

ПЕРЕВОДНЫЕ СТАТЬИ / TRANSLATED ARTICLES

Ответственный за подбор П. А. Кабанов / Persons in charge of selection P. A. Kabanov

Редактор рубрики Дж. Шаббар / Rubric editor J. Shabbar

Научная статья

<https://doi.org/10.21202/2782-2923.2023.3.837-872>

УДК 347.73:336.1:336.7:004(73)

М. Донован¹

¹ Фордемский университет, г. Нью-Йорк, США

Как дело *Ripple* отзовется: проблема доктрины «основных вопросов» Комиссии по ценным бумагам и биржам США

Переводчик Е. Н. Беляева

Мэтт Донован, кандидат на степень доктора права, 2024, Школа права Фордемского университета; степень бакалавра, 2021, Фордемский университет

Аннотация

Цель: разработка нового стандарта оценки степени децентрализации криптоактивов в США.

Методы: диалектический подход к познанию социальных явлений, позволяющий проанализировать их в историческом развитии и функционировании в контексте совокупности объективных и субъективных факторов, который определил выбор следующих методов исследования: формально-логический и социологический.

Результаты: криптоактивы и технология блокчейна могут создать беспрецедентный равноправный доступ к финансовым институтам. При этом ведутся ожесточенные споры вокруг юрисдикции федеральных агентств в отношении нового вида активов. Не имея четкого законодательства, федеральные агентства были вынуждены решать эти споры через создание собственных правовых норм. Однако подзаконные нормативные акты о юрисдикции над криптоактивами могут быть оспорены в кассационных судах в рамках доктрины «основных вопросов». Если раньше Верховный Суд США крайне положительно относился к подзаконным нормативным правовым актам, то в последнее время он неоднократно отменял их, если какое-либо агентство претендовало на право регулировать вопросы большой экономической и политической важности. Можно считать, что Комиссия по ценным бумагам и биржам США претендует на такое право, интерпретируя большинство криптоактивов как «инвестиционные контракты», тем самым распространяя на них свою юрисдикцию. Решение по широко известному делу *SEC v. Ripple Labs, Inc.* относительно доктрины «основных вопросов» несколько проясняет классификацию криптоактивов, однако оставляет открытой проблему юрисдикции. Это решение также может затруднить применение режима раскрытия информации, установленного Комиссией по ценным бумагам и биржам, к высокорисковым предложениям криптоактивов.

© Донован М., 2023. Впервые опубликовано на русском языке в журнале *Russian Journal of Economics and Law* (<https://rusjel.ru>) 25.12.2023

Впервые статья опубликована на английском языке в журнале *Fordham Law Review*. По вопросам коммерческого использования обратитесь в редакцию журнала.

Цитирование оригинала статьи на английском: Donovan, M. (2023). Ripple effect: the SEC's major questions doctrine problem. *Fordham Law Review*, 91, 2309–2352.

URL публикации: <https://fordhamlawreview.org/issues/ripple-effect-the-secs-major-questions-doctrine-problem/>

Научная новизна: в настоящей работе обосновано, что Конгрессу следует принять Закон Ламмиса – Гиллибранда об ответственных финансовых инновациях (Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act) с целью создания общей юрисдикции Комиссии по ценным бумагам и биржам и Комиссии по торговле товарными фьючерсами (Commodities Futures Trading Commission) над большей частью предложений криптоактивов. Это позволит достичь баланса между защитой потребителей и созданием инноваций в финансовом секторе. Автор статьи также выступает в поддержку нового стандарта оценки степени децентрализации криптоактивов, который еще больше проясняет роль SEC в регулировании предложений криптоактивов.

Практическая значимость: основные положения и выводы статьи могут быть использованы в научной, педагогической и правоприменительной деятельности при рассмотрении вопросов, связанных с деятельностью Комиссии по ценным бумагам и биржам США.

Ключевые слова:

криптоактивы, технология блокчейна, Комиссия по ценным бумагам и биржам США, дело SEC v. Ripple Labs, Inc

Благодарности

В первую очередь автор хотел бы выразить благодарность профессору Donna Redel за ее экспертное мнение относительно сектора криптоактивов. Автор также благодарит Исаас Крер и сотрудников журнала *Fordham Law Review* за их неустанные усилия при работе над рукописью. Наконец, автор благодарен своим родителям Брайану и Нанетт, брату Джеку и подруге Ясмин за их любовь, чувство юмора и поддержку.

Статья находится в открытом доступе в соответствии с Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>), предусматривающем некоммерческое использование, распространение и воспроизводство на любом носителе при условии упоминания оригинала статьи.

Как цитировать русскоязычную версию статьи: Donovan, M. (2023). Как дело *Ripple* отзовется: проблема доктрины «основных вопросов» Комиссии по ценным бумагам и биржам США. *Russian Journal of Economics and Law*, 17(4), 837–872. <https://doi.org/10.21202/2782-2923.2023.3.837-872>

Scientific article

M. Donovan¹

¹ *Fordham University, New York, USA*

Ripple effect: the SEC's major questions doctrine problem

Translator E. N. Belyaeva

Matt Donovan, J.D. Candidate, 2024, Fordham University School of Law; B.A., 2021, Fordham University

Abstract

Objective: to elaborate a new standard for assessing the level of decentralization of cryptoassets in the USA.

Methods: dialectical approach to cognition of social phenomena, allowing to analyze them in historical development and functioning in the context of the totality of objective and subjective factors, which predetermined the following research methods: formal-logical and sociological.

The article was first published in English language by Fordham Law Review. For more information please contact.

For original publication: Donovan, M. (2023). Ripple effect: the SEC's major questions doctrine problem. *Fordham Law Review*, 91, 2309–2352.

Publication URL: <https://fordhamlawreview.org/issues/ripple-effect-the-secs-major-questions-doctrine-problem/>

Results: Crypto assets and blockchain technology have the potential to create unprecedented equitable access to financial institutions. Despite this potential, there is a robust debate regarding federal agencies' jurisdiction over the novel asset class. Without clear statutory guidelines, federal agencies have been forced to resolve this debate through the rulemaking process. However, agency rules regarding jurisdiction over crypto assets could be scrutinized by a reviewing court under the major questions doctrine. Once highly deferential to agency rules, the U.S. Supreme Court in recent terms has repeatedly struck down agency rules when an agency claims an unheralded power to regulate an issue of deep economic and political significance. The U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) arguably claims such a power by interpreting most crypto assets to be "investment contracts" and thus under SEC jurisdiction. But although a decision on major questions doctrine grounds in the high-profile case *SEC v. Ripple Labs, Inc.* could help clarify how we classify crypto assets, it leaves many jurisdictional questions unanswered and could complicate the application of the SEC's disclosure regime to risky crypto asset offerings.

Scientific novelty: This Note argues that Congress should pass the Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act to create joint jurisdiction between the SEC and the Commodities Futures Trading Commission over most crypto asset offerings. This may help to balance consumer protection and innovation at the frontier of financial innovation. The author also endorses a new standard to evaluate whether a crypto asset is sufficiently decentralized to further clarify the SEC's role in regulating crypto asset offerings.

Practical significance: the main provisions and conclusions of the article can be used in scientific, pedagogical and law enforcement activities when considering the issues related to the activity of the U.S. Securities and Exchange Commission.

Keywords:

cryptoassets, blockchain technology, the U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC v. Ripple Labs, Inc*

Acknowledgements

I would first like to thank Professor Donna Redel for her expert insight into the crypto asset sector. I would also like to thank Isaac Krier and the staff of the Fordham Law Review for their tireless effort throughout the note-writing process. Finally, thank you to my parents, Brian and Nanette, my brother Jack, and my partner Yasmin for their love, humor, and support throughout this process.

The article is in Open Access in compliance with Creative Commons Attribution NonCommercial License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>), stipulating non-commercial use, distribution and reproduction on any media, on condition of mentioning the article original.

For citation of Russian version: Donovan, M. (2023). Ripple effect: the SEC's major questions doctrine problem. *Russian Journal of Economics and Law*, 17(4), 837–872. <https://doi.org/10.21202/2782-2923.2023.3.837-872>

Криптоактивы и технология блокчейна могут создать беспрецедентный равноправный доступ к финансовым институтам. При этом ведутся ожесточенные споры вокруг юрисдикции федеральных агентств в отношении нового класса активов. Не имея четких законодательных норм, федеральные агентства были вынуждены решать эти споры через создание собственных норм. Однако подзаконные нормативные акты о юрисдикции над криптоактивами могут быть оспорены в кассационных судах в рамках доктрины «основных вопросов». Если раньше Верховный суд США крайне положительно относился к подзаконным нормативным актам, то в последнее время он неоднократно отменял их, если какое-либо агентство претендовало на право регулировать вопросы большой экономической и политической важности. Можно считать, что Комиссия по ценным бумагам и биржам (*U.S. Securities and Exchange Commission, SEC*) претендует на такое право, интерпретируя большинство криптоактивов как «инвестиционные контракты», тем самым распространяя на них свою юрисдикцию. Решение по широко известному делу *SEC v. Ripple Labs, Inc.* относительно доктрины «основных вопросов» несколько проясняет классификацию криптоактивов, однако оставляет открытой проблему юрисдикции. Это решение также может затруднить применение режима раскрытия информации, установленного Комиссией по ценным бумагам и биржам, к высокорисковым предложениям криптоактивов. В настоящей работе показано, что Конгрессу следует принять Закон Ламмиса – Гиллибранда об ответственных финансовых инновациях (*Lummis – Gillibrand Responsible Financial Innovation Act*) с целью создания общей юрисдикции Комиссии по ценным бумагам и биржам и Комиссии по торговле товарными фьючерсами

(*Commodities Futures Trading Commission*) над большей частью предложений криптоактивов. Это позволит достичь баланса между защитой потребителей и созданием инноваций в финансовом секторе. Автор статьи также выступает в поддержку нового стандарта оценки степени децентрализации криптоактивов, который еще больше проясняет роль SEC в регулировании предложений криптоактивов.

Введение

Многие с сожалением восприняли решение суда по делу *West Virginia v. EPA*¹, считая его огромным ударом по возможностям Агентства по охране окружающей среды США (*U.S. Environmental Protection Agency, EPA*) для борьбы с изменениями климата². Однако еще большую озабоченность вызывает первое открытое использование Верховным судом США доктрины «основных вопросов»; эта озабоченность касается всего корпуса административного права (Leske, 2016; Engstrom & Priddy, 2022). Суды долгое время благосклонно воспринимали интерпретации федеральными агентствами их подзаконных актов (Engstrom & Priddy, 2022)³, но доктрина «основных вопросов» не только не способствует такой благосклонности, но и, вероятно, полностью противоречит ей (Johnson et al., 2022).

Поскольку в данный момент Верховный суд больше, чем когда-либо, склонен заниматься «важной и постоянно возникающей проблемой», а именно тем, что агентства претендуют на объем полномочий, которого Конгресс им не давал⁴, Комиссия по ценным бумагам и биржам (*U.S. Securities and Exchange Commission, SEC*) сталкивается с необходимостью регулировать криптоактивы в рамках доктрины «основных вопросов»⁵. Комиссия утверждает, что криптоактивы являются «инвестиционными контрактами»⁶ по определению, данному в Законе о ценных бумагах от 1933 г.⁷, а значит, подпадают под юрисдикцию SEC⁸. Однако такая позиция Комиссии и, соответственно, ее регулирование криптоактивов подвергаются критике со стороны других игроков этой отрасли и регуляторов⁹. По мнению критиков, Комиссия неправомерно применяет критерии, обозначенные в решении по делу *SEC v. W.J. Howe Co.*¹⁰, к криптоактивам, не проявляющим свойств традиционных ценных бумаг, и вынуждает новые компании выполнять обременительные требования SEC к раскрытию информации¹¹. Доктрина «основных вопросов» представляет собой значительную проблему для регулирования SEC на новом многомиллиардном рынке криптоактивов¹².

Вероятно, некоторым игрокам данного сектора будет только на руку внезапная потеря Комиссией юрисдикции над криптоактивами, но что дальше? В настоящей работе мы исследуем, почему определение основных вопросов не решает самых насущных проблем регулирования сектора криптоактивов и затрудняет выполнение Комиссией ее роли в этом регулировании, которое пошло бы на пользу всей отрасли¹³. В статье предлагается

¹ 142 S. Ct. 2587 (2022).

² См. (Hill, 2022); *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2626-27 (мнение Kagan, J., не совпадающее с мнением большинства).

³ См. в целом *Chevron, U.S.A., Inc. v. Nat. Res. Def. Council, Inc.*, 467 U.S. 837, 844 (1984) (устанавливаются основания для судебной поддержки отраслевого толкования законодательства).

⁴ См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2609.

⁵ См. (Tinianow, 2022); см. также Defendants Ishan and Nikhil Wahi's Motion to Dismiss at 49-56, *SEC v. Wahi*, No. 22-cv-01009 (W.D. Wash. Feb. 6, 2023), ECF No. 33. См. в целом (Kuegler, 2020).

⁶ 15 U.S.C. § 77b(a)(1).

⁷ Id. §§ 77a-77bbb.

⁸ (Gensler, 2022) («Я уверен, что из почти десяти тысяч токенов на рынке криптоактивов подавляющее большинство являются ценными бумагами»).

⁹ См. (Layton, 2021) (обсуждается иск Комиссии по ценным бумагам и биржам против *Ripple* и ответная негативная реакция); (Pham, 2022) (решение по делу *SEC v. Wahi* описывается как «регулирование по принуждению»).

¹⁰ 328 U.S. 293, 299 (1946).

¹¹ (Cohen et al., 2022; Peirce, 2020) (предлагаются меры, позволяющие свободно торговать новыми криптоактивами в случае выполнения измененных условий раскрытия информации).

¹² См. ниже Раздел II.A; см. также Crypto Market Cap Charts: Altcoin Market Cap Chart. CoinGecko. <https://www.coingecko.com/en/global-charts> [<https://perma.cc/U93N-NANL>] (общая рыночная капитализация всех криптоактивов, кроме биткоина, оценивается более чем в 650 млрд долл.). Представители Комиссии по ценным бумагам и биржам неоднократно заявляли, что биткоин не является ценной бумагой. См. (2022, June 27). SEC Chair Gary Gensler Discusses Potential Crypto Regulation and Stablecoins. CNBC. <https://www.cnbc.com/video/2022/06/27/sec-chair-gary-gensler-discusses-potential-crypto-regulation-and-stablecoins.html> [<https://perma.cc/DY45-LLSN>].

¹³ См. ниже Раздел II.B.

законодательное решение, направленное на четкое определение агентств, которые могут регулировать различные аспекты отрасли, включая описание более объективных критериев криптоактивов для обеспечения перехода от одного регуляторного режима к другому¹⁴.

В Разделе I описана история появления криптоактивов, включая их текущую нормативную базу и попытки законодательно прояснить их регулирование, а также доктрина «основных вопросов» и ее возросшая роль в решениях Верховного суда. В Разделе II показано, как Комиссия по ценным бумагам и биржам использовала критерий Хауи в деле *SEC v. Ripple Labs, Inc.*¹⁵, что приводит к проблемам в рамках доктрины «основных вопросов» и дальнейшим последствиям. В Разделе III изложено предложение Конгрессу принять Закон Ламмиса – Гиллибранда об ответственных финансовых инновациях¹⁶, что позволит прояснить границы юрисдикций на рынке криптоактивов; однако в законопроект необходимо внести процедурные изменения в части отмены требования о раскрытии информации, чтобы прояснить, когда криптоактив является в достаточной степени децентрализованным.

I. Регулирование криптоактивов и доктрина «основных вопросов»

Криптоактивы и технология блокчейна представляют собой сдвиг парадигмы для финансовых институтов и понятия валюты в целом¹⁷. Как развивающиеся страны, так и финансовые супердержавы признают значение криптоактивов для обеспечения равноправного доступа к финансовым институтам и построения будущего в сфере финансов¹⁸. Однако федеральные регуляторы все еще пытаются подчинить криптоактивы существующим режимам¹⁹. Комиссия по ценным бумагам и биржам считает криптоактивы незарегистрированными ценными бумагами²⁰, тогда как другие регуляторы, законодатели, независимые наблюдатели высказывают сомнения в правомерности применения к криптоактивам законов о ценных бумагах и заявляют, что большинство криптоактивов должны регулироваться Комиссией по торговле товарными фьючерсами (*Commodities Futures Trading Commission, CFTC*)²¹.

Верховным судом США была выработана доктрина «основных вопросов», направленная на решение «особенной и постоянно возникающей проблемы: попыток агентств взять на себя больше полномочий, чем было предоставлено Конгрессом»²². Основанная на решении Верховного суда по делу *Chevron, U.S.A., Inc. v. Natural Resources Defense Council, Inc.*²³ доктрина «основных вопросов» применялась в таких делах, как *FDA v. Brown & Williamson Tobacco Corp.*²⁴, где являлась каноном толкования законодательных актов (Coenen & Seth Davis, 2017, p. 795)²⁵. Однако Верховный суд начал применять доктрину «основных вопросов» также в качестве четко сформулированного правила вне ситуации *Chevron*; в таких делах, как *King v. Burwell*²⁶, этот подход использовался для того, чтобы показать, что агентство не имело полномочий устанавливать нормы по конкретному вопросу (Coenen & Davis, p. 795). После того как эта тенденция продолжилась в деле *West Virginia*, стало неясно, как доктрина «основных вопросов» соотносится с ситуацией по делу *Chevron* и по-прежнему ли Суд поддерживает подзаконные акты агентств (Johnson et al., 2022; Engstrom & Priddy, 2022). Если дело *West Virginia* положило конец этой поддержке (Johnson et al., 2022), то это может усилить позиции против юрисдикции SEC над криптоактивами.

В Разделе I.A представлено описание истории появления криптоактивов и их текущей нормативной базы, а также попыток законодательно реформировать юрисдикцию над криптоактивами. В Разделе I.B обсуждается появление доктрины «основных вопросов» и возрастание ее роли в решениях Верховного суда США.

¹⁴ См. ниже Раздел III.

¹⁵ No. 20-cv-10832 (S.D.N.Y. filed Dec. 22, 2020).

¹⁶ S. 4356, 117th Cong. (2022).

¹⁷ См. ниже Раздел I.A.

¹⁸ См. ниже Раздел I.A.

¹⁹ См., например, ниже Раздел I.A.2.

²⁰ См. ниже Раздел I.A.2.

²¹ См. ниже Разделы I.A.2-3.

²² *West Virginia v. EPA*, 142 S. Ct. 2587, 2609 (2022).

²³ 467 U.S. 837 (1984).

²⁴ 529 U.S. 120 (2000).

²⁵ См. (Coenen & Seth Davis, 2017); ниже Раздел I.A.1.

²⁶ 576 U.S. 473 (2015).

А. Криптоактивы и их действующее регулирование

Криптоактивы и технология блокчейна существуют менее пятнадцати лет, однако инновации, использующие их, уже создали многомиллиардный рынок²⁷. При этом криптоактивы и технология блокчейна еще далеко не изучены, и их широкое применение сталкивается с трудностями²⁸. О своей юрисдикции над сектором криптоактивов заявляют различные регулирующие органы, но неясно, насколько это регулирование соответствует современным нормам²⁹.

1. Криптоактивы в целом

Технология блокчейна приводит к новому пониманию денег, валюты и финансовых инструментов, а также предлагает новые решения для сферы собственности и управления человеческими ресурсами³⁰. С момента появления биткоина³¹ в 2009 г.³² криптоактивы достигли уровня капитализации рынка в три трлн долл.³³ и признаны одним из средств достижения или поддержания экономической конкурентоспособности стран³⁴.

Биткоин стал первой работающей цифровой валютой, действующей без централизованного управления³⁵. В отличие от более ранних цифровых валют биткоин не имеет ни обеспечения активами, ни централизованного эмитента, ни единого органа для проверки каждой транзакции, но позволяет пользователям передавать деньги друг другу напрямую, при этом считая, что никто не будет высылать деньги дважды³⁶.

Биткоин представляет собой первую функционирующую децентрализованную криптовалюту и первый блокчейн³⁷. Блокчейн – это сеть независимых компьютеров, которые поддерживают публичный реестр транзакций пользователей³⁸. Компьютеры в блокчейне проставляют отметку о времени транзакции и собирают новые транзакции в «блоки»³⁹. Компьютер, первым собравший блок, передает его другим компьютерам, которые проверяют валидность транзакций в блоке и присоединяют его к последнему одобренному блоку⁴⁰. Каждый новый блок содержит в себе часть предыдущего⁴¹. Таким образом, если недобросовестный игрок захочет заменить один блок, то ему придется менять каждый блок в цепочке⁴². Это показывает всей сети, что новая версия некорректна и не позволяет всем добросовестным компьютерам добавлять в нее новые блоки⁴³. Таким образом, самая длинная цепочка блоков является неизменной, если большинство компьютеров действуют добросовестно⁴⁴. Биткоин – это часть кода такого реестра (Lewis, 2019).

Технология блокчейна и ее приложения в иных контекстах, помимо передачи валюты от человека к человеку, являются, вероятно, более важным достижением, чем сам Биткоин⁴⁵. Например, Эфириум – это блокчейн, который позволяет любому человеку записывать и сохранять участки кода, автоматически исполняющие определенные

²⁷ См. Crypto Market Cap Charts: Altcoin Market Cap Chart, выше прим. 12.

²⁸ См. ниже Раздел I.A. 1.

²⁹ См. ниже Раздел I.A.2.

³⁰ См. (Buterin, 2014) (обсуждаются возможности блокчейна «Эфириум» устанавливать право собственности и механизмы открытого голосования).

³¹ В данной работе термин «Биткоин» используется для обозначения сети «Биткоин», а термин «биткоин» используется для обозначения криптовалюты, существующей в указанной сети.

³² См. (Nibley, 2023); см. также (Nakamoto, 2008).

³³ Lau, Y. (2021, Nov. 9). Cryptocurrencies Hit Market Cap of \$3 Trillion for the First Time as Bitcoin and Ether Reach Record Highs. *Fortune*. <https://fortune.com/2021/11/09/cryptocurrency-market-cap-3-trillion-bitcoin-ether-shiba-inu/> [<https://perma.cc/A4MJ-9Z5B>]; см. также Crypto Market Cap Charts: Altcoin Market Cap Chart, выше прим. 12.

³⁴ См. (Renteria et al., 2021); см. также Exec. Order No. 14,067, 87 Fed. Reg. 14143 (2022, Mar. 9).

³⁵ См. (Buterin, 2014, p. 4).

³⁶ См. (Nakamoto, 2008, pp. 1, 8).

³⁷ См. (Buterin, 2014, p. 14).

³⁸ См. (Nakamoto, 2008, pp. 1, 8).

³⁹ См. там же, at 3.

⁴⁰ См. там же.

⁴¹ См. там же.

⁴² См. там же.

⁴³ См. там же.

⁴⁴ См. там же, at 4, 8.

⁴⁵ См. (Buterin, 2014, p. 1).

функции на основе заложенной в него информации⁴⁶. Такие «смарт-контракты» могут получать, хранить и передавать средства от одного человека или смарт-контракта к другому⁴⁷. Смарт-контракты позволяют пользователям создавать и применять сложные финансовые инструменты, такие как кредитование, заем⁴⁸ или обмен криптоактивами⁴⁹, без обращения к централизованному органу управления⁵⁰. Более того, пользователи могут создавать свои собственные криптоактивы, модели управления или невзаимозаменяемые токены: доказуемо уникальные криптоактивы с публично подтвержденной историей происхождения⁵¹. Эфириум использует свой собственный актив – эфир, с помощью которого пользователи взаимодействуют со смарт-контрактами и приложениями⁵².

Реестр *XRP Ledger* – это блокчейн, позволяющий создать более эффективный режим перевода денег (Rosner & Kang, 2016). Он был запущен двумя основателями компании по разработке программного обеспечения *Ripple Labs*. Любой человек или финансовая организация может использовать *XRP Ledger* как единственный источник достоверной информации о денежных переводах по всему миру с целью быстрого закрытия платежей⁵³. Кроме того, *XRP Ledger* и его собственный *XRP* токен служат также посредниками при переводе валют, делая ненужными дорогостоящие конверсионные операции (Rosner & Kang, 2016, p. 675). *Ripple Labs* и другие компании применяют *XRP Ledger* для создания новых приложений, которыми пользуются сотни финансовых организаций по всему миру⁵⁴. Компания *Ripple* не владеет и не управляет реестром *XRP*, но держит чуть меньше половины всего запаса *XRP* на условном депонировании, выпуская их в заранее установленные сроки (Rosner & Kang, 2016, p. 651; Giancarlo & Bahlke, 2020). Учитывая более ранние заявления компании *Ripple* о ценности *XRP* и использовании его реестра, эта компания и блокчейн *XRP* гораздо тщательнее подошли к вопросам регулирования, чем биткоин и эфир⁵⁵.

Несмотря на многообещающее будущее, у технологии блокчейна есть существенные внутренние и внешние барьеры применения. Большинство криптоактивов высоковолатильны по цене, а значит, их нецелесообразно использовать в качестве валюты⁵⁶. Кроме того, верификация транзакций в блокчейне происходит относительно медленно и требует много энергии⁵⁷. Смарт-контракты также могут содержать ошибки кода, с помощью которых хакеры могут похитить средства⁵⁸. Недобросовестные игроки также использовали технологию блокчейна в незаконных целях⁵⁹.

⁴⁶ См. там же, at 1, 13. Суть самоисполняющихся смарт-контрактов можно пояснить на примере автоматов по продаже напитков. Если внести в такой автомат один доллар, он выдаст банку напитка. Если внести пять долларов, автомат выдаст напиток и четыре доллара сдачи.

⁴⁷ Finematics. (2020, June 13). Code Is Law?: Smart Contracts Explained (Ethereum, DeFi). YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=pWGLtjG-F5c> [<https://perma.cc/2564-WG6K>].

⁴⁸ См. в целом Boado, E. (2020). AAVE Protocol Whitepaper V1.0. https://github.com/aave/aave-protocol/blob/master/docs/Aave_Protocol_Whitepaper_v1_0.pdf [<https://perma.cc/B7CR-PT9S>].

⁴⁹ См. в целом Adams, H. (2018). Uniswap Whitepaper – Introduction. HackMD. <https://hackmd.io/@HaydenAdams/HJ9jLsfTz#Introduction> [<https://perma.cc/Q64G-HW4L>].

⁵⁰ См. (Buterin, 2014, p. 1).

⁵¹ См. там же, at 19 (обсуждаются системы токенов и децентрализованные автономные организации (DAO) на платформе Эфириум).

⁵² См. там же, at 1.

⁵³ См. (Giancarlo & Bahlke, 2020). Как правило, *Ripple* завершает транзакции в течение трех-пяти секунд. Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment at 5, SEC v. Ripple Labs, Inc., No. 20-cv-10832 (S.D.N.Y. Sept. 17, 2022), ECF No. 643.

⁵⁴ См. Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 53, at 6, 8. В отличие от Биткоина или Эфириума, реестр *XRP* обеспечен системой *XRP Ledger*, в которой пользователи сами назначают других пользователей для визуирования транзакций. См. (Rosner & Kang, 2016, p. 659).

⁵⁵ См. в целом Complaint, SEC v. Ripple Labs, Inc., No. 20-cv-10832 (S.D.N.Y. Dec. 22, 2020), ECF No. 4 (высказывается предположение, что *XRP* – это незарегистрированная ценная бумага).

⁵⁶ См. Fed. Rsv. Bank of St. Louis (2012, Sept. 3). Functions of Money. Economic Lowdown. <https://www.stlouisfed.org/education/economic-lowdown-podcast-series/episode-9-functions-of-money> [<https://perma.cc/98CS-JPW2>].

⁵⁷ См. (Srivastava, 2020).

⁵⁸ The 2022 Crypto Crime Report. (2022). Chainalysis. <https://go.chainalysis.com/rs/503-FAP-074/images/Crypto-Crime-Report-2022.pdf> [<https://perma.cc/5PBD-F45C>].

⁵⁹ См. в целом там же. Преступления в сфере финансов, такие как отмывание денег или мошенничество, составляют 0,15 % всех сделок с криптовалютами. Там же, at 4. Самым распространенным преступлением, основанным на криптовалюте, является мошенничество, ущерб от которого в 2021 г. составил более семи млрд долл. См. там же, at 79.

Кроме того, криптоактивы в высокой степени подвержены спекуляциям. Самый крупный спекулятивный пузырь в секторе криптоактивов имел место в 2017–2018 гг. из-за первичного размещения монет (*ICO*), когда стартапы создавали новые криптоактивы и продавали их с целью финансирования своих предприятий⁶⁰. Крупные блокчейн-проекты, такие как Эфириум или Банкор, также запускались с помощью *ICO*, однако многие проекты-пустышки воспользовались ажиотажем вокруг инновационной технологии блокчейна⁶¹. В ответ на широкомасштабное мошенничество и спекуляции на рынке *ICO* федеральные регуляторы применили санкции против эмитентов токенов⁶². После периода первичного размещения монет в Соединенных Штатах возникла «война за территорию» в сфере законодательного регулирования, т. е. агентства спорят о том, кто должен пользоваться юрисдикцией над различными аспектами сектора криптоактивов (Isaac, et al., 2022).

2. Регулирование криптоактивов

Видные деятели в крупнейших федеральных агентствах не согласны с отраслевыми применениями законодательства к криптоактивам⁶³. Так, Комиссия по ценным бумагам и биржам считает большинство криптоактивов ценными бумагами⁶⁴. Однако другие регуляторы и эксперты отмечают различия между предложениями криптоактивов и самими криптоактивами, считая, что большинство криптоактивов имеют мало общего с ценными бумагами⁶⁵. Они утверждают, что игнорирование этих различий будет иметь разрушительные последствия как для эмитента актива, так и для тех, кто проводит сделки с этим активом⁶⁶. Все больше законодателей приходят к выводу, что регулировать криптоактивы должна Комиссия по торговле товарными фьючерсами, но признают, что в настоящее время она не обладает такими полномочиями⁶⁷.

Раздел 5 Закона о ценных бумагах 1933 г. требует, чтобы любое предложение ценной бумаги с обязательной регистрацией было зарегистрировано в Комиссии по ценным бумагам и биржам⁶⁸. Такая регистрация должна включать «информацию о финансовом состоянии эмитента, личностях и истории руководителей, цене и количестве предлагаемых ценных бумаг»⁶⁹. Поскольку целью предложения ценных бумаг является «использование чужих средств с обещанием прибыли»⁷⁰, такой режим раскрытия информации «обеспечивает публичный доступ к существенным фактам, влияющим на ценность... бумаг»⁷¹. Понятие ценных бумаг включает акции, закладные и «инвестиционные контракты»⁷².

Определение инвестиционного контракта было дано Верховным судом США в деле *SEC v. W. J. Howe* Co. Суд постановил, что контракт на обратную аренду и обслуживание участков апельсиновой плантации является инвестиционным контрактом в значении, предусмотренном Законом о ценных бумагах⁷³. Суд также выработал четырехчастный критерий для определения инвестиционного контракта: (1) инвестирование

⁶⁰ (Feign, 2022). *ICO* позволило стартапам собрать средства, не отдавая уставной капитал, а также «создать сообщество мотивированных пользователей, заинтересованных в успехе проекта, чтобы их... токены росли в цене». Там же.

⁶¹ См. там же. В тот период половина проектов в сфере *ICO* разваливались в течение четырех месяцев. Там же. Нередко проект с анонимным основателем и информационным буклетом на четырех страницах собирал миллионы долларов через *ICO*. См. (Jakub, 2021).

⁶² См. в целом The DAO, Exchange Act Release No. 81, 207, 117 SEC Docket 745 (2017, July 25) (токен *DAO* анализируется как ценная бумага).

⁶³ Ср. (Gensler, 2022) с Brian Quintenz (@CFTCquintenz). Twitter (Aug. 4, 2021, 9:30 AM), <https://twitter.com/cftcquintenz/status/1422912721637580803> [<https://perma.cc/B7S9-6C2Z>] («Комиссия по ценным бумагам и биржам не имеет полномочий в области товарно-сырьевых ресурсов или торгующих ими площадок, будь то пшеница, золото... [или] криптоактивы») (Twitter – социальная сеть, заблокированная на территории Российской Федерации за распространение незаконной информации. – Прим. ред. RusJEL.).

⁶⁴ См. (Gensler, 2022). См. в целом Complaint, выше прим. 55.

⁶⁵ См. (Cohen et al., 2022, pp. 55–56); см. также (Peirce, 2020).

⁶⁶ См. (Peirce, 2020; Cohen et al., 2022, pp. 96–97).

⁶⁷ См. ниже Раздел III.A.

⁶⁸ 15 U.S.C. § 77e(a), (c).

⁶⁹ *SEC v. Cavanagh*, 1 F. Supp. 2d 337, 360 (S.D.N.Y.), aff'd, 155 F.3d 129 (2d Cir. 1998).

⁷⁰ *SEC v. W.J. Howe Co.*, 328 U.S. 293, 299 (1946).

⁷¹ *SEC v. Aaron*, 605 F.2d 612, 618 (2d Cir. 1979).

⁷² 15 U.S.C. § 77b(a)(1).

⁷³ 328 U.S. at 294–97.

средств (2) в совместное предприятие⁷⁴ (3) с разумным ожиданием выгоды⁷⁵ (4) от усилий предпринимателя или третьей стороны⁷⁶. Поскольку компания *W. J. Howey Co.* принимала средства и обещала инвесторам права на долю в будущих прибылях от плантации, которые зависели целиком от работы компании на этой земле и от продаж апельсинов, то вся схема являлась инвестиционным контрактом⁷⁷. Данное понятие «воплощает скорее гибкий, чем статичный принцип, который можно приложить к бесконечному числу изменчивых схем»⁷⁸. При определении инвестиционных контрактов «формой пренебрегают в пользу сути, а акцент делается на экономической реальности»⁷⁹. Таким образом, критерий Хауи фокусируется на характере коммерческого соглашения, ожиданиях и обязательствах сторон в рамках конкретной сделки независимо от вида актива⁸⁰.

Юрисдикция Комиссии по ценным бумагам и биржам широка, но не безгранична. В деле Хауи ни апельсины, ни земля по отдельности не были инвестиционными контрактами⁸¹. Хотя товарно-сырьевые ресурсы, такие как пшеница, сахар, табак, апельсины, могут быть частью инвестиционного контракта⁸², они не являются ценными бумагами, даже если продаются как фьючерсные контракты⁸³. Драгоценные металлы, такие как золото и серебро, которые покупают для спекуляций на мировом рынке, не являются ценными бумагами без послепродажных обязательств, принимаемых на себя продавцом⁸⁴. Хотя, по мнению Комиссии по ценным бумагам и биржам, некоторые криптоактивы являются ценными бумагами⁸⁵, другие регуляторы определяют криптоактивы как товарно-сырьевые ресурсы⁸⁶, валюты⁸⁷ или имущество⁸⁸.

В своем первом докладе об обращении с криптоактивами Комиссия по ценным бумагам и биржам обратила внимание на актив, который сильно напоминал традиционные ценные бумаги, и сделала вывод, что он представляет собой инвестиционный контракт⁸⁹. В 2016 г. молодая компания по разработке программного обеспечения *Slock.it*, которую рекламировали как децентрализованный венчурный фонд, запустила платформу *DAO*⁹⁰. Платформа продавала токены *DAO* за эфиры⁹¹ и предоставляла владельцам токенов *DAO* голосовать за

⁷⁴ Суды различных юрисдикций оспаривали различные аспекты данного критерия. Так, в ряде юрисдикций требуют соблюдения условия вертикальной общности, когда доходы инвестора и предпринимателя взаимосвязаны и зависят от усилий предпринимателя или третьей стороны. См., например, *Hector v. Wiens*, 533 F.2d 429, 433 (9th Cir. 1976). Другие требуют горизонтальной общности, т. е. «общих вложений, обычно в сочетании с пропорциональным распределением прибыли». См., например, *Brodth v. Bache & Co.*, 595 F.2d 459, 460 (9th Cir. 1979).

⁷⁵ Для определения того, создал ли продавец разумное ожидание прибыли в зависимости от усилий предпринимателя, суды используют объективный критерий. Например, в деле *United Housing Foundation v. Forman* Суд постановил, что «доля» в Нью-Йоркском кооперативе не являлась инвестиционным контрактом, так как покупатели приобретали квартиры для проживания, а не «надеялись исключительно на получение прибыли» от своих инвестиций. 421 U.S. 837, 852 (1975) (цитируется *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 300 (1946)).

⁷⁶ См. *W.J. Howey Co.*, 328 U.S. at 298–99. Согласно критерию Хауи, ожидание прибыли должно быть основано исключительно на усилиях других лиц, однако суды интерпретируют это требование как нестрогое. См. *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389, 395 (2004).

⁷⁷ *W.J. Howey Co.*, 328 U.S. at 299–300. Владельцы контрактов на обратную аренду не собирались занимать земельные участки или управлять ими, поскольку большинство из них жили очень далеко. См. там же, at 300. Таким образом, прибыль зависела именно от работы компании *Howey*. См. там же.

⁷⁸ См. там же, at 299.

⁷⁹ См. там же, at 298.

⁸⁰ (Cohen et al., 2022, pp. 56, 60); Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Support of Its Motion for Summary Judgment at 19, *SEC v. LBRY, Inc.*, No. 21-cv-260 (D.N.H. May 4, 2022), ECF No. 55-1 («Если цифровые активы или что бы то ни было предлагаются в соответствии с... критерием Хауи, значит, имеет место инвестиционный контракт и применяется законодательство о ценных бумагах»).

⁸¹ См. (Hinman, 2018); см. также *Rodriguez v. Banco Cent. Corp.*, 990 F.2d 7, 10 (1st Cir. 1993).

⁸² См. в целом *Miller v. Cent. Chinchilla Grp., Inc.*, 494 F.2d 414 (8th Cir. 1974) (показано, что соглашение на продажу и управление шиншилловой фермой были инвестиционным контрактом).

⁸³ См. *SEC v. Glen-Arden Commodities, Inc.*, 493 F.2d 1027, 1034 (2d Cir. 1974).

⁸⁴ См. *SEC v. Belmont Reid & Co.*, 794 F.2d 1388, 1391 (9th Cir. 1986); *Future Sys. Inc.*, SEC Staff No-Action Letter, 1973 WL 9653 (1973, June 8).

⁸⁵ См. Complaint, выше прим. 55, at 34.

⁸⁶ Complaint at 4, *CFTC v. Gemini Tr. Co.*, No. 22-cv-04563 (S.D.N.Y. June 2, 2022), ECF No. 1 (отмечается, что «цифровые активы, такие как биткойн и другие виртуальные валюты», входят в понятие «товарно-сырьевой ресурс»).

⁸⁷ См. (U.S. Dept. of Just., 2015).

⁸⁸ См., например, Rev. Rul. 2019-24, 2019-44 I.R.B. 1004 (2019).

⁸⁹ См. *The DAO*, Exchange Act Release No. 81, 207, 117 SEC Docket 745, 745 (July 25, 2017).

⁹⁰ См. там же, at 746–47; (Cohen et al., 2022, p. 74).

⁹¹ См. *The DAO*, 117 SEC Docket at 746–47.

размещение фондов *DAO* в новых проектах на платформе «Эфириум» и совместно участвовать в возможных прибылях⁹². Компания *Slock.it* назначала «кураторов», которые определяли, какие предложения выносить на голосование и какое количество голосов считать достаточным кворумом⁹³. Компания *Slock.it* активно рекламировала *DAO* как безопасное коммерческое предприятие, дающее хорошую прибыль инвесторам⁹⁴. Вскоре после запуска платформа *DAO* потеряла в результате хакерской атаки треть своих фондов, которые составляли тогда около 50 млн долл.⁹⁵

После атаки на *DAO* Комиссия по ценным бумагам и биржам в своем докладе сделала вывод, что токены *DAO* являлись инвестиционным контрактом, а значит, входят в юрисдикцию Комиссии⁹⁶. Согласно первой части критерия Хауи, Комиссия заключила, во-первых, что эфир, вложенный в токены *DAO*, был вложением денег⁹⁷. Во-вторых, *DAO* был обычным предприятием, потому что вложенный эфир накапливался и владельцы токенов должны были получить потенциальную прибыль пропорционально количеству своих токенов⁹⁸. В-третьих, поскольку *Slock.it* широко рекламировала *DAO* за участие в прибылях, владельцы токенов имели разумное ожидание прибыли⁹⁹. Наконец, владельцы токенов *DAO*, надеясь на прибыль, вынуждены были полагаться на компанию *Slock.it* в вопросах рутинного управления собранными средствами, протоколами безопасности и мерами по продвижению, а также широких полномочий кураторов¹⁰⁰.

Хотя доклад Комиссии по *DAO* пояснил, что некоторые криптоактивы могут быть инвестиционным контрактом¹⁰¹, последующие действия Комиссии фокусировались на сделках по сбору средств с помощью криптоактивов, а не на самих криптоактивах¹⁰². Ряд первичных размещений монет был откровенно мошенническим¹⁰³, но многие казались реальными; собирались деньги и покупателям предоставлялось право покупать токены по низким ценам, а после завершения блокчейна эти токены должны были действовать как валюта или товарно-сырьевой ресурс¹⁰⁴. Эмитенты утверждали, что эти предложения токенов представляли собой предложения товарно-сырьевых ресурсов, однако постановления судов гласили, что это были также инвестиционные контракты¹⁰⁵. Поскольку токены предлагались со скидкой в обмен на средства инвесторов для построения блокчейна, инвесторы считали, что получают прибыль, продавая свои токены по полной цене после запуска блокчейна¹⁰⁶.

Доклад по *DAO* и судебные дела по первичным размещениям монет не прояснили, в каких случаях криптоактивы сами по себе являются инвестиционными контрактами и подпадают под юрисдикцию Комиссии по ценным бумагам и биржам. Хотя Комиссия и определила криптоактивы как ценные бумаги, в комментариях ее официальные лица признавали, что некоторые криптоактивы функционируют скорее как валюта или товарно-сырьевой ресурс и действуют на основе сетей, в которых управление осуществляется слишком многими лицами, чтобы можно было разумно ожидать прибыли, как в обычном предприятии¹⁰⁷. Комментаторы отмечали,

⁹² См. там же, at 747–48, 751. На платформе *DAO* было собрано более 10 млн эфиров, что в настоящее время составляет более 15 млрд долл. См. Ethereum Price. Coingecko. <https://www.coingecko.com/en/coins/ethereum> [<https://perma.cc/77GX-UV53>].

⁹³ См. The DAO, 117 SEC Docket at 749.

⁹⁴ См. там же, at 751–52.

⁹⁵ См. там же, at 745–46.

⁹⁶ См. там же, at 745.

⁹⁷ См. там же, at 751.

⁹⁸ См. там же, at 747, 751.

⁹⁹ См. там же, at 751.

¹⁰⁰ См. там же, at 751–52.

¹⁰¹ См. (Peirce, 2018; Nesler, 2019).

¹⁰² См. в целом Munchee Inc., Securities Act Release No. 10445, 118 SEC Docket 975 (2017, Dec. 11).

¹⁰³ См. United States v. Zaslavskiy, No. 17-CR-0647, 2018 WL 4346339, at *2 (E.D.N.Y. Sept. 11, 2018).

¹⁰⁴ См. Munchee Inc., 118 SEC Docket at 978–79. Компания Munchee запустила приложение, в котором пользователи могут зарабатывать токены *MUN*, делая обзоры ресторанов, и использовать эти токены в сделках внутри приложения, однако этих функций не было, когда компания продавала свои токены. Таким образом, в момент продажи этого токена не возникло противоречия между его будущей обеспеченностью и критерием Хауи. См. там же, at 980.

¹⁰⁵ См. SEC v. Telegram Grp. Inc., 448 F. Supp. 3d 352, 367–68 (S.D.N.Y. 2020).

¹⁰⁶ См. там же, at 358.

¹⁰⁷ См. там же («Не следует считать операцией с ценными бумагами вложение средств в криптовалюту, которую используют члены децентрализованного сообщества, связанные друг с другом с помощью технологии блокчейна, которая сама по себе управляется этим сообществом пользователей, а не традиционным предприятием»); (Hinman, 2018).

что владение таким активом, в отличие от контрактов по критериям Хауи или токенов DAO, не дает владельцу законного права претендовать на активы или будущие прибыли компании, но скорее обозначает номинальный интерес и право доступа к сети, не принадлежащие какой-либо единой, организованной общности и не обеспеченные ею¹⁰⁸. Сотрудники Комиссии отмечали, что применение законодательства о ценных бумагах к этим типам активов ничего не даст инвесторам, учитывая асимметричность информации между покупателем и эмитентом токенов¹⁰⁹. Более того, активы не являются подтверждением права собственности или права на получение доли прибыли в предприятии, не налагают послепродажных обязательств на продавца¹¹⁰, но имеют добросовестное потребительское пользование, т. е. не подпадают под юрисдикцию Комиссии по ценным бумагам и биржам¹¹¹. Другие регуляторы расценивали такие криптоактивы как товарно-сырьевые ресурсы или валюты¹¹².

Представители сектора криптоактивов продолжают упрекать Комиссию за неспособность разъяснить, когда следует считать криптоактивы ценными бумагами или предложением ценных бумаг¹¹³. Первоначально Комиссия утверждала, что криптоактивы сами по себе являются ценными бумагами, хотя регулировала в основном только предложения ценных бумаг¹¹⁴. Комментаторы и регуляторы отмечают, что такая позиция имеет разрушительные последствия для эмитента токенов и для вторичных транзакций¹¹⁵. А именно если криптоактивы сами по себе являются ценными бумагами, то все последующие сделки с криптоактивами будут являться сделками с ценными бумагами, а значит, пользователи, биржи и даже сети становятся брокерами согласно Закону о торговле ценными бумагами 1934 г.¹¹⁶ Эмитент токена будет вынужден регистрировать свое предложение согласно Закону о ценных бумагах, а сеть должна будет раскрывать свои требования и выполнять повышенные обязательства согласно Закону о биржах (Lofchie et al., 2022). По словам бывшего главы Комиссии по ценным бумагам и биржам Джея Клейтона, издержки компаний на соответствие правилам Комиссии по сбору средств достигают 100 млн долл., и это слишком много¹¹⁷. Таким образом, большинство новых эмитентов токенов не смогут выполнить действующие правила Комиссии; возможно, это объясняет, почему до сих пор ни один эмитент токенов не попытался это сделать (Lofchie et al., 2022, p. 7).

Комиссия по ценным бумагам и биржам в очередной раз подтвердила, что криптоактивы сами по себе являются ценными бумагами, в своей претензии против компании *Ripple* заявив, что все токены *XRP* являются инвестиционными контрактами с компанией *Ripple*¹¹⁸. И представители компании, и комментаторы утверждают, что Комиссия неправомерно применила критерии Хауи к *XRP*¹¹⁹. Отмечается, что *XRP* используется как промежуточная валюта и что децентрализация реестра *XRP* может противоречить критериям «обычного предприятия» и «разумных ожиданий»¹²⁰. Кроме того, комментаторы считают неправомерным применение критериев Хауи к вторичным покупателям *XRP*, так как те не могут полагаться на усилия компании *Ripple*, не имея никаких законных взаимоотношений с ней¹²¹. Также владельцы токенов *XRP* находятся в растерянности, так как, называя *XRP* ценными бумагами, Комиссия вынудила биржи криптовалют удалить *XRP*, чтобы соответствовать законодательству о ценных бумагах, в результате чего миллиарды долларов держателей *XRP* были потеряны¹²².

¹⁰⁸ См. (Valkenburgh, 2018; Cecere, 2021).

¹⁰⁹ См. (Hinman, 2018; Peirce, 2018).

¹¹⁰ См. (Cecere, 2021); Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 53, at 17.

¹¹¹ См. *United Hous. Found., Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 858 (1975); (Cohen et al., 2022, p. 86).

¹¹² См. Complaint, выше прим. 86, at 4; см. также Press Release, U.S. Dept. of Just., выше прим. 87.

¹¹³ См. (Peirce, 2020; Nesler, 2019).

¹¹⁴ См. *Munchee Inc.*, Securities Act Release No. 10445, 118 SEC Docket 975, 979 (Dec. 11, 2017); см. также (Cohen et al., 2022).

¹¹⁵ См. (Peirce, 2020; Cohen, 2022, pp. 96–97).

¹¹⁶ 15 U.S.C. §§ 78a–78q; см. также (Cohen, 2022, pp. 96–97). Брокеры должны соответствовать требованиям уровня ликвидности, выполнять программы против отмывания денег, проходить проверки Комиссии по ценным бумагам и биржам и выполнять повышенные обязательства по отношению к сторонам в последующих транзакциях. См. там же, at 97 n. 74. См. в целом (Temkin et al., 2020).

¹¹⁷ См. (Clayton, 2020).

¹¹⁸ См. Complaint, выше прим. 85, at 34.

¹¹⁹ См. (Giancarlo & Bahlke, 2020); см. также (Cecere, 2021); Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 53, at 5.

¹²⁰ См. (Giancarlo & Bahlke, 2020) (обсуждается децентрализация и обеспеченность токенов XRP); см. также (Cecere, 2021).

¹²¹ См. (Giancarlo & Bahlke, 2020); Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 53, at 17.

¹²² См. Memorandum in Support of Writ of Mandamus at 13, 15, *Deaton v. SEC*, No. 21-cv-00001 (D.R.I. Jan. 1, 2021), ECF No. 1-1; (Cecere, 2021).

Комиссия под председательством Гэри Генслера утверждает, что большинство криптоактивов являются ценными бумагами¹²³, продолжает судиться с *Ripple Labs* и отменила инструкцию относительно децентрализации и обеспеченности¹²⁴. В ответ на судебные иски, такие как дело *SEC v. Wahi*¹²⁵, комментаторы и регуляторы описывают подход Генслера как «регулирование через принуждение»¹²⁶. В Конгрессе сложилась и продолжает расти двухпартийная группа, считающая, что регулировать большую часть сектора криптоактивов должна Комиссия по торговле товарными фьючерсами¹²⁷. Эта Комиссия изначально была призвана регулировать сельскохозяйственную продукцию и контракты на основе активов с базовой ценностью, таких как фьючерсы, производные финансовые инструменты, обменные операции¹²⁸. Теперь она регулирует подобные контракты в финансовой сфере¹²⁹. Комиссия объявила многочисленные криптоактивы, включая биткоин¹³⁰, эфир¹³¹, лайткоины и тезер, товарно-сырьевыми ресурсами согласно Закону о товарных биржах¹³², поскольку они являются товаром однородного качества и ценности, обмениваемым на рынке¹³³. Однако юрисдикция Комиссии по торговле товарными фьючерсами над криптоактивами позволяет ей регулировать только мошеннические и манипулятивные действия на товарно-сырьевых рынках, а не сами товарно-сырьевые ресурсы¹³⁴. Аналогичным образом полномочия данной Комиссии не позволяют ей выявлять транзакции, свободные от мошенничества или манипуляций¹³⁵. Действующий глава Комиссии по торговле товарными фьючерсами Ростин Бэхнам утверждает, что регулирование, основанное на принципах Комиссии, может обеспечить баланс между инновациями и защитой прав потребителей на рынках криптоактивов¹³⁶. Более того, ряд представителей Комиссии выражают несогласие с тем, что криптоактивы регулирует Комиссия по ценным бумагам и биржам¹³⁷. При этом они признают, что существующее законодательство не дает четкого ответа, когда криптоактив перестает быть ценной бумагой и становится товарно-сырьевым ресурсом¹³⁸.

3. Попытки законодательно прояснить регулирование криптоактивов

Ряд законопроектов, например закон Ламмиса – Гиллибранда об ответственных финансовых инновациях, предлагают нестандартные решения проблемы юрисдикции при регулировании криптоактивов¹³⁹. Для этого в законопроекте Ламмиса – Гиллибранда вводится понятие вспомогательного актива¹⁴⁰. Вспомогательный актив – это цифровой актив, приобретаемый как часть инвестиционного контракта по критерию Хауи, но не дающий приобретателю юридически действительных прав, таких как долговой процент или доля в уставном капитале, доля прибыли или дохода от деятельности других лиц, право на дивиденды¹⁴¹. Если криптоактив дает владельцу

¹²³ См. SEC Chair Gary Gensler Discusses Potential Crypto Regulation and Stablecoins, выше прим.12.

¹²⁴ См. (Levine, 2022) («Генслер уверен, что он должен отвечать за создание правил для крипто, но не создавать их»).

¹²⁵ No. 22-cv-01009 (W.D. Wash. filed July 21, 2022) (устанавливается юрисдикция путем называния девяти криптоактивов ценными бумагами, но они не названы ответчиками).

¹²⁶ См. (Pham, 2022). См. в целом (Peirce, 2020).

¹²⁷ См. Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act, S. 4356, 117th Cong. § 403(a)(1)(F)(i)(I) (2022) (Комиссии по торговле товарными фьючерсами предоставлена преимущественная юрисдикция над цифровыми активами, не связанными с участием в капитале).

¹²⁸ 7 U.S.C. § 1a(9)–(10).

¹²⁹ См. (Stump, 2021).

¹³⁰ См. In re BFXNA Inc., CFTC No. 16-19, 2016 WL 3137612 (June 2, 2016).

¹³¹ См. (Roberts, 2019). Но см. (Schwartz, 2022) (поясняется, что глава Комиссии по торговле товарными фьючерсами заявил, что биткоин является единственным криптоактивом, который должен расцениваться как товарно-сырьевой ресурс).

¹³² 7 U.S.C. §§ 1–26; см. также (Isaac et al., 2022).

¹³³ См. (Stump, 2021; Isaac et al., 2022).

¹³⁴ См. (Stump, 2021).

¹³⁵ См. там же; (Isaac et al., 2022). Спотовые сделки – это сделки, в которых передача актива происходит менее чем за два дня, как и в большинстве транзакций с криптовалютой. См. (Isaac et al., 2022).

¹³⁶ См. Behnam, R. (2022, July 25). Keynot Address at the Brookings Institution Webcast on the Future of Crypto Regulation. Chairman. Commodity Futures Trading Comm'n. <https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opabehnam24> [<https://perma.cc/6CM6-9ZDU>].

¹³⁷ См. Quintenz, выше прим. 63; (Pham, 2022).

¹³⁸ См. Behnam, выше прим. 136.

¹³⁹ См. (Cohen & Lewin, 2022).

¹⁴⁰ См. выше; Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act, S. 4356, 117th Cong. § 403(a)(1)(F)(i)(I) (2022).

¹⁴¹ См. выше § 301(a)(1)(A)–(B).

одно из этих прав, то токен является ценной бумагой¹⁴². В противном случае это товарно-сырьевой ресурс, и его рынок регулирует Комиссия по торговле товарными фьючерсами¹⁴³. Согласно законопроекту Ламмиса – Гиллибранда, эмитент вспомогательного актива получает право установить, что его актив является товарно-сырьевым ресурсом, если эмитент выполняет модифицированные требования Комиссии по ценным бумагам и биржам о раскрытии информации в течение шести месяцев после первой продажи токенов и если имеет место активная торговля данным активом¹⁴⁴. Спотовые рыночные сделки с участием вспомогательных активов находятся под контролем Комиссии по торговле товарными фьючерсами, тогда как эмитенты токенов должны периодически раскрывать информацию Комиссии по ценным бумагам и биржам, пока ценность токена не перестанет зависеть от предпринимательских и управленческих действий эмитента¹⁴⁵. Если и когда актив достигает этой точки, рынок этого актива начинает регулироваться Комиссией по торговле товарными фьючерсами и эмитент перестает подчиняться требованиям Комиссии по ценным бумагам и биржам о раскрытии информации¹⁴⁶.

В законопроекте Ламмиса – Гиллибранда содержится обширный список информации, подлежащей раскрытию эмитентом вспомогательного актива¹⁴⁷. Это и опыт компании по разработке и продаже криптоактивов, и все прошлые сделки с активов, и данные об экономике актива, и планы компании по его поддержке, и любые проверки кода третьими сторонами, и технологии, на которых работает актив¹⁴⁸.

Законопроект Ламмиса – Гиллибранда также предусматривает процедуру освобождения эмитентов токена от раскрытия информации, если они докажут, что их токен не зависит от их предпринимательских и управленческих действий¹⁴⁹. Это положение ссылается на четвертую часть критерия Хауи и его широкую применимость, чтобы определить, какие предложения криптоактивов должны быть защищены законодательством о ценных бумагах¹⁵⁰. Однако комментаторы отмечают, что инструкции Комиссии по ценным бумагам и биржам не дают полной ясности относительно того, когда актив перестает зависеть от действий единой, координированной группы – именно эта точка обычно считается достаточной степенью децентрализации¹⁵¹. Комиссия по ценным бумагам и биржам предполагает, что условие об «усилиях других лиц» соблюдено, когда «ожидается, что существенные задачи или обязательства [криптоактива] будут выполнены [активным участником], а не разрозненным, неорганизованным сообществом пользователей сети»¹⁵². Однако остается неясным, каковы существенные задачи актива в составе блокчейна и вне его и сколько людей должны выполнять эти задачи, чтобы сеть стала считаться в достаточной степени децентрализованной¹⁵³.

Чтобы разрешить эту неопределенность, был предложен критерий достаточной степени децентрализации, в котором задается гибкий стандарт на основе фактического анализа блокчейна, а также отдельное правило достаточной децентрализации¹⁵⁴. Согласно этому гибкому стандарту, Комиссия по ценным бумагам и биржам должна прежде всего определить, обладает ли отдельное лицо или координированная группа контролем над каким-либо материальным компонентом соответствующей сети¹⁵⁵. Материальные компоненты включают валидацию сделок, изменения кода протокола, владение высоким процентом токенов проекта, а также контроль над высоким процентом капитала, собранного через продажи актива¹⁵⁶. Если лицо или группа контролируют

¹⁴² См. выше § 301(a)(1)(B).

¹⁴³ См. выше §§ 101(a)(2), 403(a)(1)(F)(i)(I); (Cohen & Lewin, 2022).

¹⁴⁴ См. (Cohen & Lewin, 2022).

¹⁴⁵ См. Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act §§ 302(i)(1)–(2), 403(a)(1)(F)(i)(I).

¹⁴⁶ См. выше § 403(a)(1)(F)(i)(I).

¹⁴⁷ См. выше § 301(c)(1)–(2).

¹⁴⁸ См. выше.

¹⁴⁹ См. там же § 302(i)(1)–(2).

¹⁵⁰ См. (Cohen & Lewin, 2022); Polk, D. (2022, Aug. 10). Bipartisan Crypto Bills Could Clarify Current Regulatory Confusion – If They Tackle Howey. <https://www.davispolk.com/insights/client-update/bipartisan-crypto-bills-could-clarify-current-regulatory-confusion-if-they-tackle-howey> [https://perma.cc/HL4A-N8MF].

¹⁵¹ См. (Cohen & Lewin, 2022); Bipartisan Crypto Bills Could Clarify Current Regulatory Confusion – If They Tackle Howey, выше прим. 150; см. также (Shapiro, 2020).

¹⁵² Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets. (2023, Mar. 8). Sec. Exch. Comm'n, <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets> [https://perma.cc/F5F6-G6XR].

¹⁵³ См. Shapiro, выше прим. 151; (Cohen et al., 2022, p. 33).

¹⁵⁴ См. Shapiro, выше прим. 151.

¹⁵⁵ См. там же.

¹⁵⁶ См. там же.

материальный компонент данного актива, тогда Комиссия по ценным бумагам и биржам должна выяснить, (1) осуществляется ли контроль над другими материальными компонентами разрозненной группой независимых друг от друга сторон и (2) накладывают ли полномочия данной разрозненной группы над указанными компонентами значимые ограничения на способность контролирующего лица вносить изменения в сеть или посягать на интересы других пользователей¹⁵⁷. Например, если бы одна группа контролировала половину всех вычислительных мощностей Биткойна, суд мог бы постановить, что сеть Биткойна достаточно децентрализована, и освободить ее от требований раскрытия информации, поскольку другие пользователи сети Биткойна все еще могут продать свои биткойны¹⁵⁸. Этот критерий также должен содержать ряд объективных показателей централизации, например, контроль над 20 % выпущенных токенов или 50 % вычислительной мощности сети¹⁵⁹.

В свою очередь, этот критерий децентрализации может служить четкой рекомендацией, показывающей, что сеть в достаточной степени децентрализована¹⁶⁰. Согласно этому критерию, сеть является достаточно децентрализованной, если (1) эмитент владеет менее чем 10 % выпущенных токенов, (2) эмитент владеет менее чем 10 % средств для определения консенсуса, (3) есть существенное финансирование для развития блокчейна, независимое от эмитента, и (4) цели эмитента, заявленные им при раскрытии информации, по существу достигнуты¹⁶¹.

Пока этот законопроект не принят и ни одно из агентств не имеет четких законных полномочий по регулированию криптоактивов и их предложений, Комиссия по ценным бумагам и биржам и Комиссия по торговле товарными фьючерсами будут вынуждены заполнять пробел в законодательстве о ценных бумагах и товарно-сырьевых ресурсах с помощью своих отраслевых актов. Однако с ними может не согласиться Верховный суд¹⁶².

В. Доктрина «основных вопросов»

Начиная с 1994 г. доктрина «основных вопросов» становится все более мощным инструментом, с помощью которого Верховный суд может ограничить возможности агентств по интерпретации полномочий, предоставленных им Конгрессом¹⁶³. Хотя сфера применения данной доктрины определена нечетко, комментаторы и действующие судьи отмечают, что в будущем она станет нормой административного права¹⁶⁴. Усиление доктрины «основных вопросов» все больше угрожает полномочиям федеральных агентств в области регулирования криптоактивов¹⁶⁵.

1. Дело *Chevron* и источник доктрины «основных вопросов»

В деле *Chevron* Верховный суд создал образец судебного пересмотра интерпретации федеральным агентством его нормативных актов. Суд постановил, что если нормативный акт агентства содержит неоднозначность относительно конкретного вопроса, то кассационный суд должен полагаться на разумную интерпретацию этого акта агентством¹⁶⁶. Суд разделил этот анализ на два этапа¹⁶⁷. На первом этапе кассационный суд должен изучить формулировки нормативного акта и определить, рассматривал ли Конгресс данный вопрос непосредственно¹⁶⁸. Если формулировки признаны двусмысленными, то суд должен перейти ко второму этапу и изучить, является ли разумной интерпретация этого акта агентством¹⁶⁹. В деле *Chevron* второй этап был очень лоялен к интерпретации агентства¹⁷⁰. Данная модель анализа опирается на допущение, что при принятии

¹⁵⁷ См. там же.

¹⁵⁸ См. там же.

¹⁵⁹ См. там же.

¹⁶⁰ См. там же.

¹⁶¹ См. там же.

¹⁶² См. ниже Раздел II.A.

¹⁶³ См. в целом *MCI Telecomms. Co. v. Am. Tel. & Tel. Co.*, 512 U.S. 218 (1994) (суд постановил, что то, как Федеральная комиссия по связи интерпретирует свои полномочия, «модифицируя» требования к ведению отчетности, не дает ей права на привилегии в духе *Chevron*).

¹⁶⁴ См. ниже Раздел I.B.3.

¹⁶⁵ См. ниже Раздел II.A.

¹⁶⁶ См. *Chevron, U.S.A., Inc. v. Nat. Res. Def. Council, Inc.*, 467 U.S. 837, 843-44 (1984).

¹⁶⁷ Там же, at 842-43.

¹⁶⁸ См. там же.

¹⁶⁹ См. там же, at 843.

¹⁷⁰ См. *Util. Air Regul. Grp. v. EPA*, 573 U.S. 302, 315 (2014).

законодательства Конгресс оставляет пробелы, чтобы агентства могли заполнить их в соответствии с конкретными особенностями своей отрасли¹⁷¹. Таким образом, кассационный суд не должен интерпретировать нормативные акты и заполнять эти пробелы¹⁷². Однако дело *Chevron* выявило проблемы конституционного характера, а именно что такой лояльный подход дает агентствам излишние полномочия в сфере законотворчества; это привело к попыткам ограничить лояльность судов по отношению к агентствам¹⁷³.

Впервые доктрина «основных вопросов» была использована Верховным судом как инструмент для интерпретации нормативных актов в рамках первого этапа анализа в деле *Chevron*. В деле *MCI Telecommunications Corp. v. American Telephone & Telegraph Co.*¹⁷⁴ судья Antonin Scalia постановил, что Конгресс не наделял агентства фундаментальными полномочиями для изменения принятых им законов, даже если в этом законе использованы двусмысленные формулировки¹⁷⁵. Это положение прозвучало вновь в деле *Brown & Williamson Tobacco Corp.*¹⁷⁶ Согласно Федеральному закону о пищевых продуктах, медикаментах и косметике¹⁷⁷, было создано Управление США по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов (*FDA*) с полномочиями по регулированию, в том числе «медикаментов» и «устройств»¹⁷⁸. В прошлом *FDA* неоднократно заявляло, что не имеет полномочий регулировать табачные изделия, такие как сигареты, и Конгресс отклонял запросы о предоставлении *FDA* таких полномочий¹⁷⁹. Несмотря на это, при администрации Клинтона Управление интерпретировало «медикаменты» и «устройства» таким образом, чтобы они включали продукты с никотином и табаком, тем самым распространяя на них свою юрисдикцию¹⁸⁰.

Применив первый этап анализа в деле *Chevron*¹⁸¹, Верховный суд постановил, что Закон о пищевых продуктах, медикаментах и косметике и законодательство, регулирующее маркировку табачных изделий, четко определяют, что никотин и сигареты не относятся к «медикаментам и устройствам»¹⁸². Суд выразил «уверенность, что Конгресс не мог иметь намерения делегировать решение такой высокой экономической и политической важности агентству таким запутанным образом»¹⁸³. Несмотря на ключевое допущение, что Конгресс оставляет аспекты неопределенности, чтобы агентства «заполнили пробелы в законодательстве»¹⁸⁴, Суд все же постановил, что есть «экстраординарные случаи», когда такое делегирование не может иметь места¹⁸⁵. Таким образом, претензии *FDA* на обладание полномочиями в вопросах большой экономической и политической важности были не единственным фактором отрицательного решения суда по делу *Chevron*; однако важность этих вопросов стала фактором для определения того, содержит ли нормативный акт двусмысленные формулировки¹⁸⁶.

При этом в последующих делах Суд не всегда применял доктрину «основных вопросов» на первом этапе анализа¹⁸⁷, из чего некоторые исследователи сделали вывод, что она перестала действовать¹⁸⁸. После 14-летнего

¹⁷¹ См. *Chevron*, 467 U.S. at 865–66 (обсуждается роль министерств в законодательном процессе).

¹⁷² См. там же.

¹⁷³ См. (Heinzerling, 2017) (описано, что многие судьи «выражали сомнения о конституционности действующего административного законодательства»).

¹⁷⁴ 512 U.S. 218 (1994) (установлено, что полномочия Федеральной комиссии по связи в области модифицирования требований к ведению отчетности услуг телефонной связи не включали полномочий отменять отчетность для большинства провайдеров).

¹⁷⁵ См. там же, at 231–32; *Whitman v. Am. Trucking Ass'ns. Inc.*, 531 U.S. 457, 468 (2001) («[Конгресс], скажем так, не прячет слонов в мышиных норах»).

¹⁷⁶ *FDA v. Brown & Williamson Tobacco Corp.*, 529 U.S. 120, 160 (2000).

¹⁷⁷ Ch. 675, 52 Stat. 1040 (1938) (кодифицировано с поправками в различных разделах 21 U.S.C.).

¹⁷⁸ См. *Brown & Williamson Tobacco Corp.*, 529 U.S. at 126.

¹⁷⁹ См. там же, at 142–48.

¹⁸⁰ См. там же, at 125.

¹⁸¹ См. там же, at 159.

¹⁸² Там же, at 160.

¹⁸³ Там же.

¹⁸⁴ Там же, at 159 (цитируется *Chevron*, U.S.A., Inc. v. Nat. Res. Def. Council, Inc., 467 U.S. 837, 844 (1984)).

¹⁸⁵ См. там же.

¹⁸⁶ См. (Coenen & Davis, 2017, pp. 794–795).

¹⁸⁷ См., например, *Massachusetts v. EPA*, 549 U.S. 497 (2007). В деле оспаривались полномочия *EPA* регулировать выбросы парниковых газов от транспорта; ряд комментаторов выразили мнение, что этот вопрос имеет большое политическое значение. См. (Loshin & Nielson, 2010). Однако ни один судья не упомянул доктрину «основных вопросов». Там же.

¹⁸⁸ См. (Moncrieff, 2008; Richardson, 2022).

перерыва доктрина была снова применена на втором этапе анализа дела *Chevron*¹⁸⁹. В деле *Utility Air Regulatory Group v. EPA*¹⁹⁰ Суд счел соответствующий органический закон двусмысленным на первом этапе дела *Chevron*, а затем постановил, что интерпретация Агентством по охране окружающей среды (EPA) парниковых газов как «загрязняющих воздух веществ», попадающих под юрисдикцию этого Агентства, необоснованна, «так как приведет к огромному и трансформирующему расширению регуляторных полномочий EPA без четкого одобрения со стороны Конгресса»¹⁹¹. Такое новое применение доктрины «основных вопросов» дает возможность Верховному суду и далее подвергать пристальному изучению нормативные акты агентств¹⁹².

2. Двойкий подход к проблеме основных вопросов вне дела *Chevron*

Хотя дело *Utility Air* вернуло доктрину «основных вопросов» в сферу внимания Верховного суда, он в дальнейшем начал применять ее вне ситуации дела *Chevron*, тем самым закрепляя эту доктрину в качестве четкой нормы.

В деле *United States v. Mead Corp.*¹⁹³ было заявлено о «нулевом этапе», дополняющем ситуацию *Chevron*¹⁹⁴: чтобы агентство могло пользоваться лояльностью суда в духе *Chevron*, должно быть доказано намерение Конгресса дать этому агентству полномочия по созданию нормативных актов, имеющих силу закона, по определенному вопросу, а также это агентство должно расценивать собственные действия как имеющие силу закона¹⁹⁵. Если любое из этих требований не выполняется, то прецедент дела *Chevron* неприменим и суд должен выполнить независимый анализ нормативного акта¹⁹⁶. Такой анализ будет значительно отличаться от лояльного подхода в деле *Chevron* и может лишить агентство желаемых полномочий¹⁹⁷.

В деле *King v. Burwell* Верховный суд применил доктрину «основных вопросов» на нулевом этапе в ситуации дела *Chevron*, постановив, что Конгресс не имел намерений предоставлять агентству полномочий по созданию нормативных актов, имеющих силу закона¹⁹⁸. Дело *King* касалось положения Закона о защите пациентов и доступном медицинском обслуживании¹⁹⁹, согласно которому штаты обязаны создавать биржи услуг медицинского страхования, через которые малообеспеченные жители могли бы получать налоговую субсидию за медицинские страховки²⁰⁰. В качестве двусмысленности этого положения *Internal Revenue Service (IRS)* указала, что получение налоговых субсидий было возможно при покупке медицинской страховки как на федеральной бирже, так и на бирже штата²⁰¹. Признав это положение двусмысленным, Суд, тем не менее, отказался применять поправки в духе дела *Chevron* к интерпретации *IRS* и вынес решение на нулевом этапе²⁰². Поскольку положение о налоговой субсидии было ключевым в Законе о доступном медицинском обслуживании и приводило к выплате миллиардов долларов ежегодно, Суд назвал это положение вопросом «большой экономической и политической важности»²⁰³. Учитывая важность данного положения, Суд отметил, что если Конгресс хотел передать агентству полномочия по решению этого вопроса, то «он, несомненно, сделал бы это в явной форме»²⁰⁴.

Хотя Суд в конечном итоге согласился с интерпретацией *IRS* данной нормы, дело *King* явило значительное изменение в применении доктрины «основных вопросов»²⁰⁵. В отличие от предыдущих дел, затрагивавших основные вопросы, в которых Верховный суд использовал эту доктрину как «мягкий... направляющий фак-

¹⁸⁹ См., например, *Util. Air Regul. Grp. v. EPA*, 573 U.S. 302 (2014).

¹⁹⁰ 573 U.S. 302 (2014).

¹⁹¹ Там же, at 310, 324; см. также (Doatan, 2019) (второй этап анализа по делу *Chevron* описывается как крайне лояльный стандарт обоснованности).

¹⁹² См. (Sunstein, 2001).

¹⁹³ 533 U.S. 218 (2001).

¹⁹⁴ См. в целом (Sunstein, 2006) (дело *Mead* обсуждается как клаузула к делу *Chevron*).

¹⁹⁵ См. *Mead Corp.*, 533 U.S. at 226-27.

¹⁹⁶ См. (Sunstein, 2006, p. 194).

¹⁹⁷ См. ниже Разделы I.B.3, II.A.

¹⁹⁸ См. *King v. Burwell*, 576 U.S. 473, 492 (2015).

¹⁹⁹ Pub. L. No. 111-148, 124 Stat. 119 (2018) (кодифицировано с поправками в различных разделах U.S.C.).

²⁰⁰ *King*, 576 U.S. at 479.

²⁰¹ См. там же, at 484-85.

²⁰² См. там же, at 492.

²⁰³ Там же, at 486 (цитируется *Util. Air Reg. Grp. v. EPA*, 573 U.S. 302, 324 (2014)).

²⁰⁴ См. там же.

²⁰⁵ (Coenen & Davis, 2017, p. 795).

тор» для интерпретации нормативного акта, в деле *King* Суд непосредственно применил доктрину в качестве «жесткого, недвусмысленного условия», чтобы избежать ситуации в духе *Chevron*²⁰⁶. Вместо того чтобы поддержать интерпретацию агентства, Суд потребовал непосредственно передать этому агентству полномочия, поскольку двусмысленность приводила к возникновению «основного вопроса»²⁰⁷. Для обеспечения лояльного подхода Суд продолжил использовать доктрину «основных вопросов» на нулевом этапе.

В недавнем деле *Alabama Ass'n of Realtors v. Department of Health and Human Services*²⁰⁸ Верховный суд отменил общенациональный мораторий на выселение, наложенный Центром по контролю и профилактике заболеваний (*Centers for Disease Control and Prevention, CDC*). Суд отметил, что поскольку мораторий должен был затронуть 80 % населения и, по-видимому, не имел никаких ограничений, то являлся вопросом «большой экономической и политической важности» и требовал «огромного объема полномочий»²⁰⁹. Суд отметил спорность связи между прекращением выселений и предотвращением распространения заболеваний, а также относительную незначительность норм, устанавливавшихся Центром ранее, и постановил, что *CDC* не имел полномочий накладывать мораторий на выселение; при этом не было упомянуто ни дело *Chevron*, ни понятие лояльности²¹⁰. Таким образом, Суд прояснил, что претензия на не предусмотренную законодательством явно неограниченную власть, затрагивающую широкие слои населения, задействует доктрину «основных вопросов»²¹¹.

Подобный подход Суд использовал и в деле *National Federation of Independent Business v. OSHA*²¹² (*NFIB*). Рассматривая требование обязательной вакцинации, выдвинутое Управлением по безопасности и охране здоровья на производстве (*Occupational Safety and Health Administration, OSHA*), Суд постановил, что, поскольку такое требование является «значительным вмешательством в жизнь и здоровье огромного числа сотрудников»²¹³, он представляет собой вопрос «большой экономической и политической важности»²¹⁴. Суд потребовал непосредственной авторизации требования обязательной вакцинации²¹⁵ и решил, что Закон об охране труда и технике безопасности от 1970 г.²¹⁶ дает Управлению полномочия «устанавливать стандарты безопасности на рабочем месте, но не меры по охране общественного здоровья»²¹⁷. Таким образом, Управление не имело права устанавливать требование обязательной вакцинации²¹⁸. Суд постановил, что такой неоднозначный вопрос, как требование обязательной вакцинации, затрагивающее миллионы работников, – это достаточная причина задействовать доктрину «основных вопросов»²¹⁹.

3. Дело *West Virginia v. EPA* и дело *Chevron*

Учитывая более ранние дела, указывающие на стремление Верховного суда ограничить власть агентств, дело *West Virginia* стало логическим развитием канона «основных вопросов». И все же взаимосвязь доктрины «основных вопросов» с делом *Chevron* остается неясной. Подтвердив значение доктрины «основных вопросов», Суд усилил позиции тех, кто выступает против полномочий Комиссии по ценным бумагам и биржам регулировать криптоактивы²²⁰.

²⁰⁶ См. там же.

²⁰⁷ См. там же, at 796.

²⁰⁸ 141 S. Ct. 2485 (2021) (решение суда).

²⁰⁹ Там же, at 2489 (цитируется *Util. Air Regul. Grp. v. EPA*, 573 U.S. 302, 324 (2014)).

²¹⁰ См. там же («Раздел [264(a)] является слишком тонким основанием для таких важных полномочий»); см. также 42 U.S.C. § 264(a) (дает полномочия *CDC* «создавать и осуществлять такое регулирование, которое, по [его] мнению, необходимо для предотвращения... распространения заразных болезней»).

²¹¹ См. *Ala. Ass'n of Realtors*, 141 S. Ct. at 2489.

²¹² 142 S. Ct. 661 (2022) (решение суда).

²¹³ Там же, at 665.

²¹⁴ Там же (цитируется *Ala. Ass'n of Realtors v. Dep't of Health & Hum. Servs.*, 141 S. Ct. 2485, 2489 (2021) (решение суда)).

²¹⁵ См. там же.

²¹⁶ Pub. L. No. 91-596, 84 Stat. 1590 (кодифицировано с поправками в различных разделах U.S.C.).

²¹⁷ 29 U.S.C. § 652(8) (акт дает *OSHA* полномочия выпускать стандарты рабочего места, «разумно необходимые или подходящие для обеспечения безопасности и сохранения здоровья в рамках трудовой деятельности»); *Nat'l Fed'n of Indep. Bus.*, 142 S. Ct. at 665.

²¹⁸ См. там же.

²¹⁹ См. *West Virginia v. EPA*, 142 S. Ct. 2587, 2620 (2022) (мнение Gorsuch, J., совпадающее с мнением большинства).

²²⁰ См. ниже Раздел II.A.

В деле *West Virginia* изучался вопрос, следовало ли из полномочий *EPA* задавать стандарты выбросов, определяя «наилучшую систему для сокращения выбросов», то, что *EPA* может задействовать план «Чистая энергия» (*Clean Power Plan*), который задавал строгие стандарты выбросов и должен был вынудить все существующие угольные электростанции изменить формат работы²²¹. Суд постановил, что «ранее мало использовавшийся» раздел 111(d) Закона о чистом воздухе²²² не является «четко одобренным Конгрессом обоснованием» для плана «Чистая энергия» от *EPA*²²³. Поскольку план «Чистая энергия» должен был вызвать беспрецедентные изменения в энергоснабжении страны путем «заполнения пробела» в Законе о чистом воздухе²²⁴, Верховный суд постановил, что *EPA* превысил свои законные полномочия; тем самым была впервые непосредственно применена доктрина «основных вопросов»²²⁵.

Как отмечают комментаторы, после дела *West Virginia* доктрина «основных вопросов» «фактически поглотила правило» лояльности к расширению полномочий агентств²²⁶. Судья Gorsuch подчеркивал важность доктрины «основных вопросов», описывая ее как четкую норму, а не просто подход к проблеме двусмысленности²²⁷. Более того, большинство судей продолжают возникшую тенденцию не ссылаться на дело *Chevron* и не упоминать о «лояльности»²²⁸. Хотя Верховный суд в деле *West Virginia* снизил значение доктрины «основных вопросов»²²⁹, интерес вызывает расширение возможностей для отмены установленного принципа административного права²³⁰. Усиление доктрины «основных вопросов» создает трудности для административных органов, которые стремятся расширить свою регуляторную юрисдикцию в направлении новейших достижений в соответствующих отраслях²³¹.

Итак, доктрина «основных вопросов» становится «предвестником конца» для регуляторных возможностей агентств²³², однако по-прежнему неясно, что именно служит основанием для ее применения. Изначально Верховный суд рассматривал дела с ее участием как «экстраординарные»²³³, однако в деле *West Virginia* назвал «неоднократно возникающей проблемой» попытки агентств взять на себя полномочия, превышающие те, что предоставлены Конгрессом²³⁴. Это может свидетельствовать о том, что доктрина будет применяться гораздо шире²³⁵. По-видимому, Верховный суд интерпретирует «широкие полномочия» как способность регулировать вопросы «большой экономической и политической важности»²³⁶. Судья Gorsuch отметил в деле *West Virginia*, что вопрос экономической значимости возникает, когда агентство стремится регулировать крупный сектор экономики Америки или «требует потратить миллиарды долларов в интересах частных лиц или предприятий»²³⁷. Значительное «вмешательство в жизнь... огромного числа сотрудников» также может быть

²²¹ См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2599-600, 2603; см. также Carbon Pollution Emission Guidelines for Existing Stationary Sources: Electric Utility Generating Units, 80 Fed. Reg. 64662, 64731 (Oct. 23, 2015) (будет кодифицировано в 40 C.F.R. pt. 60) (обсуждаются последствия плана «Чистая энергия» для действующих угольных электростанций).

²²² 42 U.S.C. §§ 7401-7671q.

²²³ *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2613, 2614 (цитируется *Util. Air Regul. Grp. v. EPA*, 573 U.S. 302, 324 (2014)).

²²⁴ См. там же, at 2610-11.

²²⁵ См. там же, at 2610; (Engstrom & Priddy, 2022).

²²⁶ (Johnson et al., 2022); см. также (Coenen & Davis, 2017, pp. 792-793) (доктрина «основных вопросов» обсуждается в качестве возможного средства ограничения полномочий агентств в духе *Chevron* в начале дела *King v. Burwell*).

²²⁷ См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2620 n. 3 (мнение Gorsuch, J., совпадающее с мнением большинства).

²²⁸ См. (Richardson, 2022, p. 177).

²²⁹ См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2609-10.

²³⁰ См. (Johnson et al., 2022).

²³¹ См. ниже Раздел II.A.

²³² См. *Util. Air Regul. Grp. v. EPA*, 573 U.S. 302, 324 (2014) (выдвигается требование «недвусмысленного одобрения Конгресса» для вынесения агентством решения по вопросу большой экономической и политической важности).

²³³ *FDA v. Brown & Williamson Tobacco Corp.*, 529 U.S. 120, 159-160 (2000).

²³⁴ *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2609.

²³⁵ См. (Johnson et al., 2022).

²³⁶ См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2609; см. также *King v. Burwell*, 576 U.S. 473, 486 (2015) (цитируется *Util. Air Regul. Grp. v. EPA*, 573 U.S. 302, 324 (2014)).

²³⁷ *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2621 (мнение Gorsuch, J., совпадающее с мнением большинства) (цитируется *King v. Burwell*, 576 U.S. 473, 485 (2015)); см. также *Ala. Ass'n of Realtors v. Dep't Health & Hum. Servs.*, 141 S. Ct. 2485, 2489 (2021) (определено, что мораторий на выселение являлся вопросом большой экономической важности, поскольку Конгресс выделил на него 50 млрд долл.).

экономически значимым²³⁸. Далее судья Gorsuch отметил, что вопрос политической значимости возникает, когда в законодательных органах разворачиваются серьезные дебаты по данной проблеме²³⁹.

Кроме того, большинство дел с участием доктрины «основных вопросов» возникает, «когда агентство заявляет о наличии регуляторных полномочий на основании давно принятого закона»²⁴⁰. Однако в иных случаях претензии агентств на полномочия не являются настолько экстраординарными или новыми²⁴¹: так, в деле *West Virginia* Суд назвал дело *EPA* и претензию *OSHA* на полномочия в деле *NFIB* «мнимыми»²⁴². Суд также рассматривал более ранние толкования соответствующих формулировок законов агентствами²⁴³.

Говоря упрощенно, большинство аспектов «основных вопросов» касается того, что именно агентство пытается регулировать (вопросы большой экономической и политической важности) и как оно пытается это делать (расширить свои полномочия). Верховный суд не одобряет претензий на расширение полномочий и использование давно или никогда не применявшихся положений законов²⁴⁴. Если агентство заявляет о своих новых полномочиях относительно достаточно важного экономического или политического вопроса, то Суд, скорее всего, вынесет решение против расширения полномочий в духе *Chevron* и потребует четко выраженного одобрения со стороны Конгресса²⁴⁵.

Критерии применения Верховным судом доктрины «основных вопросов» не определены, однако ясно, что Суд все более скептически относится к претензиям агентств на расширение полномочий²⁴⁶. В связи с этим позиция Комиссии по ценным бумагам и биржам, что большинство криптоактивов являются ценными бумагами, может привести к применению Верховным судом доктрины «основных вопросов»²⁴⁷.

II. Регулирование криптоактивов как один из основных вопросов

В данном разделе мы рассмотрим, как доктрина «основных вопросов» в ее нынешнем виде может быть применена к регулированию криптоактивов со стороны Комиссии по ценным бумагам и биржам. В Разделе II.A представлен анализ доктрины «основных вопросов» в деле *Ripple Labs*, рассмотрены история и последствия того, что Комиссия по ценным бумагам и биржам считает криптоактивы инвестиционными контрактами, и приводится сравнение дела *Ripple Labs* с другими делами, затрагивающими доктрину «основных вопросов». Далее в Разделе II.B исследуется, определяет ли решение по делу *Ripple Labs* (задействующее доктрину «основных вопросов») роль Комиссии в регулировании криптоактивов. Для этого мы рассмотрим, остались ли полномочия Комиссии после этого решения приблизительно теми же или стали существенно меньше.

A. Регулирование криптоактивов со стороны SEC как один из основных вопросов

Применение Комиссией по ценным бумагам и биржам критерия Хауи к *XRP* или подобным криптоактивам могло бы привести к задействованию доктрины «основных вопросов», если бы Верховный суд рассматривал такое дело, как *Ripple Labs*. Такие криптоактивы, как *XRP*, имеют мало сходных черт с другими инвестицион-

²³⁸ См. *Nat'l Fed'n of Indep. Bus. v. OSHA*, 142 S. Ct. 661, 665 (2022). Как и в случае Закона о доступном медицинском обслуживании, обязательная вакцинация, несомненно, является вопросом большой политической важности; это еще раз доказывает, что применение доктрины «основных вопросов» может быть связано с вопросами большой экономической или политической важности.

²³⁹ См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2620–21.

²⁴⁰ *Util. Air Regul. Grp. v. EPA*, 573 U.S. 302, 324 (2014).

²⁴¹ См. там же.

²⁴² См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2609. Но см. (Coenen & Davis, 2017, pp. 791–96) (обсуждается дело *King v. Burwell* как первый пример использования доктрины «основных вопросов» в отсутствие претензий агентства на расширение полномочий).

²⁴³ См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2613 («Последнее, где можно было ожидать найти основания [полномочий для осуществления плана «Чистая энергия»], – это ранее почти не использовавшиеся положения раздела 111(d)»); см. также там же, at 2593–94 (цитируется *Carbon Pollution Emission Guidelines for Existing Stationary Sources*, 80 Fed. Reg. 64662, 64667 (2015, Oct. 23)) (обсуждается более раннее толкование раздела 111(d) со стороны EPA как не дающее полномочий для осуществления плана «Чистая энергия»).

²⁴⁴ См., например, *Util. Air Regul. Grp.*, 573 U.S. at 324.

²⁴⁵ См. (Richardson, 2022, p. 187).

²⁴⁶ См. выше Разделы I.B.1–3.

²⁴⁷ См. ниже Раздел II.A.

ными контрактами, которые регулирует Комиссия по ценным бумагам и биржам²⁴⁸. Расширенное толкование Комиссией термина «инвестиционный контракт» похоже на толкования других агентств, которые выносили проблему доктрины «основных вопросов» в суд²⁴⁹. Наконец, то, как Комиссия интерпретирует термин «инвестиционный контракт», позволяет ей регулировать огромное большинство криптоактивов и транзакций, что, вероятно, придает этому вопросу большую экономическую и политическую важность, тем самым относя его к юрисдикции Верховного суда²⁵⁰.

1. Использование понятия «инвестиционный контракт» Комиссией по ценным бумагам и биржам

В соответствии со своим подходом в деле *West Virginia* Верховный суд прежде всего должен изучить «историю и широту полномочий», о которых заявляет агентство²⁵¹. Суд должен задать вопрос, «обнаружило ли агентство в каком-либо давно принятом законе положения, позволяющие кардинально расширить [его] регуляторные полномочия»²⁵². Когда критерий Хауи был расширен таким образом, чтобы признать *XRP* и другие криптовалюты инвестиционными контрактами, Суду пришлось вынести решение, что Комиссия по ценным бумагам и биржам распространила свою юрисдикцию до пределов, не предусмотренных Конгрессом.

В деле Хауи Верховный суд установил, что термин «инвестиционный контракт» изначально должен был быть «гибким» и «позволять адаптироваться к бесчисленным разнообразным схемам, которые могли придумать желающие использовать чужие деньги, обещая им прибыль», что дало бы инвесторам необходимые инструменты для принятия информированных решений²⁵³. Как и фондовые акции и другие ценные бумаги, инвестиционный контракт представляет собой законную долю в предприятии с обещанием от предпринимателя или управляющего увеличить ценность юридических прав²⁵⁴. Однако в отличие от товарно-производственных запасов, облигаций или эквивалента ценных бумаг, которые представляют права всех сторон в виде конкретного документа²⁵⁵, инвестиционный контракт – это обобщающий термин, учитывающий все факты и обстоятельства конкретной транзакции для решения вопроса о том, является ли данное соглашение ценной бумагой²⁵⁶.

Применение критерия Хауи – это противоречивый момент в деле *Ripple Labs*²⁵⁷. Сотни компаний используют токен *XRP* и его открытый блокчейн, реестр *XRP Ledger*, для облегчения трансграничных платежей и транзакций с иностранной валютой²⁵⁸. Хотя компания *Ripple* не создавала и не владеет реестром *XRP Ledger*, она использует его в своих продуктах, получила более миллиарда долларов от продажи *XRP* и публично обсуждает свои планы по дальнейшему использованию *XRP* в своих продуктах²⁵⁹. По мнению Комиссии по ценным бумагам и биржам, *XRP* – это незарегистрированный инвестиционный контракт²⁶⁰, но компания *Ripple* и комментаторы утверждают, что Комиссия некорректно применяет критерий Хауи к токenu *XRP*²⁶¹.

²⁴⁸ См. ниже Раздел II.A.1.

²⁴⁹ См. ниже Разделы II.A.2-3.

²⁵⁰ См. ниже Раздел II.A.

²⁵¹ *West Virginia v. EPA*, 142 S. Ct. 2587, 2608 (2022) (цитируется *FDA v. Brown & Williamson Tobacco Corp.*, 529 U.S. 120, 159-60 (2000)).

²⁵² Там же, at 2610 (цитируется *Util. Air Regul. Grp. v. EPA*, 573 U.S. 302, 324 (2014)).

²⁵³ См. Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Support of Its Motion for Summary Judgment at 5, *SEC v. Ripple Labs*, No. 20-cv-10832 (S.D.N.Y. Sept. 17, 2022), ECF No. 640 (цитируется *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 299 (1946)).

²⁵⁴ См. (Giancarlo & Bahlke, 2020); (Hinman, 2018).

²⁵⁵ См., например, *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 343 (1967); (Cohen et al., 2022, pp. 38–39).

²⁵⁶ (Cohen et al., 2022, pp. 39–42, 56). Например, в деле *Howey*, компания *W.J. Howey Co.* не подавала ни акционерный капитал, ни облигации, но ее обещания обрабатывать участок земли в совокупности с продажей земли и выплатой дивидендов были расценены как предложения ценных бумаг. См. *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 299 (1946).

²⁵⁷ См. в целом (Shapiro, 2021).

²⁵⁸ См. Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 53, at 6–9.

²⁵⁹ См. (Giancarlo & Bahlke, 2020); см. также Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Support of Its Motion for Summary Judgment, выше прим. 253, at 16–18.

²⁶⁰ См. Complaint, выше прим. 85, at 34.

²⁶¹ См. Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 60, at 13–28; (Giancarlo & Bahlke, 2020; Cohen et al., 2022, pp. 68–71).

Компания *Ripple* заявляет, что дела с использованием «законов голубого неба»²⁶², в которых давалось толкование термина «инвестиционный контракт», и дела, рассматривавшиеся после принятия критерия Хауи, имеют три фактических сходства. В каждом из этих дел фигурировали (1) контрактные взаимоотношения²⁶³, которые (2) налагали послепродажные обязательства на эмитента ценной бумаги в пользу инвестора²⁶⁴ и (3) давали инвестору право на прибыли, генерируемые эмитентом²⁶⁵. Например, в деле *Howey* инвесторы отдавали свои деньги в обмен на право получать «размещение чистой прибыли» от усилий компании *Howey* по выращиванию и продаже апельсиновой роши²⁶⁶. Изучив все факты, включая продажу земли, контракт на обслуживание и обеспечения компании, Суд постановил, что данное соглашение являлось инвестиционным контрактом с компанией *Howey*, который гарантировал защиту со стороны Комиссии по ценным бумагам и биржам²⁶⁷.

Дела о первичном размещении монет демонстрируют гибкость критерия Хауи. Так, дела *SEC v. Kik Interactive, Inc.*²⁶⁸ и *SEC v. Telegram Group Inc.*²⁶⁹ включали операции по сбору средств, в ходе которых продавцы токенов вступали в соглашения с целью получения средств инвесторов через предложение ценных бумаг, не подлежащих регистрации; это позволяло продавцу продать неограниченное количество ценных бумаг аккредитованным инвесторам²⁷⁰. Взамен инвесторы получали право покупать токены продавца со скидкой в будущем, когда продавец завершит создание блокчейна²⁷¹. В обоих случаях суд постановил, что мнимое предложение ценных бумаг, не подлежащих регистрации, являлось тем же распространением токенов, т. е. предложением ценных бумаг, подлежащих регистрации, в отличие от истинного предложения ценных бумаг, не подлежащих регистрации, за которым немедленно следует продажа товара²⁷². Ни один из судов не внес решение, что токены в этих транзакциях были инвестиционными контрактами²⁷³, однако все факты соглашений в совокупности составляют инвестиционный контракт²⁷⁴. В отличие от токена *DAO*, который, вероятно, представлял собой исключительно право владельца на долю прибыли компании *DAO* от деятельности компании *Slock.it* и ее кураторов²⁷⁵, токены *Telegram* и *Kik* предоставляли право доступа к блокчейну и обладали полноценным свойством потребительского использования²⁷⁶. Однако то, как предлагались и продавались эти

²⁶² «Законы голубого неба» – это законодательство о выпуске и обращении ценных бумаг, предшествующее принятию Закона о ценных бумагах 1933 г. Этот закон был во многом основан на «законах голубого неба» и использовал похожие формулировки, например, «инвестиционный контракт». См. *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 298 (1946). В деле *Howey* Верховный суд изучал дела с использованием «законов голубого неба» для толкования термина «инвестиционный контракт», а Комиссия по ценным бумагам и биржам опиралась на такие дела для толкования элементов критерия Хауи. См. в целом там же. См. Brief for the Securities and Exchange Commission at 18, *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389 (2004) (No. 02-1196), 2003 WL 21498455 (Комиссия по ценным бумагам и биржам призвала Верховный суд опираться на дела с использованием «законов голубого неба», в которых не проводилось различия между фиксированной и переменной отдачей от инвестиционного контракта).

²⁶³ См. Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 53, at 18–19; (Cohen et al. 2022, p. 52).

²⁶⁴ Ср. *People v. White*, 12 P.2d 1078, 1079, 1081 (Cal. Ct. App. 1932) (установлено наличие инвестиционного контракта в случае, когда продавец имел контрактное обязательство перепродать залоговое имущество и вернуть прибыль инвесторам), с *Hanneman v. Gratz*, 211 N.W. 961, 963 (Minn. 1927) (установлено отсутствие инвестиционного контракта в случае, когда покупатель купил права на акции на аренду нефтяного месторождения без каких-либо послепродажных обязательств со стороны продавца). См. в целом Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 60, at 13–23 (утверждается, что все дела с использованием «законов голубого неба» до дела *Howey* обладали одинаковыми «основными признаками» инвестиционного контракта).

²⁶⁵ См. Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 60, at 21; (Cohen et al., 2022, pp. 63–64).

²⁶⁶ См. *W.J. Howey Co.*, 328 U.S. at 295–96; Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 60, at 21–22.

²⁶⁷ См. *W.J. Howey Co.*, 328 U.S. at 298.

²⁶⁸ 492 F. Supp. 3d 169 (S.D.N.Y. 2020).

²⁶⁹ 448 F. Supp. 3d 352 (S.D.N.Y. 2020).

²⁷⁰ См. 17 C.F.R. § 230.506 (2023); см. также (Cohen et al., 2022, pp. 77–81).

²⁷¹ См. *Kik Interactive, Inc.*, 492 F. Supp. 3d at 181–82; *Telegram Grp. Inc.*, 448 F. Supp. 3d at 367.

²⁷² См. *KikInteractive, Inc.*, 492 F. Supp. 3d at 180; *Telegram Grp. Inc.*, 448 F. Supp. 3d at 367.

²⁷³ См. *Telegram Grp. Inc.*, 448 F. Supp. 3d at 358; *Kik Interactive, Inc.*, 492 F. Supp. 3d at 182–83.

²⁷⁴ См. *Telegram Grp. Inc.*, 448 F. Supp. 3d at 367; *Kik Interactive, Inc.*, 492 F. Supp. 3d at 182–83.

²⁷⁵ См. *The DAO*, Exchange Act Release No. 81,207, 117 SEC Docket 745, 750–53 (2017, July 25); (Nesler, 2019).

²⁷⁶ См. (Nesler, 2019) (обсуждаются различия между криптоактивами для потребительского использования и теми, которые используются исключительно с инвестиционными целями).

токены – часто большими партиями в крупные инвестиционные венчурные фонды, – показывает, что покупатели ожидали финансовой выгоды от их перепродажи, а это могло произойти только после завершения создания блокчейна эмитентом токена²⁷⁷. Таким образом, если базовый актив соглашения не предполагает законных взаимоотношений с эмитентом, то анализ критерия Хауи должен включать все факты конкретной транзакции в совокупности – в данном случае целиком все предложение криптоактива, – чтобы понять, существует ли инвестиционный контракт²⁷⁸. Тем самым любая транзакция, независимо от ее предмета, может быть инвестиционным контрактом с соответствующими правами и обязанностями сторон²⁷⁹.

Однако, как утверждают комментаторы, при всей своей гибкости критерий Хауи не позволяет трансформировать актив в инвестиционном контракте в ценную бумагу²⁸⁰. Например, если корпорация Хауи хочет продать апельсины в овощной лавке, то эта лавка не обязана быть зарегистрированным брокером, чтобы купить эти апельсины²⁸¹. Если не осуществлялась передача прибылей и конкретная первоначальная транзакция не была связана с какими-либо обещаниями, то суды не расценивают последующие транзакции, не включающие первоначального продавца, как инвестиционные контракты²⁸². На том основании, что вторичные покупатели криптоактивов не знакомы с фактами и обстоятельствами первоначального предложения и большинство криптоактивов не предоставляют прав, обычно предоставляемых ценными бумагами, комментаторы утверждают, что вторичные транзакции с большинством криптоактивов не являются сделками с ценными бумагами²⁸³.

Компания *Ripple* и комментаторы утверждают, что токен *XRP* сам по себе не может пройти тест Хауи²⁸⁴. В отличие от фондовых акций и других ценных бумаг владение *XRP* не создает владения долями в *Ripple Labs*²⁸⁵. Как и в случае биткойна и эфира, владение *XRP* лишь подтверждает право доступа и использования блокчейна, которое не гарантирует компания *Ripple Labs*²⁸⁶. Эта компания не является владельцем реестра *XRP Ledger*, и *XRP Ledger* продолжит функционировать, если *Ripple Labs* прекратит свое участие в *XRP*²⁸⁷. *Ripple* не имеет никакой служебной информации об *XRP* и реестре *XRP Ledger*, на которую могло бы повлиять раскрытие информации, которого требует Комиссия по ценным бумагам и биржам²⁸⁸. В отличие от токенов *DAO*, которые, как считается, представляют собой эквивалент ценных бумаг, как товарно-производственные запасы или облигации, *XRP* имеет существенное обеспечение в качестве межсистемной валюты²⁸⁹. При таком понимании анализ критерия Хауи в деле *Ripple Labs* должен фокусироваться не на самом *XRP*, а на том, подтверждают ли факты и обстоятельства каждой продажи токенов *XRP* компанией *Ripple*, что покупатель купил *XRP* с разумным ожиданием прибыли от деятельности компании *Ripple*²⁹⁰.

Однако Комиссия по ценным бумагам и биржам занимает гораздо более расширенную позицию. Первоначально она утверждала, что *XRP* сам по себе является инвестиционным контрактом с компанией *Ripple Labs*²⁹¹. Позднее она пояснила, что токен *XRP* является «воплощением фактов, обстоятельств, обещаний и ожиданий» от первоначальной продажи *XRP*, а значит, представляет собой ценную бумагу²⁹². Комиссия заявляет, что термин «инвестиционный контракт» достаточно широк, чтобы включать в себя любые «[продажи] цифровых активов

²⁷⁷ Telegram Grp. Inc., 448 F. Supp. 3d at 367, 374–75.

²⁷⁸ См. (Cohen et al., 2022, pp. 64–65).

²⁷⁹ См. там же, at 68–69.

²⁸⁰ См. там же, at 57–58; Brief of Amicus Curiae the Chamber of Digital Commerce at 5, SEC v. Ripple Labs, Inc., No. 20-cv-10832 (S.D.N.Y. Sept. 21, 2022), ECF No. 649.

²⁸¹ См. (Van Valkenburgh, 2018).

²⁸² См. Hocking v. Dubois, 885 F.2d 1449, 1460–62 (9th Cir. 1989) (пленарное заседание); (Cohen et al., 2022, pp. 57–58).

²⁸³ См. (Cohen et al., 2022, pp. 68–70; Cecere, 2021).

²⁸⁴ См. Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 53, at 13–28; (Giancarlo & Bahlke, 2020).

²⁸⁵ См. (Giancarlo & Bahlke, 2020).

²⁸⁶ См. там же; (Van Valkenburgh, 2018).

²⁸⁷ См. (Giancarlo & Bahlke, 2020).

²⁸⁸ См. там же.

²⁸⁹ См. там же; (Nesler, 2019).

²⁹⁰ См. (Cohen et al., 2022, p. 86).

²⁹¹ Complaint, выше прим. 85, at 34.

²⁹² Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Opposition to Motion to Intervene at 24, SEC v. Ripple Labs, Inc., No. 20-cv-10832 (S.D.N.Y. May 3, 2021), ECF No. 153. В рамках данной теории, хотя криптоактивы могут и не иметь статуса ценных бумаг, однако токены рассматриваются как ценные бумаги. См. (Cohen et al., 2022, p. 90).

с целью публичного сбора средств» для «коммерческого предприятия»²⁹³. По утверждению Комиссии, путем передачи средств в размере более миллиарда долларов от продажи *XRP* на развитие *Ripple Labs*, сохранение *XRP*, рекламу использования *XRP* в будущих продуктах компании, создание новых способов использования реестра *XRP Ledger* держатели *XRP* инвестируют деньги в обычное предприятие и имеют разумные ожидания прибыли, основанной на деятельности *Ripple*²⁹⁴. Комиссия приравнивает ранние продажи *XRP* к продажам *ICO*, учитывая спекулятивную природу *XRP*, право собственности компании *Ripple* на токены *XRP* и ее участие в развитии реестра *XRP Ledger*, а также минимальную обеспеченность *XRP* в момент создания²⁹⁵.

Самые непреклонные критики Комиссии по ценным бумагам и биржам поддерживают мнение, что первые продажи *XRP* компанией *Ripple* представляли собой инвестиционный контракт²⁹⁶. По утверждению Комиссии, *XRP* вряд ли получила бы развитие в качестве межсистемной валюты или средства платежа без поддержки *Ripple*²⁹⁷. Компания *Ripple* играла основополагающую роль в создании методов использования реестра *XRP Ledger* и ликвидного вторичного рынка для пользователей, спекулирующих на стоимости *XRP*²⁹⁸. Компания *Ripple* использовала средства от продажи *XRP* на создание новых способов использования реестра *XRP Ledger* и рекламировала свои усилия по созданию полезности и ценности реестра *XRP Ledger* и *XRP*, и это сильный аргумент в пользу того, что ранние контракты *Ripple* на продажу *XRP* являлись, по сути, инвестициями средств в компанию *Ripple*, создававшими разумное ожидание прибыли от ее деятельности²⁹⁹. Даже если в контрактах *Ripple* открыто заявлялось об отсутствии каких-либо послепродажных обязательств по созданию ценности³⁰⁰, экономическая реальность такова, что эти ранние контракты имели все «существенные компоненты» инвестиционного контракта, учитывая пристальный контроль компанией поставок *XRP* и публичных заверений и мер по созданию полезности и ценности реестра *XRP Ledger* и *XRP* на раннем этапе³⁰¹.

Если бы Комиссия по ценным бумагам и биржам ограничила свои доводы против компании *Ripple* лишь ранними продажами *XRP*, то ситуация совпала бы с судебными решениями по делам с первичным размещением монет. Хотя реестр *XRP Ledger* был запущен в 2012 г.³⁰², компания увеличила стоимость *XRP* в послепродажном периоде с помощью поддержки вторичного рынка и создания дополнительных методов использования реестра³⁰³. Как и в случае с *Telegram Group Inc.*, когда ранние покупатели ожидали прибыли исключительно от возможностей компании *Telegram* построить свой блокчейн³⁰⁴, так же и ранние покупатели *XRP* ожидали прибыли от существенных усилий компании *Ripple* по расширению реестра *XRP Ledger*³⁰⁵. Комиссия по ценным бумагам и биржам могла бы заявить, что суд должен распространить решение по делам с первичным размещением монет на дело *Ripple Labs*; тогда новый токен должен был бы иметь функционирующую и в достаточной степени децентрализованную сеть, чтобы к нему не применялись требования Комиссии о раскрытии информации³⁰⁶. Бывший директор Комиссии Уильям Х. Хинман ссылаясь на эту позицию при

²⁹³ См. Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Support of Its Motion for Summary Judgment, выше прим. 253, at 6; см. также там же, at 47 (цитируется SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 300 (1946)).

²⁹⁴ См. там же, 2-3.

²⁹⁵ См. там же, 3; см. также Complaint, выше прим. 85, at 1, 34-37.

²⁹⁶ См. Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Support of Its Motion for Summary Judgment, выше прим. 253, at 2-3; см. также Memorandum in Support of Writ of Mandamus, выше прим. 122, at 37-38.

²⁹⁷ См. Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Support of Its Motion for Summary Judgment, выше прим. 253, at 10.

²⁹⁸ См. там же, at 2-3.

²⁹⁹ См. там же, at 2-3, 26.

³⁰⁰ См. Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 53, at 31.

³⁰¹ Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Support of Its Motion for Summary Judgment, выше прим. 253, at 2-3.

³⁰² См. (Giancarlo & Bahlke, 2020).

³⁰³ См. Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Support of Its Motion for Summary Judgment, выше прим. 253, at 55, 59.

³⁰⁴ См. SEC v. Telegram Grp. Inc., 448 F. Supp. 3d. 352, 368 (S.D.N.Y. 2020).

³⁰⁵ См. Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Support of Its Motion for Summary Judgment, выше прим. 253, at 2-3, 26.

³⁰⁶ См. Munchie Inc., Securities Act Release No. 10445, 118 SEC Docket 975, 979-80 (Dec. 11, 2017). Но см. (Peirce, 2020) (утверждается, что требование о наличии функционирующего децентрализованного блокчейна до распространения токена создает «уловку 22 в рамках закона»).

обсуждении Фонда Эфириум и первичного размещения монет эфира, после чего заявил, что эфир не является ценной бумагой³⁰⁷. Однако вместо этого Комиссия заняла другую позицию, а именно, что базовый актив предложения (в данном случае *XRP*) является инвестиционным контрактом³⁰⁸. Из этого следует, что само по себе владение *XRP* – приобретен ли он у компании *Ripple*, на бирже или у третьей стороны – является инвестиционным контрактом с *Ripple*³⁰⁹.

2. Влияние интерпретации понятия «инвестиционный контракт» Комиссией по ценным бумагам и биржам на использование доктрины «основных вопросов»

То, как Комиссия по ценным бумагам и биржам интерпретирует понятие «инвестиционный контракт», напоминает толкования агентств, которые Верховный суд изучал в делах с использованием доктрины «основных вопросов». В качестве примера претензий агентства на расширение полномочий можно привести ситуацию с компанией *Brown & Williamson Tobacco Corp.*, когда Управление США по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов изменило свой подход и заявило о распространении полномочий на регулирование никотиновых изделий как «медикаментов и устройств»³¹⁰; до этого Комиссия не признавала базовый актив в качестве инвестиционного контракта, пока не начались судебные иски против криптоактивов³¹¹. Как отмечают комментаторы, Комиссии никогда не удавалось применить критерий Хауи к первоначальному предложению, а затем к вторичным транзакциям, т. е. доказать, что базовый актив «является воплощением фактов, обстоятельств, обещаний и ожиданий» оригинального предложения базового актива³¹². Комиссия настаивала на таком подходе к криптоактивам³¹³, однако суды не принимали его, если базовый актив функционировал в качестве потребительского товара; вместо этого суды всегда фокусировались на предложении этого актива³¹⁴.

Новый подход Комиссии к критерию Хауи создает многочисленные последствия для вторичных транзакций с криптоактивами и усложняет проблему «основных вопросов». Как отмечают критики, если следовать теперешней позиции Комиссии о регулировании базового криптоактива после его первоначального предложения, то перепродажа апельсиновой рощи в ситуации Хауи привела бы к появлению ценной бумаги и требованию раскрытия информации даже в отсутствие контракта на обслуживание³¹⁵. Как и покупатель рощи без контракта на обслуживание и без обещаний компании Хауи, так и покупатель токена на вторичном рынке зачастую не имеет информации о фактах и обстоятельствах первоначального предложения, а значит, не имеет никаких законных отношений с первоначальным продавцом (Cohen et al., 2022, p. 72). Кроме того, если

³⁰⁷ См. (Hinman, 2018). Хотя Фонд Эфириум (небольшая группа разработчиков, создавших Эфириум) продавал эфир с целью дальнейшего улучшения блокчейна Эфириум, директор Hinman утверждал, что регулирование продаж эфира как ценных бумаг спустя годы после их предложения не имеет смысла, учитывая снижение контроля над сетью со стороны Фонда Эфириум. См. там же; Memorandum in Support of Writ of Mandamus, выше прим. 122, at 45-46. Но см. Petitioner's Memorandum of Law in Support of the Verified Petition at 21-22, *New York v. MEK Glob. Ltd.*, No. 23-cv-0450703 (N.Y. Sup. Ct. Mar. 9, 2023). https://ag.ny.gov/sites/default/files/2023.03.09_-_memorandum_of_law_-_people_v_mek_global_limited_and_phoenixfin_pte_ltd_dba_kucoin.pdf [<https://perma.cc/6RYV-3BZJ>] (генеральный прокурор штата Нью-Йорк рассматривает эфир как ценную бумагу).

³⁰⁸ См. Complaint, выше прим. 85, at 34; см. также Brief of Amicus Curiae the Chamber of Digital Commerce, выше прим. 280, at 8.

³⁰⁹ См. Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 53, at 33; см. также Brief of Amicus Curiae the Chamber of Digital Commerce, выше прим. 280, at 8.

³¹⁰ См. *FDA v. Brown & Williamson Tobacco Corp.*, 529 U.S. 120, 126, 145-46 (2000).

³¹¹ Cf. *SEC v. Kik Interactive, Inc.*, 492 F. Supp. 3d 169 (S.D.N.Y. 2020); *SEC v. Telegram Grp. Inc.*, 448 F. Supp. 3d 352 (S.D.N.Y. 2020).

³¹² См. (Cohen et al., 2022, p. 96); см. также Brief of Amicus Curiae the Chamber of Digital Commerce, выше прим. 280, at 9.

³¹³ См. Brief of Amicus Curiae the Chamber of Digital Commerce, выше прим. 280, at 9; см. также Plaintiff's Reply Memorandum of Law in Further Support of Their Motion for Summary Judgment at 1, *SEC v. Telegram Grp. Inc.*, 448 F. Supp. 3d 352 (S.D.N.Y. Jan. 27, 2020) (No. 20-1076-cv), ECF No. 119.

³¹⁴ Cf. *Kik Interactive, Inc.*, 492 F. Supp. 3d 169; *Telegram Grp. Inc.*, 448 F. Supp. 3d 352; *Hodges v. Harrison*, 372 F. Supp. 3d 1342, 1349 (S.D. Fla. 2019). Но см. *SEC v. LBRY, Inc.*, No. 21-cv-260, 2022 WL 16744741, at *7 (D.N.H. Nov. 7, 2022) (установлено, что токен, покупавшийся с расчетом на прибыль, является ценной бумагой независимо от его потребительского использования). В деле *LBRY, Inc.* суд применил ту же аргументацию, что и апелляционный суд в пленарном заседании в деле *Hocking v. Dubois*, 885 F.2d 1449 (9th Cir. 1989), при этом Комиссия по ценным бумагам и биржам с этим не согласилась. См. (Cohen et al., 2022, pp. 85-86).

³¹⁵ См. Brief for Chamber of Digital Commerce as Amicus Curiae, выше прим. 280, at 10; (Van Valkenburgh, 2018).

Комиссия может применить критерий Хауи к инвестиционным контрактам, а затем постфактум к субъектам контракта, то она могла бы применять тот же подход и до появления криптоактивов³¹⁶. По мнению критиков, такая позиция не ставит четких границ и ущемляет полномочия других агентств³¹⁷.

В делах *West Virginia* и *Brown & Williamson Tobacco Corp.* Верховный суд опирался на прошлые толкования, выдвигавшиеся агентством и его представителями³¹⁸. Так, Суду, вероятно, было важно, что в прошлом члены Комиссии по ценным бумагам и биржам выражали сомнения в способности Комиссии регулировать криптоактивы, работающие как валюты или потребительские товары, даже если ранее они предлагались как ценные бумаги (Hinman, 2018; Peirce, 2018). Комиссия также выступала против автоматического применения критерия Хауи к вторичным транзакциям³¹⁹. Учитывая, что Комиссия лишь недавно начала применять критерий Хауи в таких делах, как *Ripple Labs*, Верховный суд, разбирая подобное дело, мог бы найти параллели с другими делами с участием доктрины «основных вопросов».

Тем не менее положение об инвестиционном контракте не так уж редко используется для заполнения пробела, о котором беспокоился Верховный суд при слушании ряда дел с участием доктрины «основных вопросов»³²⁰. Так, в деле *Howey* Верховный суд отметил, что инвестиционный контракт – это широкое понятие³²¹. Эта фраза является ключевым компонентом полномочий Комиссии по ценным бумагам и биржам в сфере регулирования недобросовестных участников рынка, стремящихся обойти законодательство о ценных бумагах (Van Valkenburgh, 2018; Peirce, 2018). При этом использование в прошлом соответствующих формулировок их отраслевого законодательства не отменяет необходимости тщательно рассматривать проблему «основных вопросов»³²². Так, компанией *West Virginia* была сделана попытка применить редко использовавшиеся положения для заполнения пробела в законодательстве³²³, тогда как компании *MCI Telecommunications Co.*, *Brown & Williamson Tobacco Corp.* и *NFIB* пытались с помощью часто используемых³²⁴, но неясных разделов соответствующих отраслевых актов изменить свои полномочия³²⁵. Следовательно, необходимо решить, действительно ли интерпретация инвестиционного контракта Комиссией по ценным бумагам и биржам в целях регулирования криптоактивов расширяет полномочия Комиссии в сторону регулирования вопросов большой экономической и политической важности, что не было напрямую предусмотрено Конгрессом.

3. Объем полномочий

При анализе проблемы «основных вопросов» Верховный суд определяет, претендует ли агентство на получение полномочий без четких ограничений и произойдет ли при этом трансформация уже имеющихся полномочий агентства³²⁶. По мнению критиков, применение критерия Хауи Комиссией по ценным бумагам и биржам в деле *Ripple Labs* не только является новшеством, но и не имеет четких ограничений и противоречит толкованиям других агентств³²⁷.

Во-первых, такое применение ставит многочисленных пользователей криптоактивов *the SEC's Howey application* в положение нарушителей законодательства о ценных бумагах. Если *XRP* сам по себе является инвестиционным контрактом, то все вторичные транзакции с *XRP*, включая перепродажу и покупку на биржах без участия компании *Ripple*, будут считаться незарегистрированными продажами инвестиционных

³¹⁶ См. Brief of Amicus Curiae the Chamber of Digital Commerce, выше прим. 280, at 5. См. в целом *FTC v. Bunte Bros., Inc.*, 312 U.S. 349, 352 (1941) («Если те, кто готов применить полномочия, не применяют их, то это серьезный повод задуматься, действительно ли эти полномочия были предоставлены»).

³¹⁷ Ср. Brief of Amicus Curiae the Chamber of Digital Commerce, выше прим. 280, at 5; ниже Раздел II.A.3.

³¹⁸ См. *West Virginia v. EPA*, 142 S. Ct. 2587, 2604-05 (2022); *FDA v. Brown & Williamson Tobacco Corp.*, 529 U.S. 120, 150-53 (2000).

³¹⁹ См. (Cohen et al., 2022, p. 59) (обсуждается экспертное заключение Комиссии по ценным бумагам и биржам в деле *Hocking*).

³²⁰ См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2610.

³²¹ См. *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 299 (1946).

³²² См. *FDA v. Brown & Williamson Tobacco Corp.*, 529 U.S. 120, 156 (2000).

³²³ См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2610.

³²⁴ См. *Brown & Williamson Tobacco Corp.*, 529 U.S. at 156; *MCI Telecomms. Co. v. Am. Tel. & Tel. Co.*, 512 U.S. 218, 220-21 (1994); *Nat'l Fed'n of Indep. Bus. v. OSHA*, 142 S. Ct. 661, 666 (2022).

³²⁵ См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2607-09.

³²⁶ См. Там же, at 2610; *Ala. Ass'n of Realtors v. Dep't of Health & Hum. Servs.*, 141 S. Ct. 2485, 2489 (2021).

³²⁷ См. Brief of Amicus Curiae The Chamber of Digital Commerce, выше прим. 280, at 9-10; (Nesler, 2019).

контрактов, что нарушает законодательство о ценных бумагах³²⁸. Участники сектора восприняли это серьезно: почти все биржи криптоактивов заблокировали доступ к *XRP* для клиентов из США в течение нескольких дней после того, как Комиссия подала иск³²⁹. Далее, если подавляющее большинство криптоактивов являются ценными бумагами (Gensler, 2022), то любая транзакция с их участием – это транзакция с ценными бумагами, а значит, бесчисленное количество пользователей становятся нарушителями законодательства о ценных бумагах³³⁰. Такая интерпретация инвестиционного контракта Комиссией по ценным бумагам и биржам кажется чрезмерно расширенной, как это было в деле *Alabama Ass'n of Realtors*, когда Верховный суд постановил, что мораторий на выселение, предложенный Центром по контролю и профилактике заболеваний, дает Центру «огромные полномочия», поскольку его интерпретация не содержит четких ограничений³³¹. Если криптоактив включает в себе все факты и обстоятельства предложения ценной бумаги, то любой базовый актив инвестиционного контракта может быть трансформирован в ценную бумагу и все последующие транзакции с данным активом потребуют от покупателей и продавцов выполнения дорогостоящих норм Комиссии по раскрытию информации³³².

Критики также утверждают, что интерпретация Комиссии противоречит нормам других агентств и может ущемлять их полномочия³³³. Так, это произошло в деле *Brown & Williamson Tobacco Corp.*, в котором Верховный суд постановил, что Управление по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов не имело полномочий регулировать табачные изделия³³⁴. В свою очередь, Комиссия по торговле товарными фьючерсами классифицирует криптоактивы, например биткоин, эфир, лайткоин, как товарно-сырьевые ресурсы³³⁵. Налоговое управление США рассматривает цифровые активы как имущество³³⁶. Департамент юстиции и Сеть по расследованию финансовых преступлений определяют *XRP* как виртуальную валюту³³⁷. Бывший глава Комиссии по ценным бумагам и биржам Джей Клейтон утверждал, что криптоактив, созданный как заменитель «суверенных валют... не является ценной бумагой» (Rooney, 2018). Ни одно федеральное агентство, кроме Комиссии по ценным бумагам и биржам, не определяло *XRP* в качестве ценной бумаги (Giancarlo & Bahlke, 2020). Таким образом, учитывая новизну и широту подхода Комиссии по ценным бумагам и биржам к применению критерия Хауи, суд должен был счесть интерпретацию Комиссии чрезмерно широкой, аналогично решениям по делам с участием доктрины «основных вопросов».

4. Экономическая и политическая значимость

Далее Верховный суд должен решить, затрагивает ли расширение полномочий агентства вопросы «большой экономической и политической важности»³³⁸. Суд счел сферой «основных вопросов» действия агентства в отношении табачной отрасли, налоговых льгот в рамках Закона о доступном медицинском обслуживании, обязательной вакцинации и моратория на выселение³³⁹. Относительно регулирования криптоактивов Суд не вынес четкого определения, однако прецеденты дел с участием доктрины «основных вопросов» заставляют

³²⁸ См. Brief of Amicus Curiae The Chamber of Digital Commerce, выше прим. 280, at 9-10; Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Support of Its Motion for Summary Judgment, выше прим. 253, at 24 n.10.

³²⁹ См. Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Support of Its Motion for Summary Judgment, выше прим. 253, at 9-10; см. также (Grewal, 2023), <https://www.coinbase.com/blog/we-asked-the-sec-for-reasonable-crypto-rules-for-americans-we-got-legal> [<https://perma.cc/E59J-CEW5>].

³³⁰ Plaintiff Securities and Exchange Commission's Memorandum of Law in Support of Its Motion for Summary Judgment, выше прим. 253, at 24 n.10; см. также (Peirce, 2020) (отмечается, что «признание токенов ценными бумагами имело катастрофические последствия для возможной функциональности сетей токенов»).

³³¹ См. *Ala. Ass'n Realtors v. Dep't Health & Hum. Servs.*, 141 S. Ct. 2485, 2489 (2021).

³³² См. Brief of Amicus Curiae the Chamber of Digital Commerce, выше прим. 280, at 1011.

³³³ См. там же at 11; (Giancarlo & Bahlke, 2020).

³³⁴ См. *FDA v. Brown & Williamson Tobacco Corp.*, 529 U.S. 120, 150-51 (2000) (рассмотрены нормы Федеральной комиссии по связи и Федеральной комиссии по торговле относительно табачных изделий).

³³⁵ См. Complaint, выше прим. 86, at 4.

³³⁶ См., например, Rev. Rul. 2019-24, 2019-44 I.R.B. 1004 (2019).

³³⁷ Press Release, U.S. Dept of Just., выше прим. 87.

³³⁸ *King v. Burwell*, 576 U.S. 473, 486 (2015) (цитируется *Util. Air Reg. Grp. v. EPA*, 573 U.S. 302, 324 (2014)); см. также (Richardson, 2022, p. 187).

³³⁹ См. *West Virginia v. EPA*, 142 S. Ct. 2587, 2608 (2022).

предположить, что оно расценивается как имеющее большую экономическую и политическую значимость для Соединенных Штатов.

До сих пор не существует определения, что считать вопросом большой экономической и политической важности; так, в 2017 г. судья Kavanaugh заметил, что этот вопрос «остается в достаточной степени умозрительным»³⁴⁰. В основном Суд пытается учесть как экономические, так и политические аспекты (Richardson, 2016). Судья Gorsuch отмечал в деле *West Virginia*, что вопрос большой экономической значимости возникает, когда агентство претендует на регулирование крупного сектора американской экономики или «требуется затрат миллиардов долларов со стороны частных лиц или предприятий»³⁴¹. Также судья Gorsuch отметил, что высокая политическая значимость определяется наличием серьезного и активного обсуждения вопроса в законодательной области³⁴².

Рассматривая большинство криптоактивов в качестве ценных бумаг, Суд должен вынести решение, что Комиссия по ценным бумагам и биржам претендует на полномочия над вопросом большой экономической значимости. Если Комиссия добьется своего, то эмитенты токенов должны будут регистрировать предложения токенов согласно Закону о ценных бумагах, а вся сеть должна будет выполнять требования по отчетности согласно Закону о торговле ценными бумагами от 1934 г.³⁴³ Представители Комиссии отмечают, что расходы небольших компаний на выполнение требований Комиссии при сборе средств очень высоки и превышают порог, предложенный судьей Gorsuch³⁴⁴. Таким образом, большинство новых эмитентов токенов будут вытеснены с рынка (Lofchie et al., 2022, p. 7). Кроме того, все последующие транзакции с токенами станут транзакциями с ценными бумагами, а каждый пользователь, биржа и даже сеть будет считаться брокер-дилером в рамках Закона о биржах³⁴⁵. В качестве брокер-дилеров эти субъекты должны выполнять требования уровня ликвидности, программы противодействия отмыванию средств, проходить проверки Комиссии по ценным бумагам и биржам, брать на себя повышенные обязательства по соблюдению интересов сторон в последующих транзакциях³⁴⁶. С июля 2021 по июль 2022 г. граждане США приобрели криптоактивов, не считая биткоинов, на сотни млрд долл.³⁴⁷ Обременительные требования по раскрытию информации в рамках интерпретации Комиссии по ценным бумагам и биржам сделают эти транзакции трудновыполнимыми, что приведет к дополнительным расходам млрд долларов и падению цен на токены³⁴⁸. Возможно, сектор криптоактивов еще не стал существенной частью американской экономики, однако признание токенов ценными бумагами отрицательно скажется на возможности американских предприятий использовать криптоактивы и технологию блокчейна в общемировом финансовом секторе и предоставлять равноправный доступ к финансовым продуктам³⁴⁹. Если Комиссия по ценным бумагам и биржам объявит токены ценными бумагами, это повлечет за собой многомиллиардные затраты на выполнение всех соответствующих требований и по-

³⁴⁰ U.S. Telecom Ass'n v. FCC, 855 F.3d 381, 423 (D.C. Cir. 2017) (пленарное заседание) (Kavanaugh, J., не совпадающее с мнением большинства); см. (Loshin & Nielson, 2010, pp. 46–48) (обсуждаются различные мнения судей о том, что такое вопросы большой экономической и политической важности).

³⁴¹ *West Virginia v. EPA*, 142 S. Ct. 2587, 2621 (мнение Gorsuch, J., совпадающее с мнением большинства) (цитируется King v. Burwell, 576 U.S. 473, 485 (2015)); см. также *Ala. Ass'n Realtors v. Dep't Health & Hum. Servs.*, 141 S. Ct. 2485, 2489 (2021) (определено, что мораторий на выселение является вопросом большой экономической важности, поскольку Конгресс потратил на него 50 млрд долл.).

³⁴² См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2620–21.

³⁴³ 15 U.S.C. §§ 78a–78qq; (Lofchie et al., 2022, p. 7).

³⁴⁴ См. (Clayton, 2020); см. также *West Virginia v. EPA*, 142 S. Ct. 2587, 2621 (Gorsuch, J., совпадающее с мнением большинства) (цитируется King v. Burwell, 576 U.S. 473, 485 (2015)).

³⁴⁵ См. (Cohen, 2019, pp. 96–97).

³⁴⁶ См. там же, at 97 n.74 (обсуждаются обязанности брокера-дилера согласно Закону о биржах); см. (Temkin et al., 2020) выше прим. 116 и соответствующий текст.

³⁴⁷ Chainalysis. (2022). The 2022 Geography of Crypto Report 16. <https://go.chainalysis.com/rs/503-FAP-074/images/2022-Geography-of-Cryptocurrency.pdf> [https://perma.cc/AZ7Z-MZH8].

³⁴⁸ См. Defendants' Memorandum of Law in Support of Their Motion for Summary Judgment, выше прим. 53, at 9–10 (отмечается, что после жалобы Комиссии на компанию *Ripple Labs* общая рыночная стоимость *XRP* понизилась на 15 млрд долл.).

³⁴⁹ См. Exec. Order No. 14,067, 87 Fed. Reg. 14143 (Mar. 9, 2022). Недавние отчеты показывают, что администрация Байдена, по видимому, изменила свое отношение к криптоактивам. См. Council of Econ. Advisers, The Annual Report of the Council of Economic Advisers 272 (2023) (заявлено, что криптоактивы «в настоящее время несут слишком большие риски, чтобы функционировать в качестве средств платежа или шире использоваться в финансовой сфере»).

тери прибыли; поэтому вопрос регулирования криптоактивов Комиссией можно считать вопросом большой экономической значимости.

Вероятно, регулирование криптоактивов является также важным политическим вопросом. Конгресс принял более 50 законов и резолюций в области регулирования цифровых активов (Brett, 2022). Представители обеих партий все чаще выражают поддержку идее предоставить Комиссии по торговле товарными фьючерсами четкие полномочия по регулированию криптоактивов, которые не дают владельцу прав на долю имущества или прибыли предприятия. Обсуждается также предложение предоставить этой Комиссии совместно с Комиссией по ценным бумагам и биржам полномочия над новыми активами, стоимость которых зависит от существенных предпринимательских и управленческих усилий эмитента³⁵⁰. При этом видные члены Конгресса выражали сомнения в преимуществах криптоактивов и добивались от Комиссии по ценным бумагам и биржам «использовать свои полномочия для борьбы с ... рисками» криптоактивов³⁵¹. Так, один из крупных деятелей утверждает, что полномочия Комиссии достаточно четко определены, и призывает ее «в максимально возможной степени взять цифровые активы под юрисдикцию законодательства о ценных бумагах» (Phillips, 2021). Другие комментаторы считают, что полномочия Комиссии в отношении криптоактивов не так ясны и что подобные действия могут привести к катастрофическим последствиям для нового сектора экономики (Lofchie et al., 2022, p. 7; Cohen, 2019, pp. 96–97).

Споры вокруг регулирования и юрисдикции криптоактивов еще не достигли той остроты, что в вопросах обязательной вакцинации³⁵², однако многие разумно возражают против существующего подхода к «возможности усилить лидерство Америки в глобальной финансовой системе и на технологическом фронте»³⁵³. Пристального внимания требует также недавняя ситуация с недостатками общего управления и предполагаемым мошенничеством ряда крупнейших игроков сектора цифровых активов³⁵⁴. Объявляя большинство криптоактивов ценными бумагами, Комиссия по ценным бумагам и биржам берется разрешить эти споры, а это служит поводом применить доктрину «основных вопросов»³⁵⁵.

Учитывая новизну и широту применения критерия Хауи к криптоактивам со стороны Комиссии, Верховный суд должен особенно внимательно отнестись к таким делам, как *Ripple Labs*. Некоторые игроки сектора криптоактивов могут расценить решение в духе доктрины «основных вопросов» как послабление политики, однако оно может иметь множество непредвиденных последствий³⁵⁶.

В. Вопросы порождают вопросы: почему решение в духе доктрины «основных вопросов» в деле *Ripple Labs* не решает проблему критерия Хауи

В этом разделе мы рассмотрим, почему роль Комиссии по ценным бумагам и биржам в предложении криптоактивов останется двусмысленной, если будет принято решение в духе доктрины «основных вопросов» в деле *Ripple Labs*. Оставляя эту роль неопределенной, Комиссия может заблокировать конкуренцию на рынке криптоактивов или, напротив, лишиться существенного влияния на будущее этой финансовой инновации.

Доктрина «основных вопросов» могла бы помочь разрешить дело *Ripple Labs*, однако другие важнейшие проблемы регулирования останутся нерешенными. Если суд сочтет, что термин «инвестиционный контракт» не дает Комиссии полномочий регулировать токены (например, *XRP*) как инвестиционные контракты, то это по-прежнему не даст ответа на вопрос, является ли предложение токена инвестиционным контрактом (Cohen

³⁵⁰ См. Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act, S. 4356, 117th Cong. §§ 403(a)(1)(F)(i)(I), 301(b)(1)(B) (2022); (Warmbrodt, 2022).

³⁵¹ (Shalal, 2021); см. также Building a Stronger Financial System: Opportunities of a Central Bank Digital Currency Before the Subcomm. on Econ. Pol'y of the S. Comm. on Banking, Hous. & Urb. Affs., 117th Cong. 1-3 (2021) (statement of Sen. Elizabeth Warren, Chair, S. Subcomm. on Econ. Pol'y) (криптоактивы описываются как «фиктивные цифровые частные деньги»).

³⁵² См. *West Virginia v. EPA*, 142 S. Ct. 2587, 2620-21 (2022) (Gorsuch, J., совпадающее с мнением большинства).

³⁵³ Fact Sheet: President Biden to Sign Executive Order on Ensuring Responsible Development of Digital Assets, White House (Mar. 9. 2022), <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/03/09/fact-sheet-president-biden-to-sign-executive-order-on-ensuring-responsible-innovation-in-digital-assets/> [<https://perma.cc/C38T-BE7A>].

³⁵⁴ См. в целом (Jeans & Emerson, 2022) (обсуждается крах одной из крупнейших в мире централизованных бирж криптовалют).

³⁵⁵ См. *West Virginia*, 142 S. Ct. at 2620.

³⁵⁶ См. ниже Раздел II.B.

et al., 2022, pp. 85–86). Этот ключевой вопрос появился еще во времена дел о первичном размещении монет, когда рассматривались предложения токенов для несуществовавших сетей и еще не распределенных токенов³⁵⁷. Даже после вынесения решения об «основных вопросах» у Комиссии по ценным бумагам и биржам оставался ряд полномочий по регулированию новых предложений криптовалют, рассматривавшихся в качестве ценных бумаг³⁵⁸. Но будет ли применяться юрисдикция Комиссии над предложениями токенов, если токен еще не имеет функционирующей сети или если эта сеть недостаточно децентрализована? Такие дела, как *Telegram*, по-видимому, указывают на первый вариант³⁵⁹, тогда как заявления представителей Комиссии по ценным бумагам и биржам и нормативные документы свидетельствуют о втором³⁶⁰. В отсутствие законодательства о том, когда юрисдикция Комиссии распространяется на предложения токенов, остается неясным, какие именно предложения токенов Комиссия может регулировать и в течение какого срока; это верно даже для случаев, когда решение вынесено с учетом доктрины «основных вопросов»³⁶¹.

Прежде всего, расширенное толкование полномочий Комиссии над предложениями криптовалют в случае вынесения решения с учетом доктрины «основных вопросов» может привести к тем же проблемам, с которыми эмитенты токенов сталкиваются сегодня³⁶². Хотя такое решение, вероятно, выведет существующие токены, имеющие большую пользовательскую базу, из-под регистрации Комиссии, которая сохранит ряд полномочий по регулированию новых предложений криптовалют³⁶³. Если эти полномочия будут достаточно широкими, например, охватывающими предложения токенов с достаточно децентрализованной сетью, то Комиссия сможет применить эту власть против новых, мелких эмитентов токенов и установить требование достаточной степени децентрализации³⁶⁴. Однако многолетняя неопределенность относительно достаточной степени децентрализации показала, что такая позиция «не способствует надежным результатам, на которые могли бы уверенно опираться участники рынка»³⁶⁵. Кроме того, как новая сеть сможет достичь этого неопределенного уровня децентрализации, если эмитент вытесняется с рынка из-за высоких затрат на выполнение требований и потенциальные судебные издержки?³⁶⁶ При широком толковании полномочий Комиссии в случае вынесения решения с учетом доктрины «основных вопросов» она сможет блокировать эффективную конкуренцию новых токенов против имеющихся, вынуждая первые преодолевать препятствия, которых не было у вторых³⁶⁷.

Напротив, узкое толкование полномочий Комиссии в случае вынесения решения с учетом доктрины «основных вопросов» может иметь непредвиденные последствия для защиты прав потребителей. Например, если юрисдикция Комиссии над предложением токенов существует только до момента, пока не построена сеть, то эти полномочия очень малы. Однако такое ограничение создает высокорисковую среду для инвесторов³⁶⁸. В отличие от товарно-сырьевых ресурсов и традиционных ценных бумаг новые криптоактивы, обеспеченность и стоимость которых сильно зависят от деятельности небольшой группы, часто имеют очень неустойчивый вторичный рынок³⁶⁹. Наличие указанных небольших коллективов может также приводить к значительной информационной асимметрии, подобно тому, как это происходит и с другими ценными бумагами³⁷⁰. Узкое толкование юрисдикции Комиссии не позволит ей использовать свои возможности на этих вторичных рынках

³⁵⁷ 381 См. (Peirce, 2018).

³⁵⁸ См. там же; (Hinman, 2018).

³⁵⁹ См. SEC. v. Telegram Grp. Inc., 448 F. Supp. 3d 352, 358 (S.D.N.Y. 2020).

³⁶⁰ См. Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets, выше прим. 152; Hinman, выше прим. 81.

³⁶¹ См. (Peirce, 2020).

³⁶² См. там же.

³⁶³ См. там же.

³⁶⁴ См. там же.

³⁶⁵ См. Bipartisan Crypto Bills Could Clarify Current Regulatory Confusion – If They Tackle Howey, выше прим. 150. Более того, несмотря на роль доктрины «основных вопросов» в интерпретации термина «инвестиционный контракт» Комиссией по ценным бумагам и биржам, она продолжает классифицировать криптоактивы как другую категорию в рамках Закона о ценных бумагах – «своп с ценными бумагами». См. Complaint at 4, SEC v. Terraform Labs PTE Ltd., No. 23-cv-1346 (S.D.N.Y. Feb. 16, 2023), ECF No. 1.

³⁶⁶ См. (Peirce, 2020).

³⁶⁷ См. Там же. См. в целом Brief of Amicus Curiae the Chamber of Commerce of the United States of America in Support of Petitioner at 2, Grayscale Inv., LLC v. SEC, No. 22-1142 (D.C. Cir. Oct. 18, 2022), ECF No. 1969579 (установлено, что Комиссия по ценным бумагам и биржам определяет победителей и проигравших, одобряя или не одобряя те или иные продукты с криптоактивами).

³⁶⁸ См. (Cohen et al., 2022, pp. 13–14; Peirce, 2020).

³⁶⁹ См. (Cohen et al., 2022, pp. 88–89, 103); см. также (Peirce, 2020).

³⁷⁰ См. (Cohen et al., 2022, pp. 13–14).

и потребовать раскрытия информации от разработчиков новых токенов³⁷¹, что создаст ту самую проблему, против которой было направлено законодательство о ценных бумагах³⁷². В настоящее время Комиссия по торговле товарными фьючерсами не может регулировать спотовые транзакции на крипторынке, а также не имеет тех полномочий требовать от эмитентов товарных активов раскрытия информации, которые имеет Комиссия по ценным бумагам и биржам (Isaac et al., 2022). В отсутствие таких полномочий покупатели токенов не имеют доступа к информации о токене или о команде его разработчиков, пока не совершат инвестицию (Peirce, 2020; Gensler, 2022). Поэтому неудивительно, что и сторонники, и противники криптоактивов согласны с тем, что режим раскрытия информации, установленный Комиссией по ценным бумагам и биржам, имеет большое значение для будущего регулирования криптоактивов; именно это значение и ставит под сомнение доктрина «основных вопросов»³⁷³.

III. Заполнение пробела: как закон Ламмиса – Гиллибранда может прояснить юрисдикцию SEC над криптоактивами и обеспечить баланс между инновациями и защитой потребителей

В Разделе III утверждается, что в законодательстве о товарно-сырьевых ресурсах и ценных бумагах существует пробел, связанный с криптоактивами, и Верховный суд ясно дал понять, что именно Конгресс должен решить, кто будет регулировать ту или иную часть сектора криптоактивов³⁷⁴. В Разделе III.A описан законопроект Ламмиса – Гиллибранда как важный шаг к решению проблемы юрисдикции над криптоактивами. Данный законопроект закрепляет полномочия над большинством криптоактивов за Комиссией по торговле товарными фьючерсами и Комиссией по ценным бумагам и биржам и уравнивает интересы потребителей и задачи инновационного развития в секторе криптоактивов³⁷⁵. В Разделе III.B показано, что с целью прояснения роли Комиссии по ценным бумагам и биржам в регулировании криптоактивов законопроект Ламмиса – Гиллибранда должен установить специально разработанные критерии и объективные стандарты для определения того, подлежит ли эмитент требованиям Комиссии о раскрытии информации³⁷⁶.

A. Как закон Ламмиса – Гиллибранда решает проблему «основных вопросов» и обеспечивает ответственное регулирование криптоактивов

В нашей работе мы рассматриваем функционирование криптоактивов в качестве товарно-сырьевых ресурсов, однако они несут в себе риски, как ценные бумаги, поскольку их стоимость и обеспеченность часто зависят от действий небольших закрытых групп³⁷⁷. При этом Комиссия по торговле товарными фьючерсами и Комиссия по ценным бумагам и биржам по отдельности не имеют законных полномочий регулировать рынки криптоактивов или требовать раскрытия информации³⁷⁸. Поскольку претензии любого из этих органов привели бы к применению доктрины «основных вопросов», Конгресс должен ясно высказать свою позицию и заполнить данный пробел в законодательстве о товарно-сырьевых ресурсах и ценных бумагах³⁷⁹. Эта позиция должна затронуть не только установление четких законодательных границ, но и законодательное обеспечение баланса между инновациями в секторе криптоактивов и защитой прав потребителей. К счастью, обе Комиссии уже десятилетиями занимаются проблемами самых мощных рынков капитала в истории

³⁷¹ См. выше Раздел II.A.

³⁷² См. (Peirce, 2020).

³⁷³ См. (Peirce, 2020; Gensler, 2022); Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act, S. 4356, 117th Cong. § 301(a)(1), (b) (2022) (в отношении таких активов создается разделение полномочий между Комиссией по торговле товарными фьючерсами и Комиссией по ценным бумагам и биржам).

³⁷⁴ См. выше Разделы I.B, II.A.

³⁷⁵ См. ниже Раздел III.A.

³⁷⁶ См. ниже Раздел III.B.

³⁷⁷ См. выше Раздел II.B.

³⁷⁸ См. выше Разделы I.A, II.A.

³⁷⁹ См. выше Раздел II.A.

человечества³⁸⁰. Имея ясные указания законодательной власти, с помощью режима раскрытия информации Комиссии по ценным бумагам и биржам и методов регулирования и надзора за рынком Комиссии по торговле товарными фьючерсами можно достичь упомянутого баланса.

Законопроект Ламмиса – Гиллибранда определяет и заполняет пробел в законодательстве о товарно-сырьевых ресурсах и ценных бумагах, уравнивая сложившиеся полномочия и опыт двух эффективных регуляторов³⁸¹. Концепция вспомогательного актива решает проблему доктрины «основных вопросов», поскольку этот законопроект предусматривает обязанность эмитентов вспомогательного актива раскрывать информацию по правилам Комиссии по ценным бумагам и биржам, но не распространяя статус ценной бумаги на большинство базовых криптоактивов³⁸². Проводится различие между предложениями криптоактивов и самими криптоактивами, что отражает корректное применение критерия Хауи в решениях апелляционных судов и Верховного суда на протяжении десятилетий³⁸³. Законопроект признает правильность этих решений и отвергает логически несостоятельную и чрезмерно широкую позицию Комиссии по ценным бумагам и биржам о том, что большинство криптоактивов сами по себе являются ценными бумагами; вместо этого дается определение, какие именно предложения криптоактивов требуют раскрытия информации и в течение какого времени³⁸⁴. Таким образом, вместо того, чтобы опираться на прецеденты искаженного, чрезмерно широкого применения критерия Хауи, Комиссия по ценным бумагам и биржам будет иметь четкую юрисдикцию над подавляющим большинством эмитентов криптоактивов до тех пор, пока их токены отвечают принципам законодательства о ценных бумагах (Cohen & Lewin, 2022).

Концепция вспомогательного актива не только не противоречит существующему законодательству, но и способствует развитию инноваций. Поскольку большинство криптоактивов сами по себе будут считаться товарно-сырьевыми ресурсами, а не ценными бумагами, они избежат ограничений вторичного рынка, налагаемых на транзакции с ценными бумагами³⁸⁵. Таким образом, вторичный рынок криптоактивов останется ликвидным и подлежащим надзору со стороны Комиссии по торговле товарными фьючерсами³⁸⁶. Наконец, этот законопроект снизит расходы эмитентов токенов на выполнение требований закона, так как обязанность по раскрытию информации будет касаться только активно торгуемых вспомогательных активов (Cohen & Lewin, 2022).

При этом законопроект не игнорирует реальность ради формальных требований закона или развития инноваций³⁸⁷. В секторе криптоактивов существуют явные риски в области защиты интересов потребителей³⁸⁸. Предложения криптоактивов и тесная вовлеченность их эмитентов также налагают риски, например риск информационной асимметрии, которые Конгресс пытался смягчить с помощью законодательства о ценных бумагах (Cohen et al., 2022, p. 8; Peirce, 2020, 2018). С учетом высокой активности вторичных рынков и возможности мгновенного перевода криптоактивов эти риски становятся еще более выраженными (Cohen et al., 2022, pp. 88–89, 103). Режим раскрытия информации Комиссии по ценным бумагам и биржам во многом решил эти проблемы, сделав обязательным раскрытие информации о компании, которую инвестор хотел бы знать, прежде чем отдаст заработанные своим трудом деньги в надежде на прибыль (Peirce, 2020, 2018). Законопроект Ламмиса – Гиллибранда требует раскрытия информации от нужной стороны – эмитента токена – и в течение того периода, когда эта информация имеет значение, пока на рынке происходит активная торговля или пока токен не станет в достаточной степени децентрализованным (Cohen & Lewin, 2022; Peirce, 2020; Cohen et al., 2022, p. 105).

³⁸⁰ См. Bipartisan Crypto Bills Could Clarify Current Regulatory Confusion – If They Tackle Howey, выше прим. 150.

³⁸¹ См. Там же; (Cohen & Lewin, 2022).

³⁸² См. выше Раздел I.A.3.

³⁸³ См. выше Раздел II.A.

³⁸⁴ См. (Cohen & Lewin, 2022); Bipartisan Crypto Bills Could Clarify Current Regulatory Confusion – If They Tackle Howey, выше прим. 150.

³⁸⁵ См. выше Раздел I.A.2.

³⁸⁶ См. выше Разделы I.A.2–3.

³⁸⁷ См. в целом (Shapiro, 2020) (обсуждаются различия между эссенциализмом и функционализмом в споре о регулировании криптоактивов).

³⁸⁸ См. выше Раздел I.A.1.

Глава Комиссии по ценным бумагам и биржам Генслер и эксперты в области защиты прав потребителей утверждают, что закон Ламмиса – Гиллибранда подорвет защиту потребителей в секторе криптоактивов и «ради развития инноваций... узаконит недобросовестных акторов и незаконные практики»³⁸⁹. По мнению Генслера, Комиссии по ценным бумагам и биржам не нужно расширять свои полномочия, поскольку многие криптоактивы обладают характеристиками ценных бумаг и должны рассматриваться в качестве таковых (Kiernan, 2022). Один из экспертов утверждал, что поскольку криптоактивы похожи на ценные бумаги и не имеют широкого применения, то законодатели при определении юрисдикций для регулирования должны поставить во главу угла снижение рисков для потребителей, а не развитие инноваций³⁹⁰. Однако недавнее применение критерия Хауи Комиссией показывает, что этот критерий не обладает достаточной четкостью в отношении большинства криптоактивов³⁹¹. Подобное расширенное использование неясных правовых формулировок может привести к тому, что апелляционный суд заявит об отсутствии явного одобрения Конгрессом полномочий Комиссии на регулирование криптоактивов, тогда как формулировка «инвестиционный контракт» не предполагает таких полномочий³⁹². Таким образом, введение концепции вспомогательного актива не лишает Комиссию по ценным бумагам и биржам каких-либо полномочий, а лишь проясняет, от кого Комиссия может потребовать раскрытия информации и в течение какого периода. Кроме того, несмотря на заявления некоторых экспертов, законопроект Ламмиса – Гиллибранда вряд ли «потакает» сектору криптоактивов в ущерб защите потребителей³⁹³.

Согласно законопроекту Ламмиса – Гиллибранда, Комиссия по ценным бумагам и биржам будет иметь четкие полномочия требовать раскрытия информации от большинства эмитентов криптоактивов (Cohen & Lewin, 2022). В законопроекте эти требования были модифицированы с учетом того, что для большинства эмитентов выполнение нынешних норм Комиссии недоступно по стоимости затрат (Lofchie et al., 2022, p. 7). Поэтому вводится режим, который в настоящее время не применяется к предложениям криптоактивов, и он будет способствовать значительному усилению защиты потребителей. Хотя в данный момент область практического использования криптоактивов невелика, ее ценность для будущего финансовых инноваций уже признана как крупнейшими регуляторами, так и правительством Байдена³⁹⁴. Следовательно, регулирование криптоактивов должно способствовать как инновациям, так и защите потребителей; баланс между этими приоритетами хорошо выстроен в законопроекте Ламмиса – Гиллибранда. Тем не менее данный законопроект не проясняет, в какой именно момент криптоактив становится достаточно децентрализованным, а значит, в какой мере Комиссия по ценным бумагам и биржам может требовать раскрытия информации³⁹⁵.

В. Как закон Ламмиса – Гиллибранда проясняет вопрос достаточной децентрализации

Чтобы лучше прояснить роль Комиссии по ценным бумагам и биржам в регулировании криптоактивов, закон Ламмиса – Гиллибранда должен ввести гибкий стандарт с использованием фактографического анализа блокчейна и четкими критериями достаточной децентрализации сети, когда она перестает подпадать под требования Комиссии по ценным бумагам и биржам о раскрытии информации³⁹⁶.

Ряд комментаторов хвалят законопроект Ламмиса – Гиллибранда за то, что в нем компонент критерия Хауи «усилия других лиц» применен к процедуре отмены требования раскрытия информации (Cohen & Lewin, 2022); однако законопроект оставляет открытым вопрос о том, когда именно криптоактив достигает

³⁸⁹ См. Press Release, Ams. for Fin. Reform, New Cryptocurrency Bill a Giveaway to Industry in the Name of Innovation (June 7, 2022), <https://ourfinancialsecurity.org/2022/06/news-release-new-cryptocurrency-bill-a-giveaway-to-industry-in-the-name-of-innovation/> [<https://perma.cc/662G-YAXZ>]; (Kiernan, 2022).

³⁹⁰ См. Press Release, Ams. for Fin. Reform, выше прим. 389.

³⁹¹ См. выше Раздел II.A.

³⁹² См. выше Раздел II.A.

³⁹³ См. Press Release, Ams. for Fin. Reform, выше прим. 389.

³⁹⁴ См. Exec. Order No. 14,067, 87 Fed. Reg. 14143 (Mar. 9, 2022); (Kiernan, 2022) (обсуждается положительное отношение главы Комиссии по торговле товарными фьючерсами Бехнама к законопроекту Ламмиса – Гиллибранда). Но см. Council of Econ. Advisers, выше прим. 349, at 272.

³⁹⁵ См. Bipartisan Crypto Bills Could Clarify Current Regulatory Confusion — If They Tackle Howey, выше прим. 150.

³⁹⁶ См. в целом (Shapiro, 2020).

точки «достаточной децентрализации»³⁹⁷. Оставляя этот вопрос нерешенным, законопроект допускает, что Комиссия по ценным бумагам и биржам будет использовать отдельные аспекты нынешнего анализа Хауи, включая открытый 50-факторный балансировочный тест, «не приводящий к надежным результатам, на которые могли бы опираться участники рынка»³⁹⁸. Поскольку законопроект Ламмиса – Гиллибранда дает Комиссии по ценным бумагам и биржам полномочия обязать эмитента токенов раскрывать информацию, Комиссия может использовать эту неопределенность, чтобы не позволить эмитентам токенов избежать требований по раскрытию информации³⁹⁹. Поскольку эти требования связаны со степенью децентрализации, Комиссии и эмитентам токенов необходимы более объективные критерии, учитывающие особенности криптоактивов⁴⁰⁰.

Предполагается, что закон Ламмиса – Гиллибранда будет кодифицировать как гибкий тест, направленный на блокчейн, так и четкие нормы достаточной степени децентрализации⁴⁰¹. Гибкий стандарт с использованием фактографического анализа блокчейна позволит регуляторам и судьям рассмотреть основные аспекты полномочий множества различных сетей и определить, какие сети не зависят от действий конкретной группы⁴⁰². Тест будет воспроизводимым и широко применимым, поскольку он фокусируется на общих аспектах всех распределенных реестров, таких как валидация транзакций, изменение кода протокола, контроль выпуска токенов⁴⁰³. Более того, вместо неясного 50-факторного балансировочного теста новый стандарт опирается на небольшое число ключевых аспектов полномочий в сети⁴⁰⁴. Таким образом, эмитенты токенов и регуляторы получают небольшой набор общих правил для определения степени децентрализации токена. Кроме того, эти аспекты можно измерить количественно, а не только качественно. Благодаря этому у регуляторов и эмитентов токенов будут общие критерии, чтобы определить, что сеть децентрализована⁴⁰⁵. Тем самым эмитенты токенов будут заинтересованы создавать сеть с заложенной в ней системой сдержек и противовесов по ключевым аспектам полномочий⁴⁰⁶. Наконец, введение строго определенных норм и измеримых критериев децентрализации позволит эмитентам токенов четко понимать, в какой именно момент Комиссия по ценным бумагам и биржам теряет право требовать раскрытия информации⁴⁰⁷. Этого момента сложно достичь, однако законопроект предусматривает такую возможность, при этом устанавливая четкий критерий, когда сеть считается по закону децентрализованной и свободной от требований Комиссии о раскрытии информации⁴⁰⁸.

Подход с использованием вспомогательного актива дает ответ на вопрос, от кого Комиссия по ценным бумагам и биржам может требовать раскрытия информации. Однако новый стандарт для оценки достаточной степени децентрализации проясняет, как долго Комиссия по ценным бумагам и биржам имеет юрисдикцию над эмитентами вспомогательного актива. Используя фактографический анализ блокчейна с объективными критериями и четкими нормами достаточной степени децентрализации, Комиссия по ценным бумагам и биржам будет иметь более ясные правила относительно юрисдикции, а эмитенты токенов получат более предсказуемые результаты и измеримые цели для отмены требований раскрытия информации. В этом и состоит суть законопроекта Ламмиса – Гиллибранда.

³⁹⁷ См. (Shapiro, 2020); Bipartisan Crypto Bills Could Clarify Current Regulatory Confusion – If They Tackle Howey, выше прим. 150.

³⁹⁸ См. Bipartisan Crypto Bills Could Clarify Current Regulatory Confusion – If They Tackle Howey, выше прим. 150.

³⁹⁹ См. там же.

⁴⁰⁰ См. в целом там же.

⁴⁰¹ См. ниже Раздел I.A.3. См. в целом (Shapiro, 2020).

⁴⁰² См. (Shapiro, 2020).

⁴⁰³ См. там же.

⁴⁰⁴ См. там же.

⁴⁰⁵ См. там же.

⁴⁰⁶ См. там же.

⁴⁰⁷ См. там же.

⁴⁰⁸ См. там же; (Peirce, 2020).

Заключение

Проблема криптоактивов представляет собой пробел в законодательстве о товарно-сырьевых ресурсах и ценных бумагах⁴⁰⁹. Большинство криптоактивов функционируют как валюты или товарно-сырьевые ресурсы⁴¹⁰. Однако функциональность и стоимость многих криптоактивов зависят от действий небольших, часто неизвестных широкой общественности групп, тем самым отвечая духу законодательства о ценных бумагах⁴¹¹. При этом, в отличие от акций или облигаций, большинство криптоактивов не классифицируются как ценные бумаги; также в отличие от большинства предложений криптоактивов сами по себе они не подпадают под определение инвестиционного контракта, данного Верховным судом, и не отвечают критерию Хауи⁴¹². В данный момент Комиссия по ценным бумагам и биржам видит в этом угрозу для сектора криптоактивов и призывает особенно тщательно относиться к соблюдению доктрины «основных вопросов»⁴¹³. В то же время Комиссия по торговле товарными фьючерсами в большинстве случаев не обладает полномочиями регулировать криптоактивы или транзакции с ними на спотовом рынке⁴¹⁴. Поэтому Конгресс обязан заполнить данный пробел в законодательстве.

Такие законопроекты, как закон Ламмиса – Гиллибранда об ответственных финансовых инновациях, предлагают продуманные решения сложных вопросов юрисдикции, уравнивая режим раскрытия информации Комиссии по ценным бумагам и биржам и нормы регулирования рынка от Комиссии по торговле товарными фьючерсами, чтобы достичь баланса между защитой прав потребителей и инновационным развитием⁴¹⁵. При этом данный законопроект может обеспечить ясность относительно юрисдикции SEC над эмитентами криптоактивов, установив более четкие критерии и правила для определения степени децентрализации криптоактивов⁴¹⁶.

Список литературы / References

Brett, J. (2022, May 19). Congress Has Introduced 50 Digital Asset Bills Impacting Regulation, Blockchain, and CBDC Policy. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/jasonbrett/2022/05/19/congress-has-introduced-50-digital-asset-bills-impacting-regulation-blockchain-and-cbdc-policy/> [https://perma.cc/78TT-C8CZ].

Buterin, V. (2014). *Ethereum: A Next-Generation Smart Contract and Decentralized Application Platform*. https://ethereum.org/g/669c9e2e2027310b6b3cdce6e1c52962/Ethereum_Whitepaper_-_Buterin_2014.pdf [https://perma.cc/Q2VK-J9LV]

Cecere, J. C. (2021, Apr. 19). Cryptocurrency's Future in the U.S. Is Threatened by SEC Action Against Ripple. *Bloomberg L*. <https://news.bloomberglaw.com/securities-law/cryptocurrencys-future-in-the-u-s-is-threatened-by-sec-action-against-ripple> [https://perma.cc/A635-SQEE].

Coenen, M., & Davis, S. (2017). Minor Courts, Major Questions. *Vand. L. Rev.*, 70, 777.

Clayton, J. (2020, Nov. 2). *Statement on Harmonizing, Simplifying and Improving the Exempt Offering Framework; Benefits to Small and Medium-Sized Business and Their Investors*. <https://www.sec.gov/news/public-statement/clayton-harmonization-2020-11-2> [https://perma.cc/YLZ3-JP4D].

Cohen, L., & Lewin, F. (2022, June 14). RFIA Proposals Introduce Innovative Digital Asset Regulation Through Ancillary Assets. *IFLR*. <https://www.iflr.com/article/2a89wn78h6ljzwr097xts/rfia-proposals-introduce-innovative-digital-asset-regulation-through-ancillary-assets> [https://perma.cc/SP7B-GQEW].

Cohen, L. R., Strong, G., Lewin, F., & Chen, S. (2022). *The Ineluctable Modality of Securities Law: Why Fungible Crypto Assets Are Not Securities*. <https://dlxlaw.com/wp-content/uploads/2022711/The-Ineluctable-Modality-of-Securities-Law-DLx-Law-Discussion-Draft-Nov.-10-2022.pdf> [https://perma.cc/Q76Z-8CDY].

Cohen, Lewis R. (2019). Ain't Misbehavin': An Examination of Broadway Tickets and Blockchain Tokens. *Wayne L. Rev.*, 65, 81, 111.

⁴⁰⁹ См. выше Раздел II.B.

⁴¹⁰ См. выше Разделы I.A.1-2.

⁴¹¹ См. (Peirce, 2020).

⁴¹² См. выше Раздел II.A.

⁴¹³ См. выше Раздел II.A.

⁴¹⁴ См. выше Раздел I.A.2.

⁴¹⁵ См. выше Раздел III.A.

⁴¹⁶ См. выше Раздел III.B.

- Doatan, Y. (2019). Deference and Disagreement in Administrative Law. *Admin. L. Rev.*, 71, 761, 792.
- Donovan, M. (2023). Ripple effect: the SEC's major questions doctrine problem. *Fordham Law Review*, 91, 2309–2352.
- Engstrom, D. F., & Priddy, J. E. (2022, July 6). West Virginia v. EPA and the Future of the Administrative State. *Legal Aggregate*. <https://law.stanford.edu/2022/07/06/west-virginia-v-epa-and-the-future-of-the-administrative-state/> [https://perma.cc/AE88-7457].
- Feign, A. (2022, Dec. 11). What Is an ICO?. *CoinDesk*. <https://www.coindesk.com/learn/what-is-an-ico/> [https://perma.cc/S8T2-AWP4].
- Gensler, G. (2022, Sept. 8). *SEC Speaks: Kennedy and Crypto*. <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-sec-speaks-090822> [https://perma.cc/M9BT-J5GS].
- Giancarlo, Ch., & Bahlke, C. (2020, June 17). Cryptocurrencies and US Securities Laws: Beyond Bitcoin and Ether. *IFLR*. <https://www.iflr.com/article/2a644yk131snh9bqzpou8/cryptocurrencies-and-us-securities-laws-beyond-bitcoin-and-ether> [https://perma.cc/97UQ-6CP3].
- Grewal, P. (2023, Mar. 22). We Asked the SEC for Reasonable Crypto Rules for Americans. We Got Legal Threats Instead. *Coinbase*. <https://www.coinbase.com/blog/we-asked-the-sec-for-reasonable-crypto-rules-for-americans-we-got-legal> [https://perma.cc/E59J-CEW5].
- Heinzerling, L. (2017). The Power Canons. *Wm. & Mary L. Rev.*, 58, 1933, 1970–1974.
- Hinman, W. (2018, June 14). *Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)*. *Remarks at the Yahoo Finance All Markets Summit: Crypto*. <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418> [https://perma.cc/Q9F6-YUNS].
- Hill, A. C. (2022, July 19). What Does the Supreme Court's Decision in West Virginia v. EPA Mean for U.S. Action on Climate?, *Council on Foreign Rels*. <https://www.cfr.org/blog/what-does-supreme-courts-decision-west-virginia-v-epa-mean-usaction-climate> [https://perma.cc/D5A5-55K3].
- Isaac, Ch. L., Riemer, K. E., Mikhael, Ch., & Humenik, S. M. (2022, May 6). CFTC and SEC Perspectives on Cryptocurrency and Digital Assets — Volume I: A Jurisdictional Overview. *K&L Gates*, <https://www.klgates.com/CFTC-and-SEC-Perspectives-on-Cryptocurrency-and-Digital-Assets-Volume-I-A-Jurisdictional-Overview-5-6-2022> [https://perma.cc/Z85Q-7SGX].
- Jakub. (2021, Apr. 1). History of DeFi—from Inception to 2021 and Beyond. *Finematics*. <https://finematics.com/history-of-defi-explained/> [https://perma.cc/LMT4-WPLU].
- Jean, D., & Emerson, S. (2022, Nov. 12). 'The Devil in Nerd's Clothes': How Sam Bankman-Fried's Cult of Genius Fooled Everyone. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/davidjeans/2022/11/12/the-devil-in-nerds-clothes-how-sam-bankman-frieds-cult-of-genius-fooled-everyone/> [https://perma.cc/3U5E-ZHFM].
- Johnson, B., Martin, M., & Nixon, B. (2022, July 15). Supreme Court Decision Portends Greater Judicial Scrutiny of FCC. *JDSupra*. <https://www.jdsupra.com/legalnews/supreme-court-decision-portends-greater-8986008/> [https://perma.cc/9UYT-848H].
- Kiernan, P. (2022, June 14). Crypto Legislation Could Undermine Market Regulations, Gensler Says. *Wall St. J.* <https://www.wsj.com/articles/crypto-legislation-could-undermine-market-regulations-gensler-says-11655231512> [https://perma.cc/8T3R-G9DE].
- Kuegler, A. (2020). Cryptocurrency and the SEC: How a Piecemeal Approach to Regulating New Technology Selectively Stifles Innovation. *Conn. L. Rev.*, 52, 989.
- Layton, R. (2021, Aug. 30). The Crypto Uprising the SEC Didn't See Coming. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/roslynlayton/2021/08/30/the-crypto-uprising-the-sec-didnt-see-coming/> [https://perma.cc/RS8W-9YGJ].
- Leske, K. O. (2016). Major Questions About the "Major Questions" Doctrine. *Mich. J. Env't & Admin. L.*, 5, 479, 489. <https://doi.org/10.36640/mjeal.5.2.major>
- Levine, M. (2022, Sept. 8). Gary Gensler Wants to Regulate Crypto. *Bloomberg*. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-09-08/gary-gensler-wants-to-regulate-crypto> [https://perma.cc/NB9E-QF5W].
- Lofchie, S., Almquist, C., & Souchet, S. (2022). *The Securities Law Treatment of Utility Tokens (or Why It Is Past Time for the SEC to Engage with the Hard Questions)*. <https://www.friedfrank.com/uploads/siteFiles/Publications/The%20Securities%20Law%20Treatment%20of%20Utility%20Tokens.pdf> [https://perma.cc/9EVX-6SLC].
- Loshin, J., & Nielson, A. (2010). Hiding Nondelegation in Mouseholes. *Admin. L. Rev.*, 62, 19, 62.
- Moncrieff, A. R. (2008). Reincarnating the "Major Questions" Exception to Chevron Deference as a Doctrine of Non-Interference (or Why Massachusetts v. EPA Got It Wrong). *Admin. L. Rev.*, 60, 593, 594.
- Nakamoto, S. (2008). *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> [https://perma.cc/T2YT-DZR7].
- Nesler, J. H. (2019, Oct. 28). When It Comes to Analyzing Utility Tokens, the SEC Staff's "Framework for 'Investment Contract' Analysis of Digital Assets" May Be the Emperor Without Clothes (or, Sometimes an Orange Is Just an Orange) (Part I). *Winston & Strawn LLP*. <https://www.winston.com/en/crypto-law-corner/when-it-comes-to-analyzing-utility-tokens-the-sec-staffs-framework-for-investment-contract-analysis-of-digital-assets-may-be-the-emperor-without-clothes-or-sometimes-an-orange-is-just-an-orange.html> [https://perma.cc/U3SG-Q52G].
- Nibley, B. (2023, Mar. 1). Bitcoin Price History: 2009–2023. *SoFi Learn*. <https://www.sofi.com/learn/content/bitcoin-price-history/> [https://perma.cc/QZD6-SWWQ].
- Pearce, H. M. (2020, Feb. 6). *Running on Empty: A Proposal to Fill the Gap Between Regulation and Decentralization*. <https://www.sec.gov/news/speech/pearce-remarks-blockress-2020-02-06> [https://perma.cc/L85B-BWNC].
- Pearce, H. M. (Sept. 24, 2018). *Wolves and Wolverines: Remarks at the University of Michigan Law School*. <https://www.sec.gov/news/speech/speech-pearce-092418> [https://perma.cc/L55J-3FML].

- Pham, C. (2022, July 21). Statement of Commissioner Caroline D. Pham on SEC v. Wahi. <https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/phamstatement072122> [https://perma.cc/Z64Q-AYLF].
- Phillips, T. (2021). *The SEC's Regulatory Role in the Digital Asset Markets*. <https://www.americanprogress.org/wp-content/uploads/2021/10/SECs-Regulatory-Role-in-the-Digital-Asset-Markets-1.pdf> [https://perma.cc/CZ93-FM3U].
- Renteria, N., Wilson, T., & Strohecker, K. (2021, June 9). In A World First, El Salvador Makes Bitcoin Legal Tender. *Reuters*. <https://www.reuters.com/world/americas/el-salvador-approves-first-law-bitcoin-legal-tender-2021-06-09/> [https://perma.cc/M7EU-XXPH?type=image].
- Richardson, N. (2022). Antideference: COVID, Climate, and the Rise of the Major Questions Canon. *Va. L. Rev. Online*, 108, 174, 180.
- Richardson, N. (2016). Keeping Big Cases from Making Bad Law: The Resurgent “Major Questions” Doctrine. *Conn. L. Rev.*, 49, 355, 382–385.
- Roberts, D. (2019, Oct. 10). CFTC Says Cryptocurrency Ether Is a Commodity, and Ether Futures Are Next. *Yahoo! Fin.* <https://finance.yahoo.com/news/cftc-says-cryptocurrency-ether-is-a-commodity-and-is-open-to-ether-derivatives-133455545.html> [https://perma.cc/V3QH-8DST].
- Rooney, K. (2018, June 6). SEC Chief Says Agency Won't Change Securities Laws to Cater to Cryptocurrencies. *CNBC*. <https://www.cnbc.com/2018/06/06/sec-chairman-clayton-says-agency-wont-change-definition-of-a-security.html> [https://perma.cc/8UC6-6ZEF].
- Rosner, Marcel T., & Kang. (2016). Understanding and Regulating Twenty-First Century Payment Systems: The Ripple Case Study. *Mich. L. Rev.*, 114, 649, 657–660.
- Schwartz, L. (2022, Nov. 30). 'Inaction Is Paralysis': CFTC Chair Rostin Behnam Calls for Regulation in the Wake of FTX's Collapse. *Fortune Crypto*. <https://fortune.com/crypto/2022/11/30/inaction-is-paralysis-cftc-chair-rostin-behnam-calls-for-regulation-in-the-wake-of-ftxs-collapse/> [https://perma.cc/D83A-QAA3].
- Shalal, A. (2021, July 8). Sen. Warren Warns of Cryptocurrency Risks, Presses SEC on Oversight Authority. *Reuters*. <https://www.reuters.com/technology/sen-warren-warns-cryptocurrency-risks-presses-sec-oversight-authority-2021-07-08/> [https://perma.cc/W5EG-896K].
- Shapiro, G. (2021, May 10). How SEC vs. Ripple Stems from an Age-Old Philosophical Debate. *Lex Node's Off. CryptoLaw News*. <https://lexnode.substack.com/p/how-sec-vs-ripple-stems-from-an-age> [https://perma.cc/S93W-JGD4].
- Shapiro, G. (2020, Apr. 15). Defining Decentralization for the Law. *Medium*. <https://lex-node.medium.com/defining-decentralization-for-law-58ca54e18b2a> [https://perma.cc/8T7J-QKPY].
- Srivastava, N. (2020, Nov. 19). Drivers and Barriers for Adoption of Blockchain. *Blockchain Council*. <https://www.blockchain-council.org/blockchain/drivers-and-barriers-for-adoption-of-blockchain/> [https://perma.cc/L6FK-8Q6F].
- Sunstein, C. R. (2021). There Are Two “Major Questions” Doctrines. *Admin. L. Rev.*, 73, 475, 483.
- Sunstein, C. R. (2006). *Chevron Step Zero*. *Va. L. Rev.*, 92, 187.
- Stump, D. D. (2021). *Digital Assets: Clarifying CFTC Regulatory Authority & the Fallacy of the Question, "Is It a Commodity or a Security?"*. https://www.cftc.gov/media/6306/DigitalAssetsAuthorityInfographic_CommStump082321/download [https://perma.cc/7WSD-BUDU].
- Temkin, B. R., King, C. L., & Markarian, M. (2020). *SEC Regulation Best Interest: A Practical Guide for Broker-Dealers and Investment Advisers*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3566610 [https://perma.cc/62ZT-J9RL].
- Tinianow, A. (2022, July 1). The Supreme Court's Wrecking Ball Could Impact SEC Authority. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/andreatinianow/2022/07/01/the-supreme-courts-wrecking-ball-could-impact-sec-authority> [https://perma.cc/45DV-KR7V].
- U.S. Dept. of Just. (2015 May 5). *Ripple Labs Inc. Resolves Criminal Investigation: Press Release*. <https://www.justice.gov/opa/pr/ripple-labs-inc-resolves-criminal-investigation> [https://perma.cc/UQD7-LRDY].
- Van Valkenburgh, P. (2018, Aug.). Framework for Securities Regulation of Cryptocurrencies 2.0. *Coin Ctr.* <https://www.coincenter.org/framework-for-securities-regulation-of-cryptocurrencies/> [https://perma.cc/2KT6-D6YM].
- Warmbrodt, Z. (2022, Mar. 15). Elizabeth Warren's Anti-Crypto Crusade Splits the Left. *Politico*. <https://www.politico.com/news/2022/03/15/democrats-divided-crypto-future-00015804> [https://perma.cc/2884-GUMX].

История статьи / Article history

Дата поступления / Received 20.06.2023

Дата одобрения после рецензирования / Date of approval after reviewing 08.09.2023

Дата принятия в печать / Accepted 08.09.2023