

2018年12月21日 全5頁

SECのデジタル資産に関する規制対応

現行連邦証券法の枠内でガイダンスを公表へ

ニューヨークリサーチセンター
主任研究員 鳥毛 拓馬

[要約]

- 2018年11月16日、SEC（証券取引委員会）のコーポレートファイナンス部門等は、イニシャル・コイン・オファリング（ICO）により発行されるトークンなどを含むデジタル資産証券に関する直近のSECの執行措置をレビューしつつ、その対応をまとめた「デジタル資産証券発行および取引に関する声明」を公表した。
- 声明では、デジタル資産が連邦証券法の「証券」に該当する場合や、該当した場合に発行体に求められる連邦証券法上の登録義務などについて改めて確認するとともに、発行体が未登録で違法にデジタル資産証券の募集を行っていたとしても、その後に連邦証券法を遵守する道が残されている旨を示している。
- 声明は新たな規則やガイダンスではないが、CF部門のヒンマン局長は2019年初までに、デジタル資産に関する簡素なガイダンスを公表する予定である旨述べたと報じられている。SECがデジタル資産証券を用いた資金調達を促進する一方で、どのように投資家保護を実現していくのか、引き続き、その動きが注目される。

SECのCF部門等による声明の公表

2018年11月16日、SEC（証券取引委員会）のコーポレートファイナンス部門、投資管理部門、トレーディングおよびマーケット部門（以下、CF部門等）は、「デジタル資産証券発行および取引に関する声明」¹（Statement on Digital Asset Securities Issuance and Trading:以下、声明）を公表した。声明は、デジタル資産証券に関する直近のSECの執行措置をレビューしつつその対応をまとめたものであり、新たな規則などを公表したわけではない。

声明では、投資家および資本市場に利益をもたらす技術革新それ自体については奨励されて

¹ <https://www.sec.gov/news/public-statement/digital-asset-securities-issuance-and-trading>

なお、本声明はSECの規則等ではなく、あくまでもCF部門等の見解を示したにすぎず、SECはその内容を承認も否認もしていない。

いる。一方で、「証券」が従来の形態で発行されるか、あるいは、ブロックチェーンなどの新しいテクノロジーが使用されるかに関係なく、市場参加者は、連邦証券法の枠組みを遵守しなければならないことを強調している。また、新しいテクノロジーを用いて資金調達を行う起業家などに対しては、連邦証券法の適用について弁護士などの専門家に相談し、必要に応じて SEC にも支援を求めるよう推奨している。

声明では、最近の執行措置に関して問題となる場面について、①イニシャル・コイン・オファリング（以下、ICO）を含む、デジタル資産証券の募集・売出し、②デジタル資産証券に投資する投資ビークル、デジタル資産証券への投資について他人に助言する者、③デジタル資産証券の流通市場取引、の3つのカテゴリーに分けて、これらに関するCF部門等の見解を述べている。本稿ではこのSECの声明について概説する。

デジタル資産証券の募集・売出しにおける問題

まず声明では、デジタル資産が、①連邦証券法の目的に照らして、どのような場合に「証券」に該当するのか、②デジタル資産が「証券」に該当する場合、SECのいかなる登録要件が適用されるのか、について示している。

この点に関して、①の証券該当性については、SECが2017年7月に公表した「1934年証券取引所法第21条(a)に基づく調査報告書」(DAOレポート²)や2017年12月のSECによるMunchee社に対する命令を引用し、「投資契約³(investment contract)として募集・売出しが行われるデジタル資産については、当該取引の名称や用いられる技術にかかわらず、『証券』である」ことを改めて確認している。

また、②の登録要件については、SECが声明公表日と同日に公表した、未登録トークンの募集を行ったエアフォックス社とパラゴン社に対する和解命令を引き合いに出している。当該命令では、両社に民事制裁金が課され、1934年証券取引所法（以下、取引所法）第12条(g)に基づきトークンを「証券」として登録する義務とSECへの定期的な報告義務が課された。また、両社は、違法な未登録のトークンを購入した投資家から請求があった場合には、補償することに同意した。

声明では、SECへの登録義務があることにより、ICOでトークンの募集・売出しが行われる前に、投資家は、発行体の登録により得られる情報を受け取れるようになるとしている。また、取引所法に基づく継続開示があることにより、ICOにおいて発行体からトークンを購入した投資

² DAOレポートでは、仮想組織(virtual organization)の“The DAO”が募集・売出しを行ったトークンが、一定の場合には1933年証券法の「証券」に該当し、「証券」に該当する場合、免除要件を満たさない限り、発行体はSECへの登録が必要となる場合があるとの見解が示された。DAOレポートについては、鳥毛拓馬「ICOに関するSECの規制対応」(2017年12月7日付大和総研レポート)。

https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20171207_012532.html

³ 投資契約とは、Howey事件判決によると、①他者の経営努力により、②利益を得る合理的な期待をして、③共同事業に、④資金を出資する、こととされており、その判断は取引の形式ではなく実質で判断するものとされている(Howeyテスト)。

家は、換金するか、あるいはトークンを保持し続けるかについて、より多くの情報に基づいて決定することができるとしている。

さらに声明では、エアフォックス社とパラゴン社に対する執行措置によれば、発行体がデジタル資産証券につき違法な未登録の募集を行った場合であっても、将来に向けて連邦証券法を遵守する道があるとしている。すなわち、民事制裁金等が課されることはあっても、発行体がデジタル資産証券を「証券」として登録し適切に開示するなど、一定の是正措置に従えば、実施した募集等そのものは事後的に適法とされることがあり得るのである。

デジタル資産証券に投資する投資ビークルに関する問題

声明では、1940年投資会社法は投資ビークルの登録および規制枠組みを規定しており、この枠組みは、投資ビークルの投資対象証券がデジタル資産証券であっても、投資ビークルおよびそのサービス提供者に適用されることを確認している。すなわち、デジタル資産証券を保有する投資ビークルおよびデジタル資産証券への投資について他人に助言する者（投資ビークルのマネジャーを含む）は、投資会社法および投資顧問法に基づく登録義務等の規制や信任義務に留意する必要があるとしている。

この点に関して声明では、2018年9月にSECが出したCrypto Asset Management社への執行命令を例に出している。これは、デジタル資産への投資目的で設立されたヘッジファンドのマネジャーが、投資会社としてファンド登録を行わずに、違法で未登録のままファンドの公募を実施したケースである。ファンド資産の40%以上をデジタル資産証券に投資し、ファンド持分を公募することにより、ファンドは未登録の投資会社として違法に運用された。また、当該ファンドマネジャーは投資アドバイザーであり、ファンドの投資家に誤解を生じさせる表示をしたことにより、1940年投資顧問法の詐欺禁止規定に違反していた。

デジタル資産証券の流通市場における取引に関する問題

声明でSECは、デジタル資産証券の流通市場での取引に関し、事業者やプラットフォームなどが、連邦証券法で定義されている「国法証券取引所」や「ブローカー・ディーラー」として登録が必要な場合について確認している。

証券取引所としての登録

声明では、デジタル資産証券の取引を提供し、かつ、連邦証券法で定義される「取引所」として運営するプラットフォームは、国法証券取引所としてSECに登録するか、または、代替的取引システム（Alternative Trading System:ATS）規制に従うATSとして運営するなどして、登録の免除を受けなければならないことを確認している。

そして、「証券」の買手と売手をマッチングさせる市場を提供する事業者は、用いる技術にか

かわらず、その活動が連邦証券法における取引所の定義を満たしているかどうかを判断する必要があると述べている。プラットフォームなどが取引所に該当するかを判断する際には、事業体が事業体自身あるいは、買手と売手をマッチングするために使用される特定の活動や技術をどのように特徴付けるかといったことと関係なく、関連する事実と状況を考慮した機能的アプローチが適用されるとの見解を示している。すなわち、SEC は、そのプラットフォームなどが、証券取引所が一般的に行う機能⁴を有しているか否かについて、実質的に判断するのである。

この点に関し、オーダーブック、注文を表示したウェブサイト、イーサリアムブロックチェーン上で実行するスマートコントラクトを併用して、デジタル資産証券の買手と売手をマッチングさせる市場を SEC に登録せずに提供していた“EtherDelta”の創設者に対して行った執行措置の例を挙げている。特に、EtherDelta のスマートコントラクトは、注文メッセージの検証、注文条件の確認、対になった注文の執行、取引を反映して分散台帳を更新するよう指示するため暗号化されていた。

SEC は同事例において、EtherDelta の活動は明らかに取引所の定義に該当し、このため EtherDelta の創設者は、プラットフォームを国法証券取引所に登録するか、または登録免除を受けるべきであったにもかかわらず、いずれも行わなかったため処分したとしている。

ブローカー・ディーラーとしての登録

声明では、ICO でのデジタル資産証券の発行や流通市場でのデジタル資産証券の取引を容易にする事業体が、仮に「取引所」の定義を満たさなかったとしても、SEC への登録および FINRA などの自主規制機関の会員になることが求められる「ブローカー」または「ディーラー」⁵となる場合があることを確認している。

特に、SEC 登録のブローカー・ディーラーには、法律および規制上の要件が課される。すなわち、ブローカー・ディーラーが SEC に登録せず、証券取引の勧誘または勧誘を試みることは原則として違法とされる。そして、声明では、上記の「取引所」への該当性を判断する場合と同様に、当該事業体が「ブローカー」または「ディーラー」に該当するか否かを判断する場合も、当該事業体がサービスを提供するために使用する特定の活動や技術とは関係なく、関連する事実と状況を考慮した機能的アプローチが適用されるとの見解を示している。

この点に関し、デジタル資産証券の取引を行う事業体が、取引所の定義を満たさない場合であっても、ブローカー・ディーラーの登録要件が適用されるケースの例示として、未登録のブローカー・ディーラーとして運営していた TokenLot 社に対する SEC の命令を取り上げている。

⁴ SEC の証券取引所規則 3b-16 によると、「取引所」といえるためには、①複数の買手と売手の証券の注文をマッチングし、②注文が相互に作用し、注文した買手と売手が取引条件に同意できる、確立された、非裁量的な方法を使用する組織などであることが求められる。

⁵ 取引所法では、「ブローカー」とは他人の勘定において証券取引の遂行を業とする者、「ディーラー」とはブローカーを通じる等の方法により自己の勘定において証券の売買を業とする者、とそれぞれ定義されている。

SEC の今後の対応

今回の SEC の CF 部門等による声明は、これまでの SEC による執行事例から導かれる現行の法的取扱いをまとめたものである。新たな規制が定められたわけではなく、現行法の枠組みの中で、今後も投資家保護のため取締りを実施することを示しているといえる。一方で、新しいテクノロジーを用いて資金調達などを行う者に対して、連邦証券法を遵守しているのであれば、そのビジネスを奨励し、支援する姿勢を打ち出しているともいえ、連邦証券法の適用に関する弁護士などの専門家への相談や、必要に応じて SEC とコンタクトを取ることを推奨している⁶。また、発行体がトークンなどのデジタル資産証券を「証券」として登録しておらず、違法に発行している場合であっても、将来に向けて連邦証券法を遵守する道があるとしている。すなわち、民事制裁金等が課されることはあっても、発行体がデジタル資産証券を「証券」として登録し適切に開示するなど、一定の是正措置に従えば、実施した募集等そのものは事後的に適法とされることがあり得ると示している点は注目に値する。

なお、CF 部門のヒンマン局長は 2019 年初までに、デジタル資産に関する簡素なガイダンスを公表する予定である旨述べたと報じられている⁷。ガイダンスでは、同局長の 6 月の講演の内容（イーサリアムは「証券」でない旨言及）なども盛り込み、ICO におけるトークンの登録方法や登録免除についても明確化するとしている。SEC はデジタル資産証券を用いた資金調達を促進する一方で、連邦証券法に反して ICO を実施する者などに対して、どのように監視、取締りを実施し投資家保護を図っていくか、今後公表される予定のガイダンスの内容が注目される。

⁶ 2018 年 10 月に SEC は、フィンテック関連の見解や執行措置などの情報を公開したり、相談窓口となったりする組織として、FinHub を立ち上げた。<https://www.sec.gov/finhub>

⁷ <https://news.bloomberglaw.com/securities-law/sec-plans-plain-english-crypto-securities-guide>