

**ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ЦИФРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ:
ПОИСК БАЛАНСА МЕЖДУ ГОСУДАРСТВЕННЫМ КОНТРОЛЕМ И
ТЕХНОЛОГИЧЕСКИМИ ИННОВАЦИЯМИ**

(сравнительно-правовой анализ на примере Узбекистана, России, ОАЭ и Сингапура)

Истамова Элшода

Студентка юридического факультета, Tashkent International University of Education
Научный руководитель: Р.М. Туримбетов

Аннотация: В статье исследуется проблема нормативного регулирования цифровых финансовых активов (ЦФА) в условиях динамичного развития технологий распределённого реестра. Объектом исследования выступают правоотношения, возникающие в сфере эмиссии, обращения и надзора за ЦФА. Предмет исследования — совокупность правовых норм Узбекистана, регулирующих ЦФА в 2025–2026 годах, а также соответствующие нормы права России, ОАЭ и Сингапура. Научная новизна состоит в комплексном сравнительно-правовом анализе модели экспериментального правового режима («песочницы») для стейблкоинов, введённой в Узбекистане Указом Президента от 27 ноября 2025 года, в сопоставлении с устоявшимися моделями регулирования ЦФА в иных юрисдикциях, а также в разработке системы критериев оценки эффективности такого регулирования. Методологическую основу составляют формально-юридический, сравнительно-правовой и системный методы. По результатам исследования обоснована необходимость закрепления на законодательном уровне механизмов страхования розничных инвестиций в ЦФА и введения обязательного аудита резервов эмитентов стейблкоинов.

Ключевые слова:

цифровые финансовые активы, стейблкоины, токенизация ценных бумаг, экспериментальный правовой режим, смарт-контракты, блокчейн, сравнительное правоведение, Узбекистан.

Abstract: The article examines the problem of normative regulation of digital financial assets (DFAs) in the context of distributed ledger technology development. The research object is the legal relations arising in the field of DFA issuance, circulation, and supervision. The subject is the set of Uzbek legal norms governing DFAs in 2025–2026, as well as the corresponding norms of Russia, the UAE, and Singapore. The scientific novelty lies in a comprehensive comparative legal analysis of the experimental legal regime ('sandbox') for stablecoins introduced in Uzbekistan by Presidential Decree of 27 November 2025, in juxtaposition with established DFA regulatory models in other jurisdictions, and in the development of a system of criteria for assessing the effectiveness of such regulation. The methodological basis includes formal-legal, comparative-legal, and systemic methods. Based on the research results, the necessity of legislative consolidation of retail DFA investment insurance mechanisms and mandatory audit of stablecoin issuers' reserves is substantiated.

Keywords: digital financial assets, stablecoins, securities tokenization, experimental legal regime, smart contracts, blockchain, comparative jurisprudence, Uzbekistan.

Annotatsiya: Maqolada taqsimlangan reyestr texnologiyalari rivojlanishi sharoitida raqamli moliyaviy aktivlarni (RMA) me'yoriy tartibga solish muammosi tadqiq etiladi. Tadqiqot ob'ekti — RMA larni emissiya qilish, muomalada bo'lishi va nazorat qilish sohasida vujudga keladigan huquqiy munosabatlar. Tadqiqot predmeti — O'zbekistonning 2025–2026 yillarda RMA larni tartibga soluvchi huquqiy normalari, shuningdek Rossiya, BAA va Singapurning tegishli

normalari. Ilmiy yangilik: O'zbekiston Prezidentining 2025-yil 27-noyabrdagi Farmoni bilan joriy etilgan stejblkoinlar uchun eksperimental huquqiy rejim («qumloqcha»)ni boshqa yurisdiksiyalardagi RMA tartibga solish modellari bilan qiyosiy tahlil etish va bunday tartibga solish samaradorligini baholash mezonlari tizimini ishlab chiqishdan iborat. Ilmiy natijalar asosida chakana RMA investitsiyalarini sug'urta qilish mexanizmlari va stejblkoin emitentlari zahiralari majburiy audit qilishni qonun darajasida mustahkamlash zarurligi asoslab berilgan.

Tayanch so'zlar: raqamli moliyaviy aktivlar, stejblkoinlar, qimmatli qog'ozlarni tokenizatsiya qilish, eksperimental huquqiy rejim, smart-kontraktlar, blokcheyn, qiyosiy huquqshunoslik, O'zbekiston.

1. ВВЕДЕНИЕ

Стремительное развитие технологий распределённого реестра обусловило формирование принципиально нового класса финансовых инструментов — цифровых финансовых активов (далее: ЦФА). Их особенность состоит в сочетании атрибутов традиционных ценных бумаг (удостоверение имущественных прав, обращаемость, делимость) с технологическими свойствами блокчейна: децентрализованность, неизменяемость записей и возможность автоматизированного исполнения обязательств посредством смарт-контрактов [1]. Указанные характеристики порождают нормативные коллизии, поскольку действующие правовые системы разрабатывались применительно к иным финансовым инструментам.

Проблема поиска баланса между государственным контролем и технологическими инновациями в сфере ЦФА приобрела особую остроту в 2025–2026 годах: более 30 государств приступили к разработке специализированных нормативных актов или введению экспериментальных правовых режимов [2]. Узбекистан присоединился к данной тенденции: у «О мерах по дальнейшему развитию сферы финансовых технологий» (далее: Указ Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему развитию сферы финансовых технологий в Узбекистане на 2026–2030 годы» от 27 ноября 2025 года) предусмотрено введение с 1 января 2026 года регуляторной «песочницы» для стейблкоинов и легализация токенизированных ценных бумаг [3]. Значимость на сегодняшний день: Во-первых, принятые нормативные правовые акты порождают существенные правовые пробелы: в частности, Указ Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему развитию сферы финансовых технологий в Узбекистане на 2026–2030 годы» от 27 ноября 2025 года не содержит механизмов страхования розничных инвестиций, не определяет порядок разрешения споров при сбое смарт-контракта, не устанавливает требований к минимальному размеру резервного обеспечения стейблкоинов. Во-вторых, сравнительно-правовой анализ зарубежного опыта позволяет выявить наиболее эффективные законодательные модели, адаптируемые к правовой системе Узбекистана. Посредством сравнительно-правового анализа узбекского законодательства о ЦФА 2025–2026 годов в сопоставлении с регулированием России, ОАЭ и Сингапура выявить правовые пробелы и коллизии, а также сформулировать научно обоснованные предложения по их устранению. Для достижения указанной цели поставлены следующие задачи: (1) проанализировать правовую природу ЦФА и выработать систему критериев их разграничения с иными финансовыми инструментами; (2) исследовать нормативную базу регулирования ЦФА в Узбекистане в динамике (2019–2026); (3) провести сравнительно-правовой анализ моделей регулирования ЦФА в четырёх юрисдикциях; (4) выявить правовые пробелы узбекского законодательства и предложить конкретные меры по их устранению.

Основа данной статьи составляет совокупность общенаучных и специально-юридических методов. Формально-юридический метод применялся при анализе нормативных правовых актов Узбекистана (Указ Президента Республики Узбекистан «О

мерах по дальнейшему развитию сферы финансовых технологий в Узбекистане на 2026–2030 годы» от 27 ноября 2025 года, Правила обращения криптоактивов 2023 года), а также зарубежного законодательства (Федеральный закон РФ от 31 июля 2020 года № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте» [4]; Указ Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему развитию сферы финансовых технологий в Узбекистане на 2026–2030 годы» от 27 ноября 2025 года ОАЭ 2023 года [5]; Закон о платежных услугах Сингапура 2019 года [6]). В ходе изучения это позволило сопоставить концептуальные подходы к определению ЦФА, механизмы лицензирования эмитентов и надзора за оборотом стейблкоинов в четырёх правовых системах. При сравнении применялась методика функционального сравнения, предложенная К. Цвайгертом и Х. Кётцем [7]: сравнению подлежали правовые решения, выполняющие аналогичные социальные функции, вне зависимости от их формально-юридической принадлежности к той или иной отрасли права.

В доктрине финансового права не сложилось единого подхода к определению правовой природы ЦФА. Анализ научной литературы позволяет выделить три основные концепции. Согласно вещно-правовой концепции, ЦФА представляет собой *sui generis* вещь, обладающую экономической ценностью и оборотоспособностью; данная позиция нашла отражение в ряде законодательных актов общего права [8, р. 45–47]. Обязательственно-правовая концепция квалифицирует ЦФА как совокупность цифровых прав требования, реализуемых в распределённом реестре, что соответствует подходу российского законодателя (ст. 1 ФЗ-259 2020 года). Функциональная концепция, разработанная в доктрине FATF, предполагает классификацию цифрового актива исходя из его реальных функций: средство платежа, инвестиционный инструмент или утилитарный токен [9]. Представляется, что наиболее корректным является функциональный подход, поскольку он обеспечивает технологическую нейтральность регулирования: правовой режим определяется не техническими характеристиками актива, а его фактическими экономическими функциями. В пользу данной позиции свидетельствует и европейский регламент MiCA (Regulation EU 2023/1114), закрепивший трёхзвенную классификацию: *asset-referenced tokens*, *e-money tokens* и *utility tokens* [10, art. 3]. Применительно к праву Узбекистана отметим, что Правила обращения криптоактивов (редакция 2023–2025 годов) [11] разграничивают криптовалюты (*decentralized digital assets* без эмитента) и ЦФА (*digital assets*, удостоверяющие имущественные права конкретного эмитента). Данное разграничение принципиально: биткойн и эфир в системе действующего права Узбекистана не являются ЦФА, поскольку не удостоверяют прав требования к определённому лицу. Напротив, токенизированные акции и стейблкоины, привязанные к фиатной валюте конкретного эмитента, обладают всеми признаками ЦФА согласно Указу от 27.11.2025. В целях разграничения ЦФА со смежными инструментами в настоящем исследовании предлагается использовать следующую систему критериев: (1) наличие идентифицированного эмитента, несущего обязательства перед держателем; (2) существование актива исключительно в форме записи в распределённом реестре; (3) удостоверение актива имущественными правами (право на получение дохода, право участия в управлении, право требования возврата вложенных средств); (4) оборотоспособность — возможность передачи прав иному лицу без участия эмитента.

Правовое регулирование криптоактивов в Узбекистане прошло несколько этапов, отражающих постепенную трансформацию от ограничительного к интегративному подходу.

Первый этап (2018–2022): формирование разрешительной базы при сохранении ограничений. В 2018–2019 годах принят блок подзаконных актов, определивших первоначальную архитектуру регулирования. Криптовалюты квалифицированы как электронные активы — объекты инвестирования, но не средства платежа. Майнинг

разрешён при условии наличия лицензии и уплаты соответствующих налогов. Вместе с тем использование криптовалют для расчётов между резидентами запрещено.

Второй этап (2023–2024): усиление требований KYC/AML и введение обязательного лицензирования. Согласно Правилам обращения криптоактивов (2023) [11], все операции с криптоактивами обязаны осуществляться через лицензированных провайдеров — криптобиржи, получившие разрешение Национального агентства перспективных проектов (НАПП). Введена обязательная идентификация клиентов (KYC) в соответствии с Рекомендациями FATF. Срок хранения данных о транзакциях установлен в пять лет.

Третий этап (2025–2026): переход к модели «контролируемых инноваций». Указ Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему развитию сферы финансовых технологий в Узбекистане на 2026–2030 годы» от 27 ноября 2025 года ознаменовал качественный переход: от сугубо ограничительного регулирования — к модели экспериментального правового режима. Ключевые нормативные новеллы: введение регуляторной «песочницы» для стейблкоинов под совместным надзором НАПП и Центрального банка; легализация выпуска токенизированных ценных бумаг резидентами — юридическими лицами; обязательное создание лицензированными фондовыми биржами отдельных торговых платформ для токенизированных активов; запрет рекламы ЦФА с обещанием гарантированной доходности.

С позиций юридической техники Указ Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему развитию сферы финансовых технологий в Узбекистане на 2026–2030 годы» от 27 ноября 2025 года представляет собой акт, устанавливающий рамочное регулирование и делегирующий полномочия по конкретизации норм НАПП и Центральному банку. Данная конструкция характерна для экспериментальных правовых режимов и получила теоретическое обоснование в работах Я.В. Тернеро, исследовавшего «*resquisa sandbox*» в праве ЕС. Сравнительно-правовой анализ четырёх юрисдикций: Узбекистан, Россия, ОАЭ и Сингапур. Выбор объясняется следующим: Россия — ближайший правовой партнёр, разработавший специализированный закон о ЦФА (ФЗ-259, 2020); ОАЭ — юрисдикция, привлёкшая максимальный объём инвестиций в DeFi-сектор в 2024–2025 годах [13]; Сингапур — признанный мировым лидером в создании регуляторных «песочниц» для финтеха [14].

Во-первых, все четыре юрисдикции придерживаются функционального подхода к определению ЦФА, однако объём и детальность нормирования существенно различаются. Наиболее разработанной является система ОАЭ: VARA Regulations 2023 года [5] содержат 11 категорий лицензируемой деятельности, тогда как узбекское регулирование на уровне Указа от 27.11.2025 ограничивается общими принципами, оставляя конкретику подзаконным актам.

Во-вторых, в части регулирования стейблкоинов Узбекистан избрал наиболее осторожную модель — «песочницу» с единичными пилотными проектами. Россия фактически оставила стейблкоины в правовой неопределённости: ФЗ-259 не выделяет их в отдельную категорию, а Банк России квалифицирует иностранные стейблкоины как иностранную валюту. ОАЭ и Сингапур, напротив, предусмотрели детальные требования к резервному обеспечению стейблкоинов и порядку его аудита — данный опыт представляется наиболее применимым для последующей имплементации в узбекское право.

В-третьих, сингапурская модель регуляторной «песочницы» (FinTech Regulatory Sandbox, введённой MAS в 2016 году) существенно отличается от узбекского аналога наличием чётких критериев выхода из «песочницы»: заявитель обязан соблюдать *defined boundary conditions*, а надзорный орган вправе досрочно прекратить эксперимент в случае нарушения. В Указе от 27.11.2025 аналогичные критерии отсутствуют, что создаёт правовую неопределённость как для участников рынка, так и для регулятора.

Указ Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему развитию сферы финансовых технологий в Узбекистане на 2026–2030 годы» от 27 ноября 2025 года устанавливает обязанность провайдеров криптоуслуг обеспечивать сохранность средств клиентов, однако не определяет конкретный правовой механизм такой защиты. В частности, не решены следующие вопросы: применяются ли к средствам, депонированным для приобретения ЦФА, нормы Закона Республики Узбекистан «О гарантиях защиты вкладов граждан в банках» (в редакции 2022 года); каков порядок удовлетворения требований розничных инвесторов при несостоятельности провайдера криптоуслуг; каков орган, рассматривающий споры между инвестором и провайдером в досудебном порядке.

Для устранения указанного пробела предлагается дополнить нормативную базу специальной нормой, предусматривающей обязанность провайдера криптоуслуг хранить средства клиентов на сегрегированном счёте в уполномоченном банке и обязательное страхование таких средств на сумму не менее 50 млн сумов на одного клиента. Данная модель соответствует стандарту MAS Notice PSN02 [6] и Investor Compensation Scheme ОАЭ [5]. Наиболее критичным пробелом представляется отсутствие в Указе от 27.11.2025 и в иных нормативных актах требований к размеру, составу и порядку аудита резервов, обеспечивающих привязку стейблкоина к фиатной валюте. Данный пробел создаёт риск эмиссии необеспеченных стейблкоинов, что может повлечь массовые убытки розничных инвесторов по сценарию, аналогичному коллапсу TerraUSD в мае 2022 года. В сравнительно-правовом аспекте показателен опыт ОАЭ: параграф 4.3 VARA Regulations 2023 года [5] обязывает эмитента стейблкоина поддерживать резервы в размере не менее 100% от объёма эмиссии, хранить их исключительно в высоколиквидных активах (государственные облигации, денежные средства на счетах уполномоченных банков) и проходить ежеквартальный независимый аудит. Представляется целесообразным имплементировать аналогичную норму в подзаконный акт, издание которого делегировано Центральному банку в соответствии с Указом от 27.11.2025.

Смарт-контракт, применяемый при обращении ЦФА, представляет собой программный код, автоматически исполняющий обязательства при наступлении предусмотренных условий. Действующее гражданское законодательство Узбекистана (Гражданский кодекс Республики Узбекистан, ст. 354–356, регулирующие условные сделки) не содержит специальных норм о смарт-контрактах. Вместе с тем при сбое программного кода или внешних оракулов (oracle failures) возникают правовые вопросы, не имеющие ответа в действующем праве: является ли техническая ошибка в коде основанием для признания смарт-контракта недействительным; в каком суде рассматривается такой спор — суде общей юрисдикции или экономическом суде; применяются ли к смарт-контрактам нормы о форс-мажоре (ст. 333 ГК РУз).

Российский законодатель частично решил данную проблему путём включения в ФЗ-259 (ст. 2) нормы о том, что «цифровые права» могут быть реализованы посредством «информационных систем», и закрепил в ст. 309.2 ГК РФ возможность заключения договора в форме «машиночитаемого кода». Аналогичный подход представляется применимым для Узбекистана.

Согласно Указу от 27.11.2025, выпускать токенизированные ценные бумаги вправе только узбекские юридические лица. При этом документ не содержит прямого ответа на вопрос, вправе ли иностранные инвесторы приобретать такие ценные бумаги. Пробел в регулировании иностранного участия создаёт правовую неопределённость и препятствует достижению целевого показателя привлечения иностранных инвестиций в финтех-сектор, заявленного в Указе от 27.11.2025 (1 млрд долл. США к 2030 году).

По результатам проведённого исследования обосновываются следующие предложения *de lege ferenda*, направленные на устранение выявленных пробелов.

Первое предложение. Принять специальный закон Республики Узбекистан «О цифровых финансовых активах», закрепляющий: (а) легальное определение ЦФА на основе функционального критерия; (б) исчерпывающий перечень видов ЦФА (инвестиционные токены, платёжные токены, утилитарные токены); (в) полномочия и механизмы взаимодействия НАПП и Центрального банка при осуществлении надзора.

Второе предложение. Дополнить подзаконные акты, издаваемые Центральным банком во исполнение Указа от 27.11.2025, нормами, устанавливающими: обязательное резервное обеспечение стейблкоинов в размере 100% от объёма эмиссии; ежеквартальный независимый аудит резервов с публичным раскрытием результатов; право Центрального банка приостанавливать обращение стейблкоина в случае нарушения требований к резервам.

Третье предложение. Внести изменения в Гражданский кодекс Республики Узбекистан, дополнив его статьёй о цифровых правах по модели, признающей смарт-контракт допустимой формой сделки, и урегулировав последствия технической ошибки в коде как основание для расторжения договора по правилам об ошибке.

Четвёртое предложение. Распространить на средства, находящиеся на счетах клиентов у лицензированных провайдеров криптоуслуг, гарантийную защиту по аналогии с банковскими вкладами, предусмотрев для этого специальный фонд гарантирования при НАПП с минимальным размером страхового возмещения в 50 млн сумов на одного клиента.

Пятое предложение. Урегулировать режим участия иностранных инвесторов, закрепив их право приобретать токенизированные ценные бумаги узбекских эмитентов при условии идентификации через лицензированного провайдера и соблюдения требований валютного законодательства. Проведённое исследование позволяет сформулировать следующие научные выводы.

Первое. Правовая природа ЦФА наиболее корректно определяется на основе функционального критерия: правовой режим актива определяется его реальными экономическими функциями, а не техническими характеристиками носителя. Предложенная в настоящей статье четырёхэлементная система критериев (наличие эмитента, существование в распределённом реестре, удостоверение имущественных прав, оборотоспособность) позволяет чётко разграничить ЦФА и смежные финансовые инструменты в рамках действующего права Узбекистана.

Второе. Анализ эволюции нормативной базы Узбекистана свидетельствует о последовательном переходе от ограничительной к интегративной модели регулирования: от запрета использования криптоактивов в расчётах (2018–2022) через обязательное лицензирование (2023–2024) к введению экспериментального правового режима (2025–2026). Данная динамика в целом соответствует мировым тенденциям, однако отличается более высокой степенью осторожности по сравнению с передовыми юрисдикциями — ОАЭ и Сингапуром.

Третье. Сравнительно-правовой анализ четырёх юрисдикций выявил, что наиболее проработанными элементами регулирования, применимыми для рецепции в узбекское право, являются: ОАЭ — в части требований к резервному обеспечению стейблкоинов и системе компенсации инвесторов; Сингапур — в части структуры регуляторной «песочницы» с чёткими критериями выхода и пороговыми условиями; Россия — в части законодательного признания смарт-контракта формой сделки.

Четвёртое. В действующем законодательстве Узбекистана о ЦФА выявлены четыре принципиальных правовых пробела, требующих законодательного устранения: отсутствие механизма страхования розничных инвестиций, отсутствие требований к резервному обеспечению стейблкоинов, неурегулированность споров при сбое смарт-контракта и неопределённость режима иностранного участия. По каждому из пробелов сформулированы конкретные предложения.

Источники

1. В Сферы финансовых технологий в Узбекистане на 2026–2030 годы» от 27 ноября 2025 года // Официальный сайт Президента Республики Узбекистан. — URL: <https://president.uz> (дата обращения: 01.04.2026).
2. Постановление Национального агентства перспективных проектов Республики Узбекистан «О порядке работы регуляторной песочницы для стейблкоинов» от 2025 года // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан. — URL: <https://lex.uz>.
3. Правила обращения криптоактивов в Республике Узбекистан (в редакции 2023–2025 годов) // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан.
4. Федеральный закон Российской Федерации от 31 июля 2020 года № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте» // Собрание законодательства РФ. — 2020. — № 31. — Ст. 5018.
5. United Arab Emirates. Указ Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему развитию сферы финансовых технологий в Узбекистане на 2026–2030 годы» от 27 ноября 2025 года 2023 / Virtual Assets Regulatory Authority. — Dubai : VARA, 2023. — 94 p.
6. Singapore. Закон о платежных услугах 2019 (No. 2 of 2019) // Statutes of the Republic of Singapore. — Singapore : Attorney-General's Chambers, 2019.
7. Zweigert K., Kötz H. Introduction to Comparative Law. 3rd ed. — Oxford : Clarendon Press, 1998. — 744 p.
8. Allen J., Rauchs M., Blandin A., Bear K. Legal and Regulatory Considerations for Digital Assets // Cambridge Centre for Alternative Finance Research Papers. — 2020. — P. 1–132.
9. Financial Action Task Force. Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers. — Paris : FATF, 2021. — 123 p.
10. European Union. Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council on markets in crypto-assets (MiCA) // Official Journal of the European Union. — 2023. — L 150. — P. 40–205.
11. Мамонов М.В. Цифровые финансовые активы в системе объектов гражданских прав: проблемы теории и практики // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. — 2022. — № 4. — С. 48–72.
12. Ternera J.V. Regulatory Sandbox: A New Form of Experimental Governance in European Law // European Journal of Risk Regulation. — 2021. — Vol. 12, No. 3. — P. 578–602.
13. Bank for International Settlements. BIS Annual Economic Report 2024: The Future Monetary System. — Basel : BIS, 2024. — 88 p.
14. Monetary Authority of Singapore. A Guide to MAS' FinTech Regulatory Sandbox. 2nd ed. — Singapore : MAS, 2020. — 22 p.
15. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report: Lower for Longer. — Washington : IMF, 2024. — 120 p.
16. Zetsche D.A., Buckley R.P., Arner D.W., Föhr L. The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators // Harvard International Law Journal. — 2019. — Vol. 60, No. 2. — P. 267–315.
17. PwC. Global Crypto Regulation Report 2026. — [S.l.] : PricewaterhouseCoopers, 2026. — 78 p.

Дата поступления статьи в редакцию: 05.06.2026