

JSRI Discussion Paper Series

No.2022-01

SEC のパース委員が提唱する、デジタル・トークンを用いた資金調達行為に対する規制のセーフ・ハーバー案
「Token Safe Harbor Proposal 2.0」 (仮訳)

主席研究員 若園智明

January 2022

SEC のヘスター・パース委員が提唱するトークン・セーフ・ハーバー (バージョン 2.0) 「Token Safe Harbor Proposal 2.0」 (仮訳)

I. はじめに

本ディスカッション・ペーパーは、2021年4月13日にSECのヘスター・パース委員が提案したデジタル・アセットによる資金調達行為に関するセーフ・ハーバー案の仮訳を掲載する¹。このセーフ・ハーバーは、33年証券法にルール195 (Time-Limited Exemption for Tokens) を新設し、このセーフ・ハーバーの条件を満たしたデジタル・トークンの募集・売付・取引等に対して、当初の3年間は33年証券法の適用除外とする案である。パース委員は当該セーフ・ハーバー案を2020年2月6日のスピーチで公表した後²、21年4月の声明 (Statement) で若干の見直しを加えたバージョン2.0を公開した。ただし、このセーフ・ハーバー案はあくまでもパース委員の私案であり、以下のSECの規制的対応のアジェンダには含まれてはいない。

現在SECが検討している規制的対応の分野は、ゲイリー・ゲンスラー委員長が21年12月13日に公表した「Agency Rule List-Fall 2021」に掲載されている³。このリストは同年6月に公表された規制アジェンダのアップデート版であり、外部からSECの活動を観察する際の重要な指針となる。

アジェンダを見ると、多様な分野で規制的対応が検討されていることがわかる。主な分野として①登録除外取引 (Exempt Offerings) やレギュレーションD (Regulation D and Form D Improvements)、②特別買収目的会社 (Special Purpose Acquisition Companies)、③MMFやETFの他に④株式市場の構造改革 (Equity Market Structure Modernization) などが含まれている。この内、登録除外取引等は20年にジェイ・クレイトン前委員長の元で最終規則が公表され翌21年に施行されたばかりであるが、連邦議会の民主党議員から強い批判が投げかけていた分野である⁴。民主党系のゲンスラー委員長が主導するアジェンダに対して、SECの共和党系委員であるパース委員とエラド・ロイズマン委員 (21年1月末で

¹ 「Token Safe Harbor Proposal 2.0」 (<https://www.sec.gov/news/public-statement/peirce-statement-token-safe-harbor-proposal-2.0>)

² 「Running on Empty: A Proposal to Fill the Gap Between Regulation and Decentralization」 (<https://www.sec.gov/news/speech/peirce-remarks-blockress-2020-02-06>)

³

https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaMain?operation=OPERATION_GET_AGENCY_RULE_LIST¤tPub=true&agencyCode=&showStage=active&agencyCd=3235&csrf_token=F93DDA75B0D952E153B7019FC53F68D720E4F59FC01A0970832F3257162E20C7F1A9A0711058A0E670BDD754797D30C59BC4

⁴ 米国の私募市場に関する一連の規制見直しについては、拙著「米国における私募市場へのアクセス改善：小口募集取引規制の見直し」(『証券経済研究』2021年9月号) および「米国私募市場におけるプロ投資家とは：自衛力認定投資家の定義の見直し」(『証券経済研究』2021年12月号) を参照願いたい。

退任) が連名で批判的声明を公開している⁵。

2名の共和党系委員は、私募に関連する規制やOTC市場における発行体の情報開示などに対する要望や批判とともに、「III. Furthering Investor Protection」において、当該アジェンダがデジタル・アセットを対象とする何らの規制も含まれていないことを問題視している。デジタル・アセットを活用した金融的行為としては、例えば17年から18年にかけて多額の資金が調達されたICOが代表例となろう⁶。これまでSECは、このようなデジタル・アセットを用いた資金調達行為に対して、ガイダンス等を提示しつつ、基本的には証券としての登録を要求するとともにエンフォースメントによる対処を進めてきた⁷。しかしながら、このような既存の証券諸法や規制に照らしての規制的対応では、デジタル・アセットの多様性や複雑性に十分に対処することが困難であると指摘されている⁸。

一方で、SECの活動の根源は連邦証券諸法にあるため、根本的な対応は連邦議会における立法が必須となるが、21年に開催された連邦議会上下院の委員会での議論を見ると、民主党議員は暗号資産を含めたデジタル・アセットに懐疑的な意見が多く、共和党議員はこの分野の成長性を認めて米国の競争力を確保すべきとの意見が多いようである。連邦議会における証券諸法の修正ないし新法の立法には相当の時間を要するであろう。この意味で、共和党系委員であるパース委員が提唱する時限的なセーフ・ハーバー案は、SECによる現実的な規制的対応の選択肢として捉えるべきであろう。

II. セーフ・ハーバー案の仮訳

以下は、セーフ・ハーバー案の仮訳である。一部、日本語として読みやすくするために若干の意識を加えた部分がある。翻訳の誤り等を御指摘いただければ幸いである。

1. デジタル資産が証券(Security)として募集されるか売付されるかの分析は固定的(Static)なものではなく、デジタル資産に厳密に組み込まれているものではない。投資契約を含む取引に包含されるため最初は証券としてトークンが募集・売付されるであろうが、その後に投資契約から外れて当該トークンが募集・売付される可能性がある。例えば特定のトークンの

⁵ 「Falling Further Back – Statement on Chair Gensler’s Regulatory Agenda」(2021年12月13日)。

⁶ わが国でも金商法や資金決済法の改正を受けて、21年にはデジタル社債や不動産のデジタル証券化商品(デジタル・トークン)が発行されている。

⁷ これらデジタル・アセットによる調達行為に関するSECの規制的対応については、拙著「Token Offeringを巡るSECの規制的対応」(『証券経済研究』2020年12月号)および「資本市場のデジタル化: Token Offeringを巡る規制環境」(『現第金融資本市場の総括的分析』第12章、2021年)を参照願いたい。

⁸ しかしながら、デジタル・アセット市場のように今後の著しい発展が期待される分野に厳格な規制を適用することは、その成長性を損なう恐れがある。その意味で、パース委員が提唱するような時限的なハーバーを用いた対応も、今後SECが取り得る有力な選択肢となろう。

売付について、もし購入者達が、個人またはグループが経営もしくは起業の重要な努力を遂行することに合理的な期待を抱けないならば、投資契約の売付に該当しない可能性がある。

しかしながらネットワークが、経営もしくは起業の重要な努力の遂行において、個人やグループに依存しない機能的あるいは分散的なネットワークへと発達するためには、トークンは潜在的な利用者、プログラマーおよびネットワークへの参加者に配布され自由に取引できなければならない。連邦証券諸法をトークンの一次配布および二次取引に適用することはネットワークの発達を阻むとともに、証券として売り付けられたトークンがネットワーク上で証券ではないものとして機能することを妨げる。

それ故にこのセーフ・ハーバーは、一定の条件が満たされる限りにおいて初期開発チーム (Initial Development Team、IDT) を連邦証券諸法の登録規定から除外し、機能的または分散型のネットワークへの参加と継続的な開発の促進を可能とする 3 年間の期間を提供することを意図している。セーフ・ハーバーは、セーフ・ハーバーに基づいた IDT のトークン配布に対して、購入者達のニーズに合わせた開示の要求と連邦証券諸法の詐欺防止規定の適用を維持することにより、トークン購入者達を保護するようにデザインされている。

3 年の期間が終了するまでに IDT はトークンの取引が証券の募集または売付を伴うかどうかを判断しなければならない。ネットワークが機能的または分散型のネットワークに発達している場合、トークンの取引は証券取引に該当しない可能性がある。ネットワーク・マチュリティ (Network Maturity) の定義は、トークンの取引がいつ証券取引とみなされなくなるかについて明確さを提供することを意図しているが、いかなる特定のネットワークに関する分析にも特定の事実と状況 (Facts and Circumstances) の評価が求められる。

2. ルール 195 は排他的なセーフ・ハーバーではない。ルール 195 の適用条件をすべて満たさない者でも、トークンの募集および売付において 1933 年証券法の下で利用可能な他の適用除外 (Exemption) を申請することができる。

(a) 適用除外 (Exemption)

本節の (d) 項で明示的に規定されている場合を除き、この文節に定義するとおり、初期開発チーム (Initial Development Team、IDT) により次の条件が満たされる場合には、トークンを含むいかなる募集、売付、または取引に対して 1933 年証券法は適用されない。

- (1) トークンの最初の売付から 3 年以内に、トークンが機能するネットワークがネットワーク・マチュリティ (Network Maturity) に到達することを IDT が意図している。
- (2) 本節(b)項に基づいて要求される開示は、自由にアクセスが可能である公開されたウェブサイト上で提供されなければならない。
- (3) トークンは、ネットワークへのアクセス、ネットワークへの参加、またはネットワークの開発を促進する目的で募集・売付されなければならない。
- (4) IDT は本節(c)項に従って Notice of Reliance をファイルする。

(5) エグジット・レポートは本節の(f)項に従ってファイルされる。

(b) 開示 (Disclosure)

IDT は、自由にアクセスが可能な公開されたウェブサイト上で以下に説明する情報を提供しなければならない。

(1) 最初の情報開示

セーフ・ハーバーに依拠する旨の通知 (Notice of Reliance) をファイルする前に、以下の情報を提供する。以下で要求される情報の重要な変更は、変更後できるだけ速やかに、同様に自由にアクセス可能な公開されたウェブサイト上で提示されなければならない。

(i) ソースコード

ネットワーク参加者がネットワークにアクセスし、コードを修正し、取引を確認する際に利用される実行可能なコンピュータプログラムにコンパイル (Compiled) またはアセンブル (Assembled) されるコマンドのテキストリスト。

(ii) 取引履歴

ネットワークの取引履歴に自主的にアクセスし、検索し、検証するために必要な手順の説明。

(iii) トークン・エコノミクス

ネットワークの目的、プロトコルおよびその運用に関する説明。このような開示には以下が最小限含まなければならない。

(A) 最初の分配で発行されるトークンの数、作成されるトークンの総数、トークンのリリーススケジュール、既発行のトークンの総数などを含んだ、発行と供給のプロセスを説明する情報。

(B) トークンの生成またはマイニングの方法、トークンのバーニング・プロセス、取引の検証プロセス、およびコンセンサスメカニズムを詳述する情報。

(C) プロトコルに変更を加える際のガバナンス・メカニズムの説明、および

(D) 第三者がトークンの取引履歴を検証するためのツールを作成するのに十分な情報 (ブロックチェーンや分散型台帳など)。

(E) ブロックエクスプローラーへのハイパーリンク。

(iv) 開発計画

IDT がいつどのようにネットワーク・マチュリティを達成するつもりかを示すネットワークの開発の現状とタイムライン。

(v) 過去のトークン売付

売付日、セーフ・ハーバーに依拠する旨の通知 (Notice of Reliance) をファイルする前に売付したトークンの数、売付したトークンの譲渡可能性に関する制限や制約、および、受け取った対価の種類や金額。

(vi) IDT および特定のトークン保有者

以下の情報を提供する。

(A) IDT のメンバーの氏名、関連する経験、資格、属性、およびスキル。

(B) IDT の各メンバーが所有するトークンまたはトークンに対する権利の数、および当該人物が所有するトークンの譲渡可能性に関する制限や制約の説明、および

(C) IDT のメンバーまたは関係者が、第三者がトークンを取得する方法とは異なる方法で、将来的にトークンを取得する権利を有する場合、その者を明確にし、当該トークンを取得する方法を記述する。

(vii) トレーディング・プラットフォーム

既知の範囲でトークンが取引されるセカンダリ・トレーディング・プラットフォームの認定。

(viii) IDT によるトークンの売付

本節 (b)(1)(vi)(B) 項に従い開示された IDT のメンバーが保有するトークンの 5 % が任意の期間 (Any Period of Time) に売り付けられる度に、売付日、売付されたトークンの数、および売付者の身元を明確にする。

(ix) 関係者の取引 (Related Person Transactions)

IDT が参加し、関係者が直接的もしくは間接的に重要な利害関係を有している、または有する予定の重要な取引、または重要な取引の提案についての説明。この説明には、取引の性質、関係者、関係者である根拠、取引に関わる金額の概算が明記されている必要がある。

(x) トークン購入者に対する警告

トークンの購入には高度のリスクと金銭の損失の可能性があることを示す声明 (Statement)。

(2) 半年ごとの開示

本節(c)項に従い、Notice of Reliance をファイルした日から 3 年の期間の終了またはネットワーク・マチュリティに達したとの判断のいずれかが最初に起こるまで 6 ヶ月毎に、6 ヶ月の期間の終了時点で本節(b)(1) (iv) 項で求められる情報を更新して提示する。これらの更新は、半期末から 30 暦日以内に行わなければならない。

(c) Notice of Reliance のファイリング

IDT は、セーフ・ハーバーに依拠して売付されるトークンの最初の日付より前に、セーフ・ハーバーに依拠する旨の通知 (Notice of Reliance) をファイルしなければならない。

(1) Notice of Reliance は、以下の情報を含まなければならない。

(i) IDT の各個人の名前。

(ii) IDT によって正式に権限を与えられた者による、本項の条件が満たされていることの証明 (Attestation)。

- (iii) (b)項に基づく開示にアクセスすることができるウェブサイト、および
- (iv) IDT への連絡先となる電子メールアドレス。

(2) レギュレーション S-T が定める EDGAR ルールに従い、SEC の EDGAR を通じた電子フォーマットにより SEC に Notice of Reliance をファイルしなければならない。

(d) 制限

本節(a)項に規定される適用免除は、1933年証券法第12条(a)(2)または第17条の規定には適用されない。

(e) 適用除外の期間

本項に規定される減免は、Notice of Reliance がファイルされた日から3年間有効である。

(f) エグジット・レポート

本節(e)項で計算された期限までにエグジット・レポートを提出しなければならない。

(1) エグジット・レポートには、以下の情報を含めなければならない。

(i) 分散型ネットワークがネットワーク・マチュリティに達した場合、外部の弁護士(Counsel)による分析が提供されなければならない。分析には以下が含まれる必要がある。

(A) 議決権、開発の努力、ネットワークへの参加を含めて、様々な側面において分散化がどの程度達成されたかについての説明。可能であれば、その説明には以下が含まれる必要がある。

(1) IDT とは無関係の関係者がネットワークの開発およびガバナンスの事項に重要な関与を行った例。

(2) 分散化に関する定量化された測定方法についての説明。

(B) ネットワーク・マチュリティに至る前の IDT の活動が、ネットワークへの継続的な関与とどのように区別できるのかについて説明。その説明には以下が求められる。

(1) IDT の継続的な活動が実際にはかなり限定されており、その活動のみではトークンの価値の上昇をもたらすことが合理的に期待できないことに関して、その程度について論じる。

(2) IDT がネットワークに関して公開されていない重要な情報を持っていないことを確認する。

(3) IDT の継続的な活動の性質と範囲をネットワークに伝えるために取られた手段を述べる。

(ii) ネットワーク・マチュリティが機能的なネットワークに達している場合、外部の弁

護士による分析を提供しなければならない。その分析には以下が求められる。

(A) ネットワーク上での価値の移転および貯蔵、ネットワーク上で実行されるアプリケーションへの参加、またはネットワークの有用性と一致するその他について、保有者によるトークンの使用について述べる。

(B) IDT のマーケティング活動が、投機的な活動ではなく、トークンの消費的使用にどのように重点を置いてきたか、また今後どのように重点を置いていくかについての詳細。

(iii) IDT がネットワーク・マチュリティに達していないと判断し、かつ、その他の関係者がエグジット・レポートをファイルしていない場合、以下の情報を提供する必要がある。

(A) プロジェクトの状況および IDT が意図する次のステップ。

(B) トークン保有者が IDT とコミュニケーションを取るための連絡先情報。

(C) エグジット・レポートをファイルしてから 120 日以内に、トークンを証券の部類として 1934 年証券取引法の第 12 条 (g) に従い登録するために IDT がフォーム 10 を提出することを認める一文。

(2) エグジット・レポートは、レギュレーション S-T が定める EDGAR ルールに従い、EDGAR を通じて電子フォーマットで SEC にファイルされなければならない。

(g) トレーディング・プラットフォームに関する移行期間

本節(f)(iii)項に基づく決定に従うトークン取引に関連する活動について、トレーディング・プラットフォームに証券取引所法第 6 条の要求は適用されない。ただし、かかる決定から 6 カ月以内はトレーディング・プラットフォームが取引を禁止することを条件とする。

(h) 過去に売付されたトークン

本ルールが発効日前に、有効な登録除外に従いトークンを売付した、もしくは 1933 年証券法第 5 条に違反して売付を行ったが 1933 年証券法第 8A 条に基づく SEC の命令 (order) において他の連邦証券諸法への違反が認められない IDT は、(a) 項の条件が満たされているのであれば本節に依拠することができる。本節(c)項で要求される Notice of Reliance は、実行可能な限り速やかにファイルされなければならない。

(i) 適格購入者 (Qualified Purchaser) の定義

1933 年証券法第 18 条(b)(3)の目的に照らして、「適格購入者」には、本節 (a)項 に依拠してトークンの募集の対象となるまたは売り付けられる者が含まれる。

(j) 資格の喪失 (Disqualifications)

IDT またはその個々のメンバーがルール 506(d)に基づく資格喪失の対象となる場合、IDT

のトークンは本節のいかなる除外も利用することが出来ない。

(k) 定義

(1) 初期開発チーム (Initial Development Team、IDT)

ネットワーク・マチュリティに到達する前に、ネットワークの開発に不可欠な経営努力を提供し、このセーフ・ハーバーに依存する通知 (Notice of Reliance) を最初にファイルする個人、個人グループ、または事業体。

(2) ネットワーク・マチュリティ (Network Maturity)

ネットワーク・マチュリティとは、分散型または機能的なネットワークが以下のいずれかに該当する場合に達成される状態である。

- (i) 単一の個人、団体、または共通の支配下にある個人または団体のグループにより経済的または運営上の支配が行われておらず、経済的または運営上の支配や一方的に変更される可能性が合理的にない。ただし、IDT がトークンを 20%以上所有しているネットワーク、またはネットワークコンセンサスの決定手段を 20%以上所有している場合はこの条件を満たすことができない。もしくは、
- (ii) 機能していること。ネットワーク上での価値の移転および貯蔵、ネットワーク上で実行されるアプリケーションへの参加、もしくはネットワークの実用性と一致するその他の方法で、保有者によるトークンの使用により立証される。

この定義は、ソースコードにおいてコンセンサスメカニズムおよびネットワーク参加者の承認を用いて所定の手順を通じて達成されるネットワークの改変を排除するものではない。

(3) 関係者 (Related Person)

関係者とは、IDT、IDT の取締役 (Directors) または顧問 (Advisors)、およびこれらの者の近親者 (Immediately Family) をいう。

(4) トークン

トークンとは、以下のような価値や権利をデジタルで表したもの。

- (i) 取引履歴を有する。つまりは、
 - (A) 分散型台帳、ブロックチェーン、またはその他のデジタルデータ構造上に記録されている。
 - (B) 独立した検証可能なプロセスを通じて確認された取引であり、かつ
 - (C) 改竄することが出来ない。
- (ii) 仲介者を介さずに個人間で転送することができる。および、
- (iii) 企業、パートナーシップ、ファンドの所有権や負債、収益分配、利子 (Interest) や配当支払いの権利など、金融上の持分 (Interest) を表さない。

Ⅲ. セーフ・ハーバーに伴い提案された規則修正案

1. 提案された証券取引所法のルール 3a1-2。

証券取引所法第 3 条(a)(1)に基づく「取引所」の定義からの除外。

組織、協会 (Association)、または個人のグループは、かかる組織、協会、または個人のグループが市場を構成、維持、または提供し、証券法のルール 195 の条件を満たすトークンの買い手と売り手を集めることを容易とし、または一般的に理解されている証券取引所が通常行う機能をかかるトークンに関して行う限り、「取引所」の用語の定義から免除されるものとする。

2. 提案された証券取引所法ルール 3a4-2。

トークン取引に従事する者の「ブローカー」の定義からの除外。

ある者は、他人の口座のために 1933 年証券法のルール 195 の条件を満たすトークンの取引を行う業務に従事する限り、「ブローカー」という用語の定義から免除される。

3. 提案された証券証券取引法ルール 3a5-4

トークン取引に従事する者の「ディーラー」の定義からの免除

ある者は、ブローカー等を通じて当該者自身のアカウントのために 1933 年証券法ルール 195 の条件を満たすトークンを売買する業務に従事する限り、「ディーラー」の用語の定義から免除される。

4. 提案された証券取引所法ルール 12h-1(j)

証券取引所法第 12 条(g)に基づく登録の免除。

発行者は以下の証券に関して、証券取引所法第 12 条(g)の規定から免除されるものとする。

新しい(j)項。

(j) 1933 年証券法のルール 195 に従って募集・売付されるトークン。

以上