

米国におけるICOの規制

2018年 5月

野村総合研究所未来創発センター 主席研究員
東京大学 客員教授

大崎 貞和

s-oosaki@nri.co.jp

〒100-0004
東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

ICOに対する米国規制当局の対応

- 証券取引委員会 (SEC) は、証券市場におけるサイバー犯罪等の不正行為を積極的に摘発。2017年9月、サイバー・ユニット設置。
- ICO (Initial Coin Offerings) に対しては、有価証券概念に関する「Howey基準」を適用して無登録の証券募集とみなされる場合があるとする (2017年7月公表のThe DAOに関する報告書)。
 - Howey基準とは、①資金の拠出、②共同の事業、③収益獲得の期待、④収益獲得がもっぱら資金拠出以外の他人の努力によること、の四つの要件が満たされる場合、連邦証券法の規制を受ける「投資契約」となるというもの。
 - 無登録の証券募集であれば、SECによる差し止め請求や制裁金賦課の対象となる。2017年9月にはRecoinに係る初の提訴が行われた。
 - Recoinについてはその後司法省による刑事訴追が行われ、被告人は無罪を主張。現在審理中。
- SECは2017年12月にPlexCoinと呼ばれる詐欺的なトークン発行を差し止める一方、レストラン評価アプリを提供するMunchee社のICO計画に対しても警告を発した。
- 有価証券に該当する仮想通貨を取り扱う仮想通貨交換業者は、国法証券取引所または代替取引システム (ATS) としてのSEC登録を求められる (2018年3月、注意喚起文書公表)。
 - マイニングを通じて組成されるビットコインなどの仮想通貨は、発行者が存在しないため、有価証券には当たらないものと考えられる。

The DAOのICO

- 2016年6月にThe DAOという投資組織を立ち上げたドイツの企業が、「クラウドファンディング」と称してイーサリアムとの交換でトークンを発行。
- トークンを購入した投資家は The DAOが行う投資プロジェクトを通じて利益を得られるという期待があり、プロジェクトの成否はドイツ企業の経営者や投資対象を選定するキュレーターなどの努力に依存していた。SECはこうした場合は「投資契約」に該当すると判断。
- トークン保有者には一定の議決権などの権利が付与されることになっていたが、SECはそれらの権利は事業をコントロールできるほどのものではなく、共同事業とは言えないと判断。
- SECによる判断が示されたのは1年以上後の2017年7月であり、その遅れに対する批判もある。

PlexCoin 事件

- SECサイバー・ユニットによる初の不正摘発事案。
- P社の経営チームの選定する投資によるリターンから1月で1,354%の利益が得られると称するPlex Coinというトークン
を無登録で募集した。
- 実際には投資対象を選定する経営チームは存在せず、主導者でありカナダで違法行為の常習者として知られていた人物の名前を秘して勧誘を行っていた。
- SECは違法行為の恒久的差止命令と投資家から集めた資金の没収、利息分の追徴、民事制裁金の賦課などを求めた。

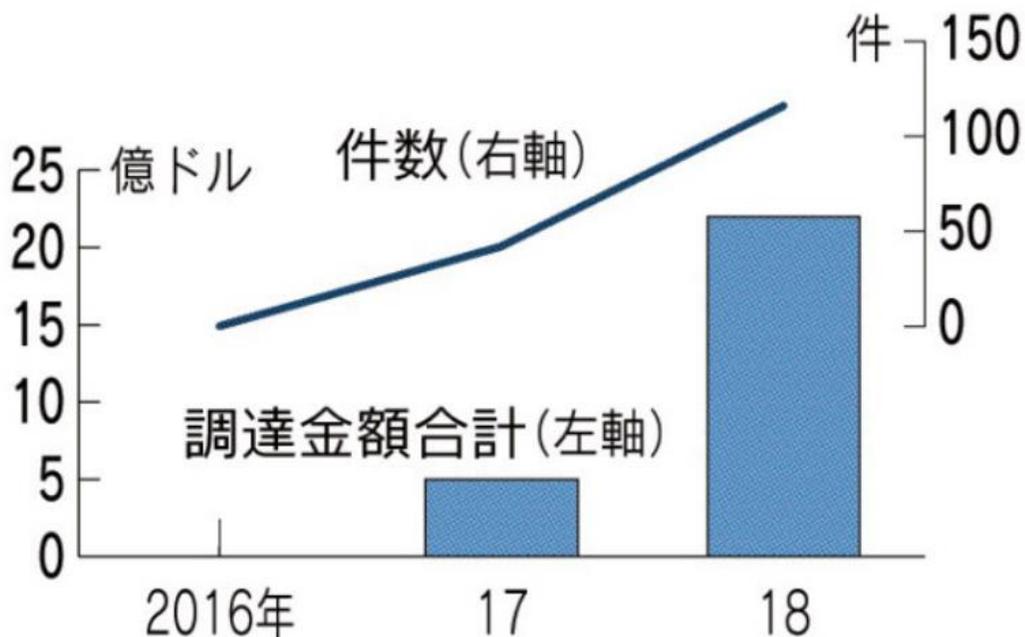
Munchee事件

- スマホ向けのレストラン評価アプリを提供するM社がアプリの機能改善や利用者拡大のための宣伝などの費用を賄う目的でMUNと称するトークンを組成。
- 組成されるトークンの約半数をICOで売却し、残りを口コミを投稿したアプリ利用者や自社従業員、アドバイザー等への報酬支払いに充てる。
- Howey基準に照らした分析の結果、有価証券に該当しないと判断したという。発行者の提供するサービス利用の対価として使用できるトークンは有価証券ではないとの判断に基づいたものと思われる。
- SECは、MUNをめぐる「エコシステム」が確立されればアプリ内での様々な機能の購入に利用でき、情報を掲載するレストランでの食事代金を支払うといった可能性もあるとか広告収入が増加すれば販売済みのMUNの流通を減らす(消却する)などと述べていた点を捉え、もっぱら他人の努力によって価値が増加する有価証券に該当すると判断した。
- M社は、SECからの指摘を受けて募集活動を停止し、既に払い込まれていた資金を投資家に返還した。SECは民事制裁金の賦課などの厳しい制裁を求めることは差し控えた。

私募によるICOの可能性

- SECにはICOを全面的に禁じる意図はなく、勧誘対象を限定した「私募」を行うか、登録届出書を提出して情報開示を行うという方向に誘導しようとしていると考えられる。
- 私募に関するセーフハーバー・ルールであるレギュレーションDに依拠して、同規則にいう適格投資家 (accredited investors) に販売対象を限定する手法が現実的。
- レギュレーションDの規則506は、適格投資家及び35名以内のその他の投資家に対する無登録証券の売付を認める。但し、発行者はSECに対して発行者の名称、住所や役員の名等に記載したフォームDを提出しなければならない。
- 適格投資家には銀行や機関投資家などのほか、発行者の役員、世帯の純資産が100万ドル超または直近2年間の年収が20万ドル(夫婦で30万ドル)超の個人なども含まれる(規則501)。
- 勧誘の対象となる投資家が適格投資家であることを確認する合理的な手段を講じていれば、幅広い勧誘、広告なども許容される。
- レギュレーションDに依拠するICOでは、1年以内におけるトークンの流通をどう制限するかが実務的な課題となる。

米国で適格投資家向けのICOが増加



(注) SECの開示データを基に作成。
2018年は5月7日時点のデータ

(出所)『日本経済新聞』2018年5月9日付朝刊7面。

TelegramによるICO

- 2018年1月末以降、TON(Telegram Open Network) Issuer Inc. がレギュレーションDに依拠しながら当初の総額約8.5億ドル、累計17億ドルという過去最大のICOを実施。
 - 一般投資家向けのICOも行う計画と報じられていたが、そちらは中止した模様。
 - 発行者の関係者の最低出資額は50万ドル、それ以外の場合は2,000万ドルといわれ、シリコンバレーの著名VCなどが投資したと報じられている。
- 発行者は、ロシア最大のSNSの開設者が創設した企業。調達資金は自社のブロックチェーン開発やメッセージャーの開発・維持などに使用すること。
 - 同社のチャットアプリは、高度なセキュリティが高く評価されており、2018年3月にはユーザー数が2億人に達しているとされる。
- 2年間の譲渡制限が課されたはずだが、一部の報道によれば、トークンを手にした適格投資家が、既に売却して多額の利益を獲得しているとのこと。