

# Информация для клиентов Блокчейн-токены и первичное размещение токенов: НОВЫЙ ГОД, НОВЫЕ перспективы

В 2017 году произошел взрывной рост продаж блокчейн-токенов в рамках так называемых первичных размещений токенов («ICO»)<sup>1</sup>. По данным сайта CoinSchedule, который отслеживает информацию об ICO (или продаже цифровых токенов), в 2017 году общая сумма средств, привлеченных в ходе ICO, составила 3 700 682 293 долларов по сравнению с 96 389 917 долларов в 2016 году.<sup>2</sup>

Едва ли вызывает удивление тот факт, что 2017 год отмечен также повышенным вниманием к ICO со стороны регулирующих органов США. Комиссия по ценным бумагам и биржам («КЦББ») образовала новое кибер-подразделение и приняла первые серьезные меры в отношении организаторов ICO.

С началом нового года представляется целесообразным еще раз рассмотреть и оценить заявления и действия КЦББ в сфере криптовалют и ICO в прошлом году и поразмышлять над возможным развитием событий в новом году. Мы акцентируем особое внимание на правоприменительных мерах КЦББ, касающихся ICO, и последних заявлениях председателя КЦББ в отношении криптовалют и ICO.

Несмотря на неоднократные заявления КЦББ о том, что каждое дело должно рассматриваться на основании всей совокупности фактов и обстоятельств, круг обстоятельств, позволяющих эмитенту по ICO полагаться на то, что его токены являются ценными бумагами, оказался на практике уже, чем предполагалось ранее. Вероятнее всего, это приведет к снижению активности на рынке ICO в США.

---

<sup>1</sup> Хотя вместо ICO мы предпочитаем использовать термины «продажа токенов» или «запуск токенов», ссылки на первичное размещение токенов/ICO стали обычной практикой в отрасли и среди регулирующих органов. В связи с этим в настоящем обзоре мы используем термин «ICO».

<sup>2</sup> Со статистикой по ICO, собранной CoinSchedule, можно ознакомиться на: <https://www.coinschedule.com/stats.html>.

Кроме того, вероятно, что в текущем году многие регуляторы, включая КЦББ, продолжат ужесточать общий контроль над рынком ICO. Однако принятие местного регулирования в различных странах может привести к размытию рынка блокчейн-токенов, что, в свою очередь, приведет к снижению возможной общественной пользы технологии блокчейн.

### **ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ КЦББ**

В недавнем публичном заявлении председатель КЦББ Джей Клейтон пролил немного больше света на позицию КЦББ в отношении криптовалют и продажи токенов.<sup>3</sup> Заявление адресовано как мелким инвесторам, так и профессиональным участникам рынка.

### **Предупреждения для инвесторов**

Г-н Клейтон обратился к инвесторам со словами предостережения в связи с глобальным охватом рынка криптовалют и ICO.

Инвестированные вами средства могут быстро переместиться за границу без предупреждения. Следствием может стать возрастание рисков, в том числе риска того, что регулирующие органы, такие как КЦББ, могут оказаться лишены возможности принять эффективные меры к нарушителям и вернуть средства.

Данный аспект ICO, часто являющийся неизбежным следствием использования технологии блокчейна, вероятно, и побудил ряд национальных регулирующих органов ужесточить надзор на рынке ICO. Сделки, осуществленные по технологии блокчейна, невозможно изменить, они часто проходят без участия посредника, деятельность которого регулируется со стороны национального или иного государственного органа, и они не признают каких-либо политических границ. Неамериканский эмитент может без труда продать токены в США, а все вырученные средства могут в ту же секунду покинуть сферу досягаемости американского регулирующего органа, возможно, не оставив инвесторам и регулирующим органам США инструментов для устранения последствий неправомерных действий со стороны подобного эмитента.

---

<sup>3</sup> Публичное заявление «Заявление в отношении криптовалют и первичного размещения токенов» (11 декабря 2017 г.), размещено на: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>. Председатель Комиссии по торговле товарными фьючерсами («КТТФ») Дж. Кристофер Джанкарло в тот же день распространил заявление в поддержку заявления Клейтона, в котором отметил, что КЦББ и КТТФ находятся в постоянном контакте по вопросам, связанным с криптовалютами и первичным размещением токенов. Пресс-релиз «Джанкарло выражает поддержку председателю КЦББ Клейтону в связи с его заявлением по ICO» (11 декабря 2017 г.), размещен на: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/giancarlostatement121117>.

## Предупреждение для профессиональных участников рынка

В своем обращении к профессиональным участникам рынка г-н Клейтон сослался на «Отчет о результатах расследования в соответствии со ст. 21(а) Закона об обороте ценных бумаг 1934 года: The DAO» («Отчет DAO»)<sup>4</sup>, а также на последующие правоприменительные меры. В данном контексте он заявил следующее:

Изменение структуры размещения ценных бумаг не отменяет того основополагающего правила, что при размещении ценных бумаг должно соблюдаться наше законодательство о ценных бумагах.<sup>5</sup> Иными словами, замена традиционного корпоративного участия в прибыли, отраженного в центральном реестре, на участие в прибыли предприятия, зарегистрированное в виде записи блокчейн в реестре размещения, может привести к изменению формы сделки, но не меняет ее сути.

Г-н Клейтон отметил, что простое именование токена «полезным» токеном или выстраивание его структуры таким образом, чтобы он приносил инвестору пользу, не означает, что токен не является ценной бумагой. Он также отмечает, что особенную тревогу вызывают ситуации, когда организаторы делают акцент на потенциале обращения токенов на вторичном рынке. Хотя г-н Клейтон ясно выразил свою позицию, что многие ICO предполагают предложение и продажу ценных бумаг, он признает, что ответ на вопрос о том, является ли определенный токен ценной бумагой, зависит от конкретных фактов. Далее он предлагает простой пример:

[Т]окен, представляющий собой долю участия в клубе «книга месяца», может не подпадать под действие нашего законодательства о ценных бумагах и может являться эффективным способом привлечения организаторами клуба средств на будущее приобретение книг и распространение данных книг владельцам токенов. В отличие от этого, многие размещения токенов вышли далеко за пределы данной модели и имеют больше сходства с долями участия в издательстве, которое еще предстоит создать, а затем привлечь авторов, напечатать книги и выстроить сеть их распространения.

Г-н Клейтон обращается с предостережением также и к организаторам обращения ценных бумаг и брокерам-дилерам, которые могут быть привлечены к ответственности за организацию работы бирж, систем и платформ без регистрации в нарушение Закона США об обороте ценных бумаг 1934 года, если соответствующие токены и связанные с ними продукты представляют собой ценные бумаги.

---

<sup>4</sup> Материалы КЦББ, выпуск № 34-81207 (25 июля 2017 г.), размещен на: <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131>.

<sup>5</sup> В примечании к заявлению г-н Клейтон подтверждает, что это не обязательно означает, что проведение первичного размещения токена, являющегося ценной бумагой, возможно только при условии регистрации. Первичное размещение токена, являющегося ценной бумагой, может быть структурировано таким образом, чтобы к нему можно было применить действующие исключения из требования о регистрации, например, Положение D Закона США о ценных бумагах.

22 января 2018 г. в своем выступлении на Конференции по вопросам регулирования ценных бумаг, г-н Клейтон подтвердил ранее высказанную им позицию о том, что кураторы, такие как юристы, оказывающие консультации по вопросам регулирования ценных бумаг, специалисты по финансовому учету и иные лица, обладающие профессиональными знаниями на данном рынке, должны действовать с должной степенью ответственности при оказании клиентам услуг в данной сфере.<sup>6</sup>

### ВОЗВРАЩАЯСЬ К ДЕЛУ КОМПАНИИ THE DAO

В свете отсылок г-на Клейтона может оказаться полезным еще раз изучить Отчет DAO. Отчет DAO вышел в июле 2017 г. и стал первым предупредительным выстрелом КЦББ в отношении блокчейн-токенов и применения к ним федерального законодательства США о ценных бумагах.

Компания The DAO представляет собой пример децентрализованной автономной организации, термин, используемый для описания виртуальной организации, воплощенной в компьютерном коде и реализованной в распределенном реестре или блокчейне. Компания The DAO работала в качестве коммерческой организации в целях создания и владения эфиром (или ETH), посредством продажи токенов The DAO, которые ETH затем собирался использовать для финансирования различных проектов. Владельцы токенов The DAO должны были участвовать в доходах от проектов посредством голосования по проектам и получения вознаграждений. Они также могли перепродать токены The DAO на ряде интернет-платформ.

В Отчете DAO КЦББ провела анализ токенов The DAO в соответствии с так называемым критерием *Howey* и пришла к заключению, что они представляют собой одну из форм «инвестиционного контракта» и тем самым являются ценными бумагами для целей федерального законодательства США о ценных бумагах. «Инвестиционный контракт» – это инвестирование денежных средств в обычное предприятие с обоснованным ожиданием получения прибыли от предпринимательских или управленческих усилий других лиц.<sup>7</sup> КЦББ установила, что:

- Инвесторы компании The DAO осуществляли инвестиции денежных средств в виде ETH, что представляло собой вложение ценностей, предусмотренное критерием *Howey*.

<sup>6</sup> Текст речи на ежегодной конференции Сообщества по правовому регулированию ценных бумаг (Securities Regulation Institute ) (22 января 2018), размещен на: <https://www.sec.gov/news/speech/speech-clayton-012218>

<sup>7</sup> Материалы КЦББ, выпуск № 34-81207, выше примечание 6 на стр. 11; см. также дело *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389, 393 (2004); дело *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 301 (1946).

- Инвесторы, приобретавшие токены The DAO, осуществляли инвестиции в обычное предприятие, имея разумные ожидания получения прибыли от данного предприятия. КЦББ подчеркивает, что в рекламных материалах для потенциальных покупателей говорилось о том, что компания The DAO является коммерческой организацией, целью которой является финансирование проектов в обмен на доход от инвестиций, а у владельцев токенов The DAO есть возможность получения доли потенциальной прибыли от данных проектов.
- Прибыль инвесторы должны были получить от управленческих усилий других лиц. Анализ КЦББ отмечает этот момент. КЦББ сделала вывод, что инвесторы компании The DAO, чьи ожидания сформировались под воздействием маркетинговых мероприятий в ходе реализации токенов The DAO, разумно ожидали от учредителей (а также предварительно отобранных кураторов, которым был поручен подбор проектов, предлагаемых на голосование владельцам токенов The DAO) приложения существенных управленческих усилий после начала деятельности компании The DAO. Учредители и кураторы играли решающую роль в контроле за деятельностью компании The DAO, сохранении средств инвесторов и принятии решения о вынесении предлагаемых проектов на голосование. Как следствие, у инвесторов не оставалось другого выбора, кроме как полагаться на их опыт и знания.

Хотя платформа компании The DAO была создана и работала по принципу блокчейна, она фактически сохраняла традиционную операционную структуру. Она существовала в киберпространстве без физического места ведения деятельности в реальном мире, но она находилась под контролем и управлялась учредителями и группой кураторов, отобранных учредителями. В деятельности данной организации в киберпространстве не было истинной децентрализации – участники экосистемы компании The DAO не обладали полным контролем при принятии инвестиционного решения или осуществлении контроля за активами и их отчуждением. Предоставление полного контроля всем участникам, вероятно, привело бы к неработоспособности платформы компании The DAO. Тем не менее, существует вероятность того, что КЦББ пришла бы к другому выводу, если бы платформа работала на действительно децентрализованной основе без участия доверенного лица. Было относительно просто сделать вывод о том, что токены The DAO являются ценными бумагами.

### ПОСЛЕДУЮЩИЕ СОБЫТИЯ – ICO С ЭЛЕМЕНТАМИ МОШЕННИЧЕСТВА

В сентябре 2017 г. КЦББ заявил о выявлении двух ICO (RECOin и DRC World), якобы обеспеченных недвижимым имуществом и алмазами.<sup>8</sup> В декабре 2017 г. КЦББ

---

<sup>8</sup> Пресс-релиз «КЦББ выявила два первичных размещения токенов, якобы обеспеченных недвижимым имуществом и алмазами» (29 сентября 2017 г.), размещен на: <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0>.

сообщила о получении судебного решения о замораживании активов с целью пресечения ICO (PlexCorps), в ходе которого было привлечено 15 млн долларов от тысяч инвесторов на основании ложных обещаний получения 13-кратной прибыли в течение менее чем одного месяца.<sup>9</sup> В каждом из этих случаев КЦББ предъявила обвинение в нарушении положений о противодействии мошенничеству и осуществлении регистрации федерального законодательства США о ценных бумагах соответствующим компаниям.

Данные примеры иллюстрируют довольно простые для КЦББ дела, при условии, что обвинения КЦББ будут поддержаны судом. По каждому делу предъявлены серьезные обвинения в мошенничестве. Более того, ситуация с признанием соответствующих токенов ценными бумагами однозначна, учитывая тот факт, что каждый из токенов якобы обеспечен и увеличение его стоимости основано на исходных активах соответствующей компании.

### **MUNCHEE – ICO БЕЗ ОБВИНЕНИЙ В МОШЕННИЧЕСТВЕ**

11 декабря 2017 г. КЦББ распространила пресс-релиз и сопутствующее предписание касательно компании Munchee Inc.<sup>10</sup> Компания Munchee приняла решение прекратить свое ICO после обращения КЦББ и согласилась с предписанием КЦББ о том, что токены, предлагаемые компанией Munchee, являются ценными бумагами в соответствии с Законом США о ценных бумагах 1933 года.

### **Токены MUN**

Компания Munchee находилась в процессе проведения ICO токенов MUN. Токены MUN предлагались к приобретению в США и по всему миру. В описании токенов MUN говорилось, что это «полезные» токены, дающие право на использование или получение доступа к услугам компании Munchee. Компания Munchee хотела привлечь 15 млн долларов для улучшения существующего приложения для iPhone для сбора отзывов о блюдах в ресторанах и для создания экосистемы, в рамках которой компания Munchee и другие лица могли бы осуществлять куплю-продажу товаров и услуг с использованием токенов MUN.

---

<sup>9</sup> Пресс-релиз «КЦББ предпринимает неотложные меры для пресечения аферы с ICO» (4 декабря 2017 г.), размещен на: <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-219>.

<sup>10</sup> Пресс-релиз «Компания прекращает ICO после заявления КЦББ о необходимости регистрации» (11 декабря 2017 г.), размещен по адресу: <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-227>. См. также «Решение по делу компании Munchee Inc.», Материалы КЦББ, выпуск № 33-10445 (11 декабря 2017 г.) (предписание о прекращении и невозобновлении противоправных действий), размещено на: <http://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>.

## Реклама токенов компании Munchee

В обзоре КЦББ по результатам изучения деятельности компании Munchee значительное внимание уделено рекламным мероприятиям компании Munchee и связанных с ней лиц. В частности, компания Munchee и указанные лица активно рекламировали потенциал увеличения стоимости токенов MUN. В число данных рекламных мероприятий, помимо прочего, относились:

- указания в информационном буклете MUN на увеличение стоимости токенов MUN в результате роста участия в «экосистеме» компании Munchee;
- заявления компании Munchee и ее агентов (в информационном буклете, на сайте компании Munchee и т.п.) о ведении компанией Munchee своей деятельности способами, ведущими к увеличению стоимости токенов MUN (включая использование «многоуровневого» плана, в рамках которого сумма, выплачиваемая за обзор в приложении компании Munchee, будет зависеть от количества имеющихся токенов MUN, и ссылки на намерение компании Munchee «сжигать» токены в определенных обстоятельствах, выводя их из обращения);
- заявления компании Munchee о намерении обеспечить возможность владельцам MUN продать свои токены MUN на вторичном рынке и об осуществлении компанией Munchee купли-продажи токенов MUN за счет собственных средств для обеспечения ликвидного вторичного рынка токенов;
- публикация компанией Munchee поста в блоге с рассказом об ожиданиях роста стоимости токенов MUN в течение времени, а также заявления (и поддержка заявлений со стороны других лиц) с активной рекламой возможностей по получению прибыли;
- ориентация маркетинговых мероприятий компании Munchee и ее агентов на лиц, заинтересованных в инвестировании в биткоины и прочие цифровые активы (а не текущих пользователей приложения компании Munchee, рестораны и прочих вероятных или потенциальных пользователей приложения).

## Применение критерия Howey

Основываясь на критерии *Howey*, КЦББ пришла к выводу, что токены MUN являются инвестиционными контрактами и тем самым ценными бумагами. Поскольку факт инвестирования денежных средств и наличия обычного предприятия было нетрудно доказать, КЦББ сконцентрировалась на ожиданиях инвесторов в отношении прибыли, извлекаемой за счет усилий других лиц, и отметила, что:

- Покупатели токенов MUN имели разумные ожидания получения дохода от своих инвестиций в предприятие компании Munchee. Привлекаемые средства предполагалось направить на построение компанией Munchee экосистемы, которая

должна была создать спрос на токены MUN и повысить их ценность. Компания Munchee собиралась переработать свое приложение, чтобы люди могли осуществлять куплю-продажу услуг с использованием токенов MUN, и привлечь партнеров, таких как рестораны, готовых предлагать свои услуги с оплатой токенами MUN. Кроме того, компания Munchee особо подчеркивала, что обеспечит функционирование вторичного рынка токенов MUN незамедлительно после завершения размещения и до создания экосистемы.

- Инвесторы должны были получать доход от значительных предпринимательских и управленческих усилий других лиц, а именно, компании Munchee и ее агентов, которые должны были переработать приложение Munchee, создать экосистему, которая бы привела к увеличению стоимости токенов MUN, и поддерживать функционирование вторичного рынка.

Хотя в этом не было необходимости для соответствующего вывода, КЦББ отметила, что даже если бы токены MUN несли практическую пользу во время их размещения, то это все равно не исключало бы признания токена ценной бумагой. КЦББ ясно дает понять, что, по ее мнению, результаты анализа по-прежнему основываются на всех фактах и обстоятельствах каждого конкретного дела. Того факта, что токены имеют какую-то функцию или пользу при выпуске, недостаточно для вывода о том, что данные токены не являются ценными бумагами.

### **Первый взгляд на дело Munchee**

Дело *Munchee* имеет важное значение потому, что это первый обнародованный КЦББ случай принятия правоприменительных мер в отношении ICO без предъявления обвинений в мошенничестве. Факты по делу *Munchee* можно рассматривать как особенно вопиющие, принимая во внимание тот акцент об инвестиционной привлекательности токенов MUN, который делали организаторы, замалчивая возможности использования данных токенов, а также давая заверения в возможности обращения токенов MUN на вторичном рынке как способа возврата владельцами своих инвестиций.

С нашей точки зрения, КЦББ в предписании сосредоточила внимание на двух ключевых факторах: (i) большом значении, придаваемом компанией Munchee и ее агентами потенциальной прибыли от инвестиций в токены MUN, как в информационном буклете и других социальных сетях, так и в замысле самих токенов, и (ii) невозможности использования токенов MUN для какой-либо цели в течение значительного периода времени.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> В информационном буклете в отношении токенов MUN указано, что интеграция токенов MUN в приложение компании Munchee произойдет не ранее как минимум второго квартала 2018 года.

Что касается первого пункта, исходя из точки зрения КЦББ по делу *Munchee*, консервативная позиция в отношении токена, который предполагается сделать полезным токеном (а не ценной бумагой), состоит в том, чтобы продавец токена и его агенты избегали рекламных заявлений об инвестиционной ценности токенов или возможности извлечения (или участия в) прибыли от купли-продажи токенов. Кроме того, продавец не должен поддерживать, организовывать или иным образом способствовать подобной рекламе инвестиционной ценности. Исходя из вывода КЦББ по делу *Munchee* дополнительным фактором является то, что продавцы и их агенты не должны давать гарантий возникновения вторичного рынка токенов, на котором покупатели могут возвратить свои инвестиции.

В отношении второго пункта, хотя КЦББ и не высказалась публично, что токены, не обладающие функциональностью на момент создания и распространения, не могут быть полезными токенами, в отличие от ценных бумаг, на настоящий момент представляется разумным воздержаться от выпуска токенов до момента приобретения ими значимой функциональности, а также «прохождения» теста на анализ фактических обстоятельств по критерию *Howey*.

### **Последующий анализ дела *Munchee***

Дело *Munchee* в конечном итоге может оказаться не лучшим прецедентом. Набор односторонних факторов, нацеленных на продвижение ценности токенов MUN в качестве инвестиций, позволил КЦББ сделать вывод, что покупатели непременно приобретали токены MUN в качестве инвестиций, а не для использования в приложении *Munchee*.

Факт приобретения актива и наличие возможности увеличения его денежной стоимости со временем не обязательно указывает на то, что основным мотивом покупателя является получение прибыли. Если покупатель токенов посмотрел на технические предложения по проекту и решил, что платформа может дать существенную пользу *в будущем*, должен ли факт наличия *любых* ожиданий возможной денежной прибыли в конечном итоге обязательно означать, что покупатель приобретает токен с «ожиданием прибыли» от «усилий других лиц» по критерию *Howey*? Или же это только один из факторов, который следует соизмерять со значительными возможностями использования токенов – как непосредственными, так и будущими? Анализ КЦББ, основанный на весомости фактических обстоятельств по делу *Munchee*, скорее всего, подтолкнет рынок к утвердительному ответу на первый вопрос, невзирая на то, что в обстоятельствах может быть больше нюансов, которые нужно учитывать.

Более того, цифровой актив не является изнашиваемым имуществом в отличие от большинства материальных активов. Если максимальное количество цифровых активов ограничено (чему часто бывают веские причины, помимо увеличения

стоимости актива) и у цифрового актива оказывается определенная функциональность, то очень велика вероятность увеличения стоимости данного актива. Но это не означает, что любой при приобретении данного актива делает это в первую очередь в ожидании прибыли.

Если бы токены Munchee были размещены по Положению D и данные токены впоследствии приобрели функционал и стали бы повсеместно использоваться, то продолжали бы данные токены и далее считаться ценными бумагами? Это может привести к неоднозначной ситуации, так как предполагается, что по своей природе такие токены взаимозаменяемы, при этом каждый токен предоставляет определенную функциональностью на конкретной платформе без необходимости ограничения или классификации токенов в зависимости от обстоятельств их выпуска. Следует ли обязать владельца ресторана и одновременно держателя токена информировать о том, что его ресторан является аккредитованным инвестором?

Можно утверждать, что токены, не имевшие функционала в момент выпуска, преобразуются из ценных бумаг во что-то еще при приобретении функционала, однако нам неизвестны прецеденты с такой структурой. И где будет проведена разграничительная линия преобразования? В первый момент приобретения токеном какой-то минимальной функциональности? Если же нет, то кто будет определять, что преобразование произошло и какие иные инвестиционные характеристики должны отпасть, если такое преобразование все-таки произошло?

Мы сходимся во мнении, что факт содействия эмитентом токенов обращению токенов на вторичном рынке, не должен является единственным фактором для вынесения решения. Хотя наличие активного вторичного рынка токенов способно увеличить стоимость данных токенов за счет создания больших возможностей их ликвидности, имеются другие действенные причины для возникновения вторичного рынка. Так, например, пользователь токенов на платформе может в конечном итоге решить, что платформа больше не имеет того же уровня полезности, и пожелать продать токены. Также стоит отметить, что наличие или возможность возникновения вторичного рынка или площадки обращения не являлось фактором по критерию *Howey* и многие активы, явно являющиеся ценными бумагами, не имеют совсем (или очень незначительную) вторичную ликвидность. За исключением случая продолжения выпуска эмитентом новых полезных токенов по мере роста спроса, желающие получить товары и услуги на соответствующей платформе не имеют других практических способов доступа к ним, кроме как через вторичный рынок обращения. Таким образом, в отсутствие факторов, указывающих на то, что целью обеспечения вторичного рынка является предоставление покупателям возможностей по получению прибыли от инвестиций в токены, усилия эмитентов по обеспечению вторичного рынка токенов не должны прекращать попыток дальнейшего анализа.

Мы не утверждаем, что позиция КЦББ по делу *Munchee* неверна. Фактические обстоятельства по делу *Munchee* были особенно неблагоприятны. Мы надеемся, что дела с большим числом нюансов дадут КЦББ возможность разъяснить свою точку зрения и сформировать более выверенный набор рекомендаций для участников рынка в сфере блокчейна для усвоения и применения на практике.

### УСЛАДА ИЛИ БОЛЬ – КУДА ДВИЖЕТСЯ БЛОКЧЕЙН РЕГУЛИРОВАНИЕ?

Недавние заявления председателя КЦББ и меры КЦББ свидетельствуют о вероятности того, что в обозримом будущем ICO продолжит быть в центре внимания КЦББ. Желание выйти за рамки мошеннических действий в деле *Munchee* является важным показателем появления более жесткого регулирования ICO, которые КЦББ расценивает как незарегистрированные размещения ценных бумаг. Мы ожидаем, что КЦББ может расширить зону внимания на токены, выпущенные ранее в рамках ICO, а также на платформы вторичного рынка токенов.

Помимо этого, высока вероятность ужесточения правоприменительной деятельности со стороны органов штатов, уполномоченных в сфере регулирования ценных бумаг. Отдел по ценным бумагам штата Массачусетс недавно инициировал разбирательство в отношении компании *Caviar*, зарегистрированной на Каймановых островах и управляемой резидентом штата Массачусетс, на основании того, что, помимо прочего, продажа токенов, по которым предполагалась квартальная выплата дивидендов объединенным инвестиционным фондом, предположительно являлась незарегистрированной продажей ценных бумаг.<sup>12</sup>

ICO, которые не были реализованы или были реализованы со значительным трудностями, могут стать предметом гражданских исков. Так, два иска, поданные против *Tezos Foundation* в Верховный суд для района Сан-Франциско и в Окружной суд США по Северному округу штата Калифорния демонстрируют, что разочарованные инвесторы без колебаний инициируют судебные разбирательства против организаторов ICO, которые, предположительно, делали заявления, подчеркивающие инвестиционную привлекательность токенов, но нарушали законодательство о ценных бумагах.<sup>13</sup>

Данные события, наряду с ограничениями в отношении торговли криптовалютой и ICO в ряде юрисдикций (например, Китае, Южной Кореи и Франции), а также

<sup>12</sup> Дело *Caviar u Kirill Bensonoff*, Выписка из решения № E-2017-0120 (17 января 2018 г.) размещена на: <http://www.sec.state.ma.us/sct/current/sctbenensonoff/Administrative-Complaint-E-2017-0120.pdf>

<sup>13</sup> Дело *Baker против. Dynamic Ledger Solutions, Inc., и других*, No. CGC-17-562144 (25 октября 2017 г); Дело *GGCC, LLC против. Dynamic Ledger Solutions, Inc., и других.*, No. 3:17-cv-06779-RS (26 ноября 2017 г).

довольно поспешными попытками урегулирования отрасли в других странах (например, России), в предстоящем году могут привести к появлению крайне разрозненной системы регулирования. Это может затруднить (или, как минимум, замедлить) дальнейшее развитие сферы блокчейн.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Хотя позиция КЦББ по ICO еще не прошла проверку в судах, повышенное внимание к ICO способно произвести тормозящий эффект на ICO, нацеленные на американских покупателей, – как через снижение числа ICO в США, так и уменьшение потока токенов в США, предлагаемых в рамках ICO за пределами США. Учитывая пугающе высокое число ICO, связанных с реальными или предполагаемыми аферами, такой результат нельзя признать плохим.

К сожалению, блокчейн-отрасль и ее кураторы в целом не справились с задачей по противодействию нарушителям порядка без вмешательства регулирующих органов. Основополагающая идея, на которой строится технология блокчейна, – замена доверенного третьего лица общим согласием на основе криптографического подтверждения – еще не нашла полного воплощения в реальных приложениях. Неравенство вычислительной мощности, информационная и технологическая сложность затрудняют достижение истинной децентрализации. Эти факторы также вносят свой вклад в высокую вероятность мошенничества и прочих неправомерных действий со стороны организаторов и операторов платформ.

С другой стороны, широко распространено мнение, что технология блокчейна способна принести колоссальную общественную пользу. Действующая нормативно-правовая база не вполне соответствует исходному замыслу данной технологии, поскольку по большей части основана на системе централизованного реестра. Обществу в целом необходимо задуматься о том, подходит ли уже существующий нормативно-правовой режим зарождающемуся новому экономическому порядку (или, как говорят некоторые энтузиасты, новому социальному порядку), формирующемуся по мере использования технологии блокчейна.

Представьте себе, что размещение биткоинов в 2008 году лицом или группой лиц под псевдонимом Сатоси Накамото было осуществлено на основе революционного информационного буклета объемом менее 10 страниц. Было бы очень досадно, если бы это размещение было заблокировано в США. Поскольку сама технология все еще находится на ранних этапах развития и применения, национальным правительствам трудно реализовать систему регулирования, которая бы защищала инвесторов и потребителей, но также и способствовала технологическому развитию. Возможно, федеральным регулирующим органам США следовало бы рассмотреть вопрос о

реализации опытной программы по созданию нормативно-правовой «песочницы», аналогичной программам ряда других стран.

Мы будем рады ответить на любые ваши вопросы по данной тематике.

\* \* \*

**НЬЮ-ЙОРК**

Пёнквон Лим  
blim@debevoise.com

Морган Дж. Хэйз  
mjhayes@debevoise.com

Гари Е. Мерфи  
gemurphy@debevoise.com