

USA update nr 3/2021

Dziś kolejny „USA update”, czyli przegląd tego co dzieje się w prawodawstwie w Stanach Zjednoczonych, jak wygląda praktyka regulatorów i jakie nowe inicjatywy podejmowane są przez kluczowych regulatorów dla rynku finansowego i kapitałowego (OCC, FED, SEC, FINRA, CTFC i inni). USA Update nr 3/2021 czyli subiektywnie wybrane przeze mnie newsy „zza Oceanu”:

1. SEC, tokeny inwestycyjne i Test Howey’a

Od lat 40 XX wieku, od słynnej sprawy z 1946 r. [SEC vs. Howey Co.](#) (328 U.S. 296 (196)) w Stanach używany jest tzw. Test Howey’a. Historycznie patrząc na sprawę Sąd Najwyższy rozpatrywał kwestię, gdzie zaczyna się, a gdzie kończy papier wartościowy/ instrument finansowy. Sprawa dotyczyła specyficznej umowy „sprzedaży” na rzecz w większości nie-rolników nieruchomości, na których znajdowały się gaje cytrusowe z „opcją” wydzierżawienia kupionej ziemi (dzierżawca zajmowałby się ziemią, sadił owoce, uprawiał je i zbierał) – tzw. *leaseback agreement*. Ze względu na charakter umów SEC uznała, że zostały złamane potencjalnie dwie ustawy - [Securities Act of 1933](#) i [Securities Exchange Act of 1934](#) w zakresie w szczególności rejestracji nowych papierów wartościowych. Sąd Najwyższy uznał, że wskazana *leaseback agreement* ma charakter papieru wartościowego i jednocześnie opracował test, zwany właśnie Testem Howey’a. Sąd Najwyższy wskazał, że umowa jest papierem wartościowym, gdy jest inwestycją pieniędzy, oczekiwany jest zwrot z inwestycji, inwestycja odbywa się we wspólne przedsiębiorstwo (*a common enterprise*), zaś zyski pochodzą z „wysiłków promotora lub osoby trzeciej” (*promoter or third party*). Co ciekawe większość sądów federalnych definiuje „wspólne przedsiębiorstwo” jako takie, które ma charakter horyzontalny, co w rozumieniu sądów oznacza, że inwestorzy łączą swoje pieniądze lub aktywa, aby zainwestować w dany projekt. Test Howey’a jest testem stosowanym do dziś (przy okazji mocno krytykowanym, jako nieprzystający do dzisiejszego cyfrowego świata). Dzisiaj Test Howey’a coraz częściej jest jednocześnie wskazywany jako mogący

przesądzić czy wszelkiej maści tokeny inwestycyjne są papierem wartościowym. Warto przy okazji wskazać, że zdanie SEC jak również poszczególnych osób związanych z SEC w tym przedmiocie się zmienia (w zależności wydaje się, od potrzeb i „nastawienia politycznego” do ogólnie pojętych aktywów cyfrowych). W chwili obecnej nastawienie SEC oceniam jako raczej negatywne, w ostatnich tygodniach przeprowadzili trzy tzw. *enforcement actions concerning digital assets*. Polityka SEC dla ogólnie pojętych aktywów cyfrowych w tym tokenów inwestycyjnych za kadencji obecnego przewodniczącego Gary’ego Genslera jest podobna do tej, którą prezentował poprzedni przewodniczący SEC - Jay Clayton tj. raczej negatywna. Gary Gensler w jednym z ostatnich przemówień wskazał: *„Right now, we just don’t have enough investor protection in crypto. Frankly, at this time, it’s more like the Wild West”*. I tu dochodzimy do meritum, gdyż Przewodniczący odniósł się także do tematów związanych z blockchain i tokenów inwestycyjnych (które mogą, lecz nie muszą być oparte o konkretne aktywa czyli np. instrumenty finansowe), wskazując, że jego zdaniem są to niezarejestrowane papiery wartościowe, jako że w swej konstrukcji przeszłyby Test Howey’a (przypomnijmy – test z lat 40 XX wieku!). Także ciekawa konstrukcja, gdy do aktywów cyfrowych stosuje się test sprzed ok. 75 lat.

Dla chętnych poczytać o ostatnich akcjach SEC w tym temacie:

- [SEC v. Uulala, Inc., et al.](#),
- [In the Matter of Blockchain Credit Partners, et al.](#),
- [In the Matter of Poloniex, LLC.](#)

p.s. nazwy regulatorów amerykańskich I to, czym się zajmują tłumaczyłem w „[USA update nr 1/2021](#)”.