюватися як фінансовий інструмент відповідно до принципу технологічної нейтральності [13]. Як приклад, можна навести токенізовану облігацію, акцію або пай у колективному інвестиційному утворенні, форма яких може спростити обіг, облік або розрахунки, однак не змінює їхньої базової кваліфікації як фінансових інструментів.

6. Багатофункціональні екосистемні токени. Екосистемні токени можуть використовуватися всередині певної цифрової платформи або протоколу для операційних цілей, таких як оплата комісій, доступу до сервісів, отримання знижок, участь у програмах лояльності тощо. Сам по собі такий токен не обов'язково є фінансовим інструментом, однак його гібридність виникає тоді, коли він одночасно виконує кілька ролей, тобто є засобом оплати, інструментом доступу, токеном управління, винагородою за активність, активом для стейкінгу або таким активом, що очікувано зростає в ціні через розвиток екосистеми. У такому випадку складність полягає не в одному конкретному інвестиційному праві, а в загальній багатофункціональності токена, що може створювати різні очікування

у користувачів і різні регуляторні наслідки. *T. Tomczak* зазначає, що дефініція «криптоактиви» та їх підкатегорій є основою *MiCA*, однак практичний розвиток ринку показує складність чіткого відмежування окремих категорій криптоактивів. Саме багатофункціональні токени демонструють обмеженість суто формального підходу, оскільки один актив може одночасно виконувати утилітарну, платіжну, управлінську й інвестиційну функцію [4].

У цьому контексті окремої уваги потребують *EMT*, які, на перший погляд, можна розглядати як ще один різновид гібридного цифрового фінансового активу, оскільки вони одночасно мають ознаки криптоактиву, платіжного засобу й електронних грошей. Однак насправді їхня природа є дещо особливою, адже, на відміну від доктринальних категорій на кшталт утилітарних-інвестиційних або управлінських-інвестиційних токенів, подвійність *EMT* прямо впливає з конструкції *MiCA* та суміжного платіжного законодавства Європейського Союзу. З одного боку, *EMT* залишаються криптоактивами в межах *MiCA*, а з іншого – їх законодавчо прирівняно до електронних грошей, що тягне за собою застосування окремих положень *PSD2* і Директиви Європейського Парламенту і Ради (ЄС) 2009/110/ЄС про початок та здійснення діяльності установ електронних грошей, а також про пруденційний нагляд за ними (далі – *EMD2*) [18].

EBA з цього приводу зазначає, що відповідно до статті 48(2) *MiCA* *EMT* вважаються електронними грошима, а тому підпадають також під поняття «кошти» за *PSD2*. Звідси *EBA* робить важливий висновок про те, що *EMT* мають подвійну природу, тобто одночасно є й криптоактивами, які регулюються *MiCA*, і електронними грошима/коштами, що регулюються *PSD2*. Саме ця подвійна природа створює питання про можливе накладення регуляторних режимів один на один. У зв'язку з цим виникає питання, чи може постачальник послуг із криптоактивами, що працює з *EMT*, потребувати не лише авторизації за *MiCA*, а й авторизації як платіжна установа за *PSD2* [19].

Тому складність *EMT*, на нашу думку, варто розглядати не як класичну колізію між *MiCA* і *PSD2*, а як цілеспрямоване поєднання двох режимів, яке поки що створює практичну невизначеність і потребує подальшого нормативного уточнення. Таким чином, ситуацію з *EMT* можна охарактеризувати як особливий випадок нормативної гібридності, коли один і той самий цифровий актив одночасно вбудований у режим криптоактивів і режим електронних грошей. Проблема тут полягає не в тому, що ці режими є несумісними, а в тому, що їх одночасне застосування потребує більш чіткого розмежування послуг, ліцензійних вимог і наглядових повноважень.

Класифікація гібридних цифрових активів між *MiCA* і *MiFID II* має здійснюватися з урахуванням того, що *MiCA* не є універсальним режимом для всіх цифрових активів, а застосовується до криптоактивів лише тією мірою, якою такі активи не підпадають під уже наявні категорії фінансового права Європейського

Союзу. Саме тому стаття 2 *MiCA* виключає зі сфери дії Регламенту ті криптоактиви, що кваліфікуються як фінансові інструменти. *ESMA* в одному з фінальних звітів також підкреслює, що межа між *MiCA* і *MiFID II* проходить через відповідь на питання, чи є конкретний криптоактив фінансовим інструментом [20]. *MiFID II* визначає фінансові інструменти через їх перелік у Додатку I, а після оновлення відповідного визначення до нього прямо включили також ті фінансові інструменти, що випускаються за допомогою технології розподіленого реєстру [2]. Це має принципове значення, адже сам факт токенизації не змінює правової природи активу, якщо він за своїми правами й економічною функцією залишається акцією, облігацією, паєм, деривативом або іншим фінансовим інструментом. Отже, первинним питанням повинно бути не те, чи актив має форму токена, *NFT* або активу на базі смарт-контракту, а те, які права він надає власнику.

У науковій літературі ця межа між *MiCA* і традиційним фінансовим правом ЄС описується як одна з ключових проблем цифрових фінансів. *V. Ferrari* ще до прийняття *MiCA* звертала увагу на складність правової кваліфікації криптоактивів на базі блокчейну, які можуть функціонувати як інвестиційні інструменти або як електронні гроші/платіжні токени [21]. Подібну логіку підтримують і *J. Saulnier* та *I. Giustacchini*, які в дослідженні щодо появи ризиків у сфері криптоактивів наголошують, що розвиток цифрових фінансів ставить питання про межі регуляторного периметра та здатність наявної фінансової архітектури адаптуватися до нових форм активів [22]. Тобто проблема полягає не лише в формальному віднесенні токена до певної категорії, а у визначенні того, чи створює він ризики, характерні для вже врегульованих фінансових інструментів або послуг.

Отже, цифровий актив має залишатися у сфері *MiCA* тоді, коли він є криптоактивом у розумінні Регламенту, але не надає прав, еквівалентних фінансовим інструментам за *MiFID II*. Наприклад, токен, який використовується виключно для доступу до сервісу, оплати комісій у межах екосистеми або отримання технічного функціоналу платформи, за загальним правилом може залишатися в площині *MiCA*. Натомість якщо токен фактично представляє акцію, облігацію, пай у колективному інвестиційному утворенні, дериватив або іншу позицію, передбачену Додатком I до *MiFID II*, він має оцінюватися як фінансовий інструмент незалежно від токенизованої форми. У цьому контексті корисною є класифікація Організації економічного співробітництва та розвитку (далі – *OECD*), відповідно до якої криптоактиви зазвичай поділяються на три базові категорії: платіжні, утилітарні й інвестиційні токени. Такий поділ не вирішує всіх випадків, коли актив знаходиться на межі декількох режимів, але він демонструє, що функція активу, платіжна, утилітарна або інвестиційна, є відправною точкою для подальшої правової кваліфікації [23]. Водночас у випадку гібридних активів недостатньо встановити лише одну домінуючу функцію. Якщо токен поєднує доступ до сервісу, право голосу, можливість розрахунку, очікування прибутку, право

на відшкодування або вимогу до емітента, його класифікація потребує багато-критеріального аналізу. Саме тут проявляється практичне значення функціонального підходу, адже він дозволяє не «прив'язувати» актив до формальної назви, а встановити, який правовий режим найбільш точно відповідає його реальній природі.

З огляду на гібридну природу сучасних цифрових активів, їх правова кваліфікація не може обмежуватися назвою токена, його технічною формою або описом у Білій книзі (технічній документації). Для встановлення справжньої правової природи активу доцільно застосовувати функціональний тест класифікації, який поєднує юридичні, економічні та регуляторні критерії. Це поєднується не лише з підходом *ESMA*, а й із позицією Міжнародної організації комісій із цінних паперів (далі – *IOSCO*), яка у своїх рекомендаціях щодо крипто- та цифрових ринків прямо обрала функціональний, економічний підхід замість універсальної таксономії [24]. Близьку логіку закріплює Рада з фінансової стабільності (далі – *FSB*) через принцип «*same activity, same risk, same regulation*» («та сама діяльність, той самий ризик, ті самі норми»). Його значення полягає в тому, що актив або діяльність не повинні уникати відповідного регуляторного режиму лише через використання нової технологічної форми. Якщо токен фактично виконує функцію фінансового інструменту, інвестиційного продукту або платіжного засобу, регуляторний аналіз має виходити з відповідної діяльності та ризиків [25].

Подібний підхід простежується й у матеріалах Європейської консультативної групи з фінансової звітності щодо криптоактивів, де підкреслюється необхідність аналізувати економічну сутність, передбачені права власника й обов'язки, а також те, що фактично міститься «всередині» активу, а не лише його технологічну оболонку. Це підтверджує загальну методологічну ідею, згідно з якою класифікація цифрового активу має спиратися на права, обов'язки й економічний зміст, а не на форму контейнера [26].

На нашу думку, до відповідного функціонального тесту класифікації мають входити наступні елементи.

1. Технічна форма активу, тобто чи існує він як токен, *NFT*, запис у технології розподіленого реєстру, актив на основі смарт-контракту або як інша цифрова форма. Слід зазначити, що такий критерій повинен мати допоміжне, а не визначальне значення, адже технічна форма активу лише показує спосіб його існування, а не вирішує питання його правової природи.

2. Права власника, тобто чи надає актив право доступу до сервісу, право вимоги до емітента, право на відшкодування, право на дохід, право голосу, право на частку в активах, право на участь у прибутку або інше майнове чи корпоративне право. Саме цей критерій є одним із ключових, оскільки фінансові інструменти відрізняються не цифровою формою, а характером прав, які вони надають власнику.

3. Економічна функція активу, тобто чи виконує він утилітарну, платіжну, інвестиційну, управлінську, забезпечувальну або змішану функцію. Якщо актив фактично використовується для залучення капіталу, надання доходу, участі у фінансовому результаті або репрезентації боргової чи корпоративної позиції, його не можна оцінювати як простий утилітарний токен лише через відповідну назву.

4. Очікування прибутку та спосіб маркетингу активу, що потребує оцінки того, чи просувається актив як джерело доходу, зростання капіталу, участі в прибутку або іншої фінансової вигоди. При цьому саме очікування прибутку не є достатнім для автоматичної кваліфікації активу як фінансового інструменту, але воно є важливим індикатором, який має оцінюватися разом із правами власника й економічною конструкцією активу.

5. Ступінь передаваності та ринкового обігу, тобто чи може актив вільно передаватися, обертатися на вторинному ринку, бути предметом торгівлі або використовуватися як ліквідний інвестиційний інструмент. Якщо так, то це посилює потребу в оцінці його через призму MiFID II. Водночас сама передаваність без наявності прав, еквівалентних фінансовим інструментам, не повинна автоматично змінювати кваліфікацію активу.

6. Зв'язок із емітентом, протоколом або іншою зобов'язаною особою для визначення якого потрібно встановити, чи існує особа або структура, яка бере на себе зобов'язання перед власником активу, такі як виплатити дохід, забезпечити відшкодування, підтримувати вартість, надати доступ, здійснити управління активами або виконати іншу економічно значущу дію. Цей критерій особливо важливий для відмежування децентралізованих технічних токенів від активів, які фактично створюють вимогу до емітента або оператора.

7. Регуляторний наслідок, тобто те, який режим найбільш точно відповідає встановленій природі активу: *MiCA*, *MiFID II*, *EMD2*, *PSD2* або інший режим фінансового права ЄС. Такий підхід дозволяє уникнути ситуації, коли актив штучно залишається в режимі *MiCA*, хоча за своєю економічною сутністю відповідає фінансовому інструменту.

Такий тест дозволяє встановити, чи актив залишається криптоактивом за *MiCA*, чи має бути кваліфікований як фінансовий інструмент за *MiFID II*, або чи потребує застосування кількох суміжних режимів.

Неправильна класифікація гібридного цифрового фінансового активу створює не лише теоретичну, а й практичну проблему. Вона впливає на ліцензування, розкриття інформації, маркетинг, захист інвесторів, застосування правил ринкової доброчесності, вимоги до зберігання активу, управління конфліктами інтересів, транскордонне надання послуг і наглядові повноваження компетентних органів. Перш за все через неї може виникати ризик регуляторного арбітражу. Якщо актив, який фактично має ознаки фінансового інструменту, штучно структурується як утилітарний чи управлінський токен, *NFT* або інший криптоактив, емітент або

постачальник послуг може намагатися уникнути більш суворих вимог *MiFID II*. Цей ризик узгоджується з підходом *FSB*, який визначає, що якщо однакова діяльність створює однаковий ризик, вона має підпадати під однакове регулювання незалежно від технологічної форми [25].

Другим ризиком є фрагментація регуляторної практики, оскільки криптоактиви можуть бути транскордонними за своєю природою, і національні регулятори можуть по-різному оцінювати прикордонні активи, а отже емітенти та постачальники послуг можуть обирати юрисдикції з більш сприятливим або менш суворим підходом. *J. Saulnier* та *I. Giustacchini* пов'язують розвиток криптоактивів саме з викликами для регуляторного периметра та наглядової архітектури у сфері фінансових послуг [22].

Також виникає ризик оманливого маркетингу, адже якщо актив називається, наприклад, утилітарним токеном, але фактично надає очікування доходу, право на виплати, відшкодування або іншу інвестиційну характеристику, інвестори можуть неправильно оцінити рівень ризику та правового захисту. Саме тому в функціональному тесті важливо враховувати не лише формальні документи, а й Білу книгу криптоактиву, дані з вебсайту емітента, маркетингові матеріали, заяви емітента, токеноміку й очікувані результати. Крім того, неправильна кваліфікація створює ризик обходу вимог до фінансових інструментів і цінних паперів, адже якщо токен фактично репрезентує участь у капіталі, боргову вимогу, пай у спільному інвестуванні або деривативну позицію, але оформлюється як криптоактив за *MiCA*, це може призвести до уникнення вимог щодо проспекту, ліцензування інвестиційних послуг, правил організації торгівлі, захисту інвесторів і ринкової доброчесності. *IOSCO* у своїх рекомендаціях пов'язує регулювання цифрових активів із ризиками для цілісності ринку, захисту інвесторів, дотримання умов зберігання активів, конфлікту інтересів, транскордонного співробітництва тощо [24].

П'ятим ризиком є невизначеність щодо кумулятивного застосування режимів. У випадку гібридного активу може виникати не лише питання обрання *MiCA* чи *MiFID II*, а й питання одночасного застосування кількох режимів. Наприклад, платіжно-інвестиційний актив може одночасно викликати питання *MiCA*, *MiFID II* та *PSD2/EMD2*. Комітет із законодавства фінансових ринків (далі – *FMLC*) прямо звертає увагу на те, що для гібридних токенів можливе кумулятивне застосування законодавства про цінні папери та платіжні послуги, якщо відповідні юридичні обов'язки не є взаємовиключними [27]. Останнім слід виділити ризик зниження правової визначеності для емітентів, постачальників послуг із криптоактивами й інвесторів. Якщо відсутній послідовний тест класифікації, один і той самий актив може оцінюватися по-різному, зокрема, як криптоактив за *MiCA*, як фінансовий інструмент за *MiFID II*, як *EMT*, як платіжний інструмент або як актив поза спеціальним регулюванням. Це ускладнює визначення правил щодо

технічної документації, маркетингових повідомлень, ліцензування, нагляду, вторинного обігу, зберігання, запобігання ринковим зловживанням та відповідальності.

Саме тому запропонований функціональний тест має практичне значення, адже він дозволяє зменшити ризик регуляторного арбітражу, уніфікувати підхід до класифікації, запобігти оманливому маркетингу та забезпечити, щоб гібридний цифровий фінансовий актив регулювався відповідно до його реальної економіко-правової природи, а не відповідно до формальної назви, технічної оболонки або декларації емітента.

ВИСНОВКИ

Проведене дослідження дозволяє зробити висновок, що гібридний цифровий фінансовий актив не є самостійною законодавчо закріпленою категорією в праві Європейського Союзу, однак є важливою доктринальною конструкцією для пояснення тих цифрових активів, які перебувають на межі кількох правових режимів. Такі активи можуть одночасно поєднувати ознаки криптоактиву, утилітарного токена, платіжного активу, *EMT*, *NFT*, токена управління або фінансового інструменту. Саме тому їх правова природа не може бути належно визначена лише через формальну назву, технічну форму або декларацію емітента.

У статті обґрунтовано, що ключовим підходом до класифікації гібридних цифрових фінансових активів має бути функціональний аналіз. Його зміст полягає в установленні реальних прав власника, економічної ролі активу, наявності або відсутності очікування прибутку, ступеня передаваності, зв'язку з емітентом, протоколом або іншою зобов'язаною особою, а також потенційних ознак фінансового інструменту. Такий підхід відповідає логіці технологічної нейтральності та принципу переваги сутності над формою, оскільки цифрова або токенизована форма активу сама по собі не повинна змінювати його базову правову природу.

За результатами дослідження запропоновано авторське визначення гібридного цифрового фінансового активу як цифрового представлення вартості або права, що може передаватися та зберігатися за допомогою технології розподіленого реєстру або подібної технології та в межах однієї економіко-правової конструкції поєднує ознаки кількох регуляторних категорій. Саме така комбінована природа зумовлює потребу в багатокритеріальній правовій оцінці, а не в механічному віднесенні активу до однієї з формальних категорій.

У межах статті також запропоновано типологію гібридних цифрових фінансових активів. До них віднесено утилітарно-інвестиційні, платіжно-інвестиційні, управлінсько-інвестиційні токени, фінансіалізовані та фракціоналізовані *NFT*, токенизовані фінансові інструменти, а також багатофункціональні екосистемні токени. Така типологія має доктринальний характер і не замінює нормативні категорії *MiCA* або *MiFID II*, однак дозволяє показати, як саме різні функції можуть

поєднуватися в одному цифровому активі та створювати регуляторну невизначеність.

Окреме місце в дослідженні посідають токени електронних грошей. Установлено, що *EMT* доцільно розглядати не як приклад класичної колізії між *MiCA* та платіжним законодавством ЄС, а як особливий випадок нормативної гібридності. Їх подвійна природа впливає із самої конструкції *MiCA*, адже з одного боку, *EMT* є криптоактивами, а з іншого – прирівнюються до електронних грошей і можуть підпадати під відповідні положення *PSD2* та *EMD2*. Проблема полягає не в несумісності цих режимів, а в потребі більш чіткого розмежування послуг, ліцензійних вимог і наглядових повноважень.

Визначено, що межа між *MiCA* і *MiFID II* проходить не через технічну форму активу, а через його правову й економічну сутність. Якщо цифровий актив фактично надає права, еквівалентні акціям, облігаціям, паям у колективному інвестиційному утворенні, деривативам або іншим фінансовим інструментам, він має кваліфікуватися в межах *MiFID II* незалежно від того, що технічно існує у формі токена. Натомість актив може залишатися у сфері *MiCA* лише тоді, коли він є криптоактивом у розумінні Регламенту, але не має ознак фінансового інструменту чи іншого вже врегульованого фінансового продукту.

Науковим результатом статті є запропонований функціональний тест класифікації гібридного цифрового фінансового активу. До його елементів віднесено технічну форму активу, права власника, економічну функцію, очікування прибутку та спосіб маркетингу, ступінь передаваності й ринкового обігу, зв'язок із емітентом, протоколом або іншою зобов'язаною особою, а також кінцевий регуляторний наслідок. Застосування такого тесту дозволяє визначити, чи має актив залишатися у сфері *MiCA*, чи повинен кваліфікуватися як фінансовий інструмент за *MiFID II*, або ж потребує одночасного врахування кількох суміжних режимів. Неправильна класифікація гібридних цифрових фінансових активів створює низку практичних ризиків, до яких належать регуляторний арбітраж, фрагментація наглядової практики, оманливий маркетинг, обхід вимог до фінансових інструментів і цінних паперів, невизначеність щодо кумулятивного застосування кількох режимів, а також зниження правової визначеності для емітентів, постачальників послуг із криптоактивами й інвесторів. Саме тому функціональний підхід має не лише теоретичне, а й прикладне значення для правозастосування, нагляду та структурування цифрових фінансових продуктів.

Перспективи подальших досліджень полягають у поглибленому аналізі окремих категорій гібридних активів, зокрема *EMT*, фракціоналізованих *NFT*, токенів управління та токенів, що використовуються в екосистемах децентралізованих фінансів. Окремого дослідження потребує також практика національних компетентних органів держав-членів ЄС щодо класифікації гібридних цифрових активів, а також питання співвідношення *MiCA* з *MiFID II*, *PSD2/EMD2* та майбутніми оновленнями європейського фінансового законодавства.

ПОДЯКИ

Немає

КОНФЛІКТ ІНТЕРЕСІВ

Немає

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

- [1] Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 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. L 150. P. 40–205. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj/eng> (access date: 30.04.2026).
- [2] Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. *Official Journal of the European Union*. 2014. L 173. P. 349–496. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng> (access date: 30.04.2026).
- [3] Zetzsche D. A., Annunziata F., Arner D. W., Buckley R. P. The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy. *Capital Markets Law Journal*. 2021. Vol. 16. Iss. 2. P. 203–225. URL: <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmab005>.
- [4] Tomczak T. Crypto-assets and crypto-assets' subcategories under MiCA Regulation. *Capital Markets Law Journal*. 2022. Vol. 17. Iss. 3. P. 365–382. URL: <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmac008>.
- [5] Lehmann M., Schinerl F. The Concept of Financial Instruments: Drawing the Borderline between MiFID and MiCAR. *Capital Markets Law Journal*. 2024. Vol. 19. Iss. 4. P. 330–351. URL: <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmae017>.
- [6] Annunziata F. Taxonomy of Crypto-Assets and Financial Instruments: Where Do We Stand? *Bocconi Legal Studies Research Paper*. 2024. No. 4989905. 45 p. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.4989905>.
- [7] Directive (EU) 2015/2366 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on payment services in the internal market. *Official Journal of the European Union*. 2015. L 337. P. 35–127. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32015L2366> (access date: 30.04.2026).
- [8] Minto A. E-money tokens and coordination issues between the Market in Crypto-assets Regulation (MiCAR) and the payment services legislation (PSD2). *Capital Markets Law Journal*. 2024. Vol. 19. Iss. 4. P. 362–375. URL: <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmae012>.
- [9] Divissenko N. Regulation of Crypto-assets in the EU: Future-proofing the Regulation of Innovation in Digital Finance. *European Papers*. 2023. Vol. 8. No. 2. P. 665–687. URL: <https://doi.org/10.15166/2499-8249/681>.
- [10] Тіпкін-Головко Н. О. Поняття та правова природа криптоактивів: український та іноземний підходи. *Вчені записки ТНУ імені В. І. Вернадського. Серія «Юридичні науки»*. 2024. Т. 35(74). № 5. С. 19–25. URL: <https://doi.org/10.32782/TNU-2707-0581/2024.5/04>.
- [11] Защипас С. М. Фундаментальні поняття віртуальних активів та механізм їх функціонування. *Економіка, управління та адміністрування*. 2025. № 2(112). С. 121–134. URL: [https://doi.org/10.26642/ema-2025-2\(112\)-121-134](https://doi.org/10.26642/ema-2025-2(112)-121-134).
- [12] Гарагонич О. В., Поєдинок В. В., Покотілов П. А. Суб'єкти ринку криптоактивів Європейського Союзу. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Право»*. 2025. Вип. 90. Ч. 2. С. 272–283. URL: <https://visnyk-pravo.uzhnu.edu.ua/article/view/341132>.

- [13] ESMA. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments. ESMA75453128700–1323. 2025. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/ESMA75453128700-1323_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf (access date: 30.04.2026).
- [14] Houben R., Snyers A. Crypto-assets: Key developments, regulatory concerns and responses. European Parliament. *Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies*. 2020. 77 p. URL: https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU%282020%29648779_EN.pdf (access date: 30.04.2026).
- [15] Hacker P., Thomale C. Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law. *European Company and Financial Law Review*. 2018. Vol. 15. Iss. 4. P. 645–696. URL: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2018-0021>.
- [16] FINMA. Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs). 2018. URL: <https://www.iosco.org/library/ico-statements/Switzerland%20-%20FINMA%20-%20ICO%20Guidelines.pdf> (access date: 30.04.2026).
- [17] AMF. The European regulation Markets in Crypto-Assets (MiCA). 2024. URL: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/depth/mica> (access date: 30.04.2026).
- [18] Directive 2009/110/EC of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on the taking up, pursuit and prudential supervision of the business of electronic money institutions. *Official Journal of the European Union*. 2009. L 267. P. 7–17. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2009/110/oj/eng> (access date: 30.04.2026).
- [19] EBA. Opinion on the interplay between PSD2 and MiCA. EBA/Op/2025/08. 2025. URL: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-06/e2958c99-a1b0-4b07-9d31-bcba0a28dbe7/Opinion%20on%20the%20interplay%20between%20PSD2%20and%20MiCA.pdf> (access date: 30.04.2026).
- [20] ESMA. Final Report. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments. ESMA75453128700–1323. 2024. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75453128700-1323_Final_Report_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf (access date: 30.04.2026).
- [21] Ferrari V. The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment tokens under the radar. *Maastricht Journal of European and Comparative Law*. 2020. Vol. 27. Iss. 3. P. 325–342. URL: <https://doi.org/10.1177/1023263X20911538>.
- [22] Saulnier J., Giustacchini I. Crypto-assets: Key developments, regulatory concerns and responses. *European Parliamentary Research Service*. 2020. 44 p. URL: https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/654177/EPRS_STU%282020%29654177_EN.pdf (access date: 30.04.2026).
- [23] OECD. Taxing Virtual Currencies: An Overview of Tax Treatments and Emerging Tax Policy Issues. Paris : OECD Publishing, 2020. 69 p. URL: <https://doi.org/10.1787/e29bb804-en> (access date: 30.04.2026).
- [24] IOSCO. Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets. Final Report. 2023. 77 p. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD747.pdf> (дата звернення: 30.04.2026).
- [25] FSB. FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities. 2023. URL: <https://www.fsb.org/2023/07/fsb-global-regulatory-framework-for-crypto-asset-activities/> (access date: 30.04.2026).
- [26] EFRAG. Accounting for Crypto-assets (Liabilities) Discussion Paper. Presentation to the Accounting Standards Advisory Forum. 2020. URL: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2020/december/asaf/02-asaf-paper-on-crypto-assets-efrag-presentation.pdf> (access date: 30.04.2026).

- [27] Financial Markets Law Committee. Response to the European Commission's consultation on an EU framework for markets in crypto-assets. Part I: Taxonomy. 2020. URL: https://fmlc.org/wp-content/uploads/2020/03/FMLC_UP_11706611_v_1_Part-I-Response-to-EC-Consultation-on-regulating-cryptoassets-taxonomy.pdf (access date: 30.04.2026).

REFERENCES

- [1] Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council on markets in crypto-assets. (2023, May 31). *Official Journal of the European Union*, L 150, 40–205. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj/eng>.
- [2] Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments. (2014, May 15). *Official Journal of the European Union*, L 173, 349–496. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng>.
- [3] Zetzsche, D. A., Annunziata, F., Arner, D. W., & Buckley, R. P. (2021). The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy. *Capital Markets Law Journal*, 16(2), 203–225. Retrieved from <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmab005>.
- [4] Tomczak, T. (2022). Crypto-assets and crypto-assets' subcategories under MiCA Regulation. *Capital Markets Law Journal*, 17(3), 365–382. Retrieved from <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmac008>.
- [5] Lehmann, M., & Schinerl, F. (2024). The Concept of Financial Instruments: Drawing the Borderline between MiFID and MiCAR. *Capital Markets Law Journal*, 19(4), 330–351. Retrieved from <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmae017>.
- [6] Annunziata, F. (2024). Taxonomy of Crypto-Assets and Financial Instruments: Where Do We Stand? *Bocconi Legal Studies Research Paper* No. 4989905. Retrieved from <https://doi.org/10.2139/ssrn.4989905>.
- [7] Directive (EU) 2015/2366 of the European Parliament and of the Council on payment services in the internal market. (2015, November). *Official Journal of the European Union*, L 337, 35–127. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32015L2366>.
- [8] Minto, A. (2024). E-money tokens and coordination issues between the Market in Crypto-assets Regulation (MiCAR) and the payment services legislation (PSD2). *Capital Markets Law Journal*, 19(4), 362–375. Retrieved from <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmae012>.
- [9] Divissenko, N. (2023). Regulation of Crypto-assets in the EU: Future-proofing the Regulation of Innovation in Digital Finance. *European Papers*, 8(2), 665–687. Retrieved from <https://doi.org/10.15166/2499-8249/681>.
- [10] Tipikin-Holovko, N. O. (2024). The concept and legal nature of crypto-assets: Ukrainian and foreign approaches. *Scientific Notes of V. I. Vernadsky Taurida National University. Series «Juridical Sciences»*, 35(74), 5, 19–25. Retrieved from <https://doi.org/10.32782/TNU-2707-0581/2024.5/04>.
- [11] Zashchypas, S. M. (2025). Fundamental concepts of virtual assets and the mechanism of their functioning. *Economics, Management and Administration*, 2(112), 121–134. Retrieved from [https://doi.org/10.26642/ema-2025-2\(112\) - 121-134](https://doi.org/10.26642/ema-2025-2(112) - 121-134).
- [12] Harahonych, O. V., Poiedynok, V. V., & Pokotilov, P. A. (2025). Subjects of the crypto-assets market of the European Union. *Scientific Bulletin of Uzhhorod National University. Series «Law»*, 90(2), 272–283. Retrieved from <https://visnyk-pravo.uzhnu.edu.ua/article/view/341132>.
- [13] European Securities and Markets Authority. (2025). Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments. ESMA75453128700–1323. Retrieved from https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/ESMA75453128700-1323_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf.

- [14] Houben, R., & Snyers, A. (2020). Crypto-assets: Key developments, regulatory concerns and responses. *European Parliament, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies*. Retrieved from https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU%282020%29648779_EN.pdf.
- [15] Hacker, P., & Thomale, C. (2018). Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law. *European Company and Financial Law Review*, 15(4), 645–696. Retrieved from <https://doi.org/10.1515/ecfr-2018–0021>.
- [16] Swiss Financial Market Supervisory Authority. (2018). Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs). Retrieved from <https://www.iosco.org/library/ico-statements/Switzerland%20-%20FINMA%20-%20ICO%20Guidelines.pdf>.
- [17] Autorité des Marchés Financiers. (2024). The European regulation Markets in Crypto-Assets (MiCA). Retrieved from <https://www.amf-france.org/en/news-publications/depth/mica>.
- [18] Directive 2009/110/EC of the European Parliament and of the Council on the taking up, pursuit and prudential supervision of the business of electronic money institutions. (2009, September 16). *Official Journal of the European Union*, L 267, 7–17. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2009/110/oj/eng>.
- [19] European Banking Authority. (2025). Opinion on the interplay between PSD2 and MiCA. EBA/Op/2025/08. Retrieved from <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-06/e2958c99-a1b0-4b07-9d31-bcba0a28dbe7/Opinion%20on%20the%20interplay%20between%20PSD2%20and%20MiCA.pdf>.
- [20] European Securities and Markets Authority. (2024). Final Report: Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments. ESMA75453128700–1323. Retrieved from https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75453128700-1323_Final_Report_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf.
- [21] Ferrari, V. (2020). The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment tokens under the radar. *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 27(3), 325–342. Retrieved from <https://doi.org/10.1177/1023263X20911538>.
- [22] Saulnier, J., & Giustacchini, I. (2020). Crypto-assets: Key developments, regulatory concerns and responses. *European Parliamentary Research Service*. Retrieved from https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/654177/EPRS_STU%282020%29654177_EN.pdf.
- [23] OECD. (2020). Taxing Virtual Currencies: An Overview of Tax Treatments and Emerging Tax Policy Issues. Paris: OECD Publishing. Retrieved from <https://doi.org/10.1787/e29bb804-en>.
- [24] International Organization of Securities Commissions. (2023). Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets: Final Report. Retrieved from <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD747.pdf>.
- [25] Financial Stability Board. (2023). FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities. Retrieved from <https://www.fsb.org/2023/07/fsb-global-regulatory-framework-for-crypto-asset-activities/>.
- [26] European Financial Reporting Advisory Group. (2020). Accounting for Crypto-assets (Liabilities) Discussion Paper: Presentation to the Accounting Standards Advisory Forum. Retrieved from <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2020/december/asaf/02-asaf-paper-on-crypto-assets-efrag-presentation.pdf>.

- [27] Financial Markets Law Committee. (2020). Response to the European Commission's consultation on an EU framework for markets in crypto-assets. Part I: Taxonomy. Retrieved from https://finlc.org/wp-content/uploads/2020/03/FMLC_UP_11706611_v_1_Part-I-Response-to-EC-Consultation-on-regulating-cryptoassets-taxonomy.pdf.

Ганна Іванівна Воєводіна

Доктор філософії в галузі права

Кафедра міжнародного та європейського права

Державний університет «Київський авіаційний інститут»

03058, проспект Любомира Гузара, 1, Київ, Україна

email: anna.v@manimama.eu

Ganna I. Voievodina

Doctor of Philosophy in Law (PhD)

Department of International and European Law

State University «Kyiv Aviation Institute»

03058, 1 Liubomyra Huzara Av., Kyiv, Ukraine

email: anna.v@manimama.eu

Рекомендоване цитування: Воєводіна Г. І. Гібридні цифрові фінансові активи у праві Європейського Союзу: типологія, правова природа та проблеми класифікації. *Вісник Національної академії правових наук України*. 2026. Том 33. № 3. С. 68–91. <https://doi.org/10.31359/1993-0909.2026.33.3.68>.

Suggested Citation: Voievodina, G. I. (2026). Hybrid Digital Financial Assets in European Union Law: Typology, Legal Nature and Classification Problems. *Journal of the National Academy of Legal Sciences of Ukraine*, 33(3), 68–91. <https://doi.org/10.31359/1993-0909.2026.33.3.68>.

Дата першого надходження статті до видання: 12.05.2026

Дата прийняття статті до друку після рецензування: 12.06.2026

Дата публікації (оприлюднення): 30.09.2026



Ця робота ліцензується відповідно до

Creative Commons Attribution 4.0 International License