

Tokyo Capital Markets Client Alert

和仁 亮裕 藤平 克彦 内田 光俊 合田 久輝 細川 兼嗣 ジェシー・ギレスピー 宇波 洋介

June 19, 2018

2018年6月19日

The Journey from Security to Non-Security: SEC Director Comments on Mutability of Token Treatment

By F. Dario de Martino, Susan I. Gault-Brown, Daniel R. Kahan, Spencer D. Klein, Alfredo B. D. Silva, and Mark S. Wojciechowski

Many in the blockchain and cryptocurrency community were in a celebratory mood on June 14, 2018, following a landmark speech given by William Hinman, Director for the Division of Corporation Finance of the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”).^[1]

Director Hinman’s remarks addressed, head on, a key question that has long been vexing market participants and their lawyers—namely, whether present-day sales of Ether (“ETH”), the native token of the Ethereum blockchain, are sales of investment contracts and, hence, securities. Perhaps even more significant, however, was the analysis behind Director Hinman’s views on ETH—that the characteristics that cause a token to be classified as a security can change so that the same token or, one issued at a later time, may be reclassified as a non-security. While Director Hinman’s comments do not have the force of law, his speech provided much-needed direction for a market that has been hungry for regulatory guidance.

Background on the Howey Investment Contract Analysis

As the SEC previously has made clear, “[w]hether or not a particular transaction involves the offer and sale of a security—regardless of the terminology used—will depend on the facts and circumstances, including the economic realities of the transaction,”^[2] and the SEC will apply the facts-and-circumstances test outlined in SEC

仮想通貨は米国証券法上の有価証券に該当するか？～SEC幹部の発言－発行後の法的取扱いの変更にも言及

執筆者：F. ダリオ デ マルティノー、スーザン I. ゴールト-ブラウン、ダニエル R.カーン、スペンサー D. クレイン、アルフレード B. D. シルバ、マーク S. ヴォージェハウスキー

2018年6月14日、米国証券取引委員会(「SEC」)企業金融局のウィリアム・ヒンマン(William Hinman)局長が行った画期的なスピーチを受け、ブロックチェーンとクリプトカレンシー(仮想通貨)の関係者の多くに祝賀ムードが漂った^[1]。

市場参加者とその弁護士らを長く悩ませてきた重要な問題、すなわち今日行われているEthereumブロックチェーンのネイティブトークンであるイーサ(「ETH」)の販売が、米国証券法上有価証券として取り扱われる「投資契約」の販売に該当するかどうか(ひいては有価証券の販売に該当するかどうか)、という問題について、ヒンマン局長は真正面から発言した。しかし、おそらくもっと重要なのは、ETHに関するヒンマン局長の見解の根拠となった分析であろう。それは、トークンの属性のうち、トークンが有価証券に分類される根拠とされてきたものが変更され、同一のトークン又は後で発行される同種のトークンが有価証券に該当しないものとして再分類される可能性があるという分析である。ヒンマン局長の発言は法としての効力を持たないものの、同氏のスピーチは、規制当局のガイダンスを渴望していた市場に、大望の指針を提供した。

Howey 投資契約事件の分析が根拠

SECが、これまで「ある特定の取引が有価証券の募集と売付に該当するか否かは、使用される用語にかかわらず、取引の経済的実体などの事実や状況によって決まる^[2]」との見解を明らかにしてきたが、SECは、今後、SEC対WJ Howey Co.事件^[3]でその概要が示された、事実及び状況に関する判断基準をトークンにも適用して、トークンの販売が

v. *W.J. Howey Co.*^[3] to determine whether a sale of tokens is a sale of securities.

The so-called *Howey* test, developed by the U.S. Supreme Court, is a four-pronged test to evaluate whether a particular instrument or scheme constitutes an “investment contract,” which is a type of security. Under *Howey*, an “investment contract” is said to exist where all of the following four factors are satisfied: (a) an investment of money; (b) is made in a common enterprise; (c) with an expectation of profits; (d) to be derived from the efforts of others.

Alluding to *Howey*, Director Hinman distinguished between digital assets representing a set of rights that grant a financial interest in a common enterprise—which are securities—and those digital assets sold only for purposes of acquiring a good or service from an operational and decentralized platform “where purchasers would no longer reasonably expect a person or group to carry out essential managerial or entrepreneurial efforts”^[4]—which, in his view, likely are not securities.

Director Hinman reconfirmed that, irrespective of whether a token is labeled as a “utility token,” “[f]orm should be disregarded for substance”^[5] and “the emphasis should be on economic realities underlying a transaction.”^[6]

Current Offers and Sales of ETH Are Not Securities Transactions

Director Hinman’s remarks were notable not just for their content, but also for their directness and clarity. Until Director Hinman’s remarks, many in the blockchain community had been concerned about whether the SEC and its staff viewed ETH to be a security. This question was especially significant in light of the fact that many tokens and decentralized applications (dApps) run, or are intended to run, on Ethereum. If ETH were deemed to be a security issued, sold, or traded in violation of securities laws, many feared that this would threaten the viability and legality of all Ethereum-based projects.

Are present-day sales of ETH securities transactions? Director Hinman answered that question with a resounding no, stating, in pertinent part, that “putting aside the fundraising that accompanied the creation of Ether, . . . current offers and sales of Ether are not securities transactions.”^[7]

有価証券の売付にあたるか否かを判断することになる

この、いわゆる *Howey* テストは、特定の商品又はスキームが有価証券の一種である「投資契約」か否かを判断する目的で米国連邦最高裁判所が展開してきた4つの基準による判断基準である。*Howey* 判決によれば、「投資契約」とは、(a)資金の拠出、(b)共同事業への拠出、(c)収益の期待、(d)かかる収益が他者の努力によって生みだされるものであること、という4つの要件の全てを満たすものである。

Howey 判決を示唆しつつ、ヒンマン局長は、共同事業に対する経済的利益を表章するデジタル資産(有価証券に該当する)と、分散型の運用プラットフォームから商品・サービスを取得することのみを目的として販売されるデジタル資産であって「個人又は集団による経営・企業努力が不可欠なものとして買手の合理的期待の対象になってはいないもの」^[4]、(ヒンマン局長の見解では有価証券には該当しない蓋然性が高い)とを明確に区別した。

ヒンマン局長は、あるトークンに「ユーティリティトークン」という表示がなされているか否かに関わらず、「形態は無視して実質を見るべき」^[5]であり、「重視されるべきは取引の基礎にある経済的実質である」^[6]ことをあらためて確認した。

現行の ETH 募集・販売は、有価証券の取引ではない

ヒンマン局長の発言は、内容のみならず、これが直接的かつ明快であった点で注目される。ヒンマン局長のこの発言があるまでは、ブロックチェーン業界の多くは SEC 及びそのスタッフが ETH を有価証券とみなしているか否かを懸念していた。これは、多くのトークンと分散型アプリケーション(dApps)が Ethereum 上で動作する、又は動作することが意図されていることから、特に重要な問題であった。もし ETH が証券法に違反して発行、売付又は取引が行われた有価証券とみなされれば、Ethereum を基礎とする全てのプロジェクトの存続と合法性が脅かされるであろうと、多くの人々が恐れていた。

現在の ETH の売買は証券取引か。ヒンマン局長は、この疑問をきっぱりと否定し、そのスピーチの中でこの点について「Ether の創設に伴って行われた資金調達とはともかく、…現在の Ether の募集及び販売は証券取引ではない」^[7]と述べた。

Director Hinman also emphasized the importance of decentralization in determining whether ETH, or any other token, should be considered a security, stating “[i]f the network on which the token or coin is to function is sufficiently decentralized—where purchasers would no longer reasonably expect a person or group to carry out essential managerial or entrepreneurial efforts—the assets may not represent an investment contract.”^[8]

Securities Can Become Non-Securities

Notably, Director Hinman’s statements indicated that the analysis of whether a token is a security is “not static and does not strictly inhere to the instrument,”^[9] and that decentralization could develop over time, even after an initial token sale launch. This means that, unlike records stored on a blockchain, a token’s treatment under U.S. federal securities laws is potentially mutable.

This clarification was welcomed by some in the token sale space who had been concerned that initial token sales launched for capital raising purposes might result in future sales (including secondary market sales) of such tokens that would continue to be treated as sales of securities and, hence, be subject to continued regulation under U.S. federal securities laws.

For example, while Director Hinman suggested that, though initial sales of ETH in fundraising transactions for the Ethereum network may have been securities offerings, at this time, because the characteristics involving ETH have changed, offers and sales of ETH are no longer securities transactions in his view.

Similarly, certain tokens initially issued by blockchain startups pursuant to Simple Agreements for Future Tokens (or “SAFT”) transactions conducted as private placements under U.S. securities laws may have the potential to ultimately become part of a decentralized token economy and no longer bear the hallmarks of securities.

Factual Examination

In his speech, Director Hinman emphasized two key areas for practitioners to examine when evaluating the treatment of a particular token as a security or non-security under U.S. federal securities laws. First, who are the parties involved? Second, what is the nature of the digital asset?

Who Are the Parties Involved?

また、ヒンマン局長は、「トークンやコインが機能するネットワークが十分に分散化されている場合、すなわち個人又は集団による経営・企業努力が不可欠なものとして買手の合理的期待の対象になってはいない場合には、資産が投資契約を表章しない場合がある」^[8]と述べて、ETH その他のトークンを有価証券とみなすか否かの判断における分散化の重要性も強調した。

有価証券は非有価証券に変わり得る

注目すべきことに、ヒンマン局長の発言によれば、あるトークンが有価証券であるか否かの分析は、「固定的なものでも、その商品に厳格に生来備わっているものでもなく」^[9]、トークンの当初の販売開始後であっても時間が経てば分散化が進む可能性がある。このことは、ブロックチェーンに保存されている記録とは異なり、米国連邦証券法に基づくあるトークンの取扱いが後に変更される可能性があることを意味する。

一部のトークン販売関係者は、トークンの当初募集が資本金調達目的で開始された結果、将来行われる当該トークンの募集・販売（流通市場での販売を含む）が引き続き有価証券の売付とみなされ、よって米国連邦証券法による継続的な規制の対象となるのではないかと懸念していたが、上記の点が明らかにされたことは、これらのトークン販売関係者から歓迎された。

例えば、ヒンマン局長は、Ethereum ネットワークの資金調達取引における ETH の当初募集は有価証券取引であった可能性があるとして述べたが、ETH に関する特徴が変化したことを理由として現時点での ETH の募集や販売はもはや有価証券取引ではないという見解を示した。

同様に、ブロックチェーンのスタートアップ企業による特定のトークンの当初の発行が、「将来のトークン投資に関する簡易契約」（Simple Agreements for Future Tokens: 「SAFT」）に基づく取引により米国証券法上の私募として実施された場合でも、当該トークンは、最終的に分散化されたトークン経済の一部となり、有価証券該当性を失う可能性がある。

事実審査

ヒンマン局長はそのスピーチの中で、実務者が特定のトークンの取扱いについて米国連邦証券法上の有価証券と非有価証券とのいずれに当たるかを評価するにあたり、検討すべき 2 つの重要事項を強調した。第一は関係する当事者は誰か、であり、第二はデジタル資産の性質は何か、である。

関係する当事者

When assessing whether a digital asset is offered as an investment contract, Hinman advised practitioners to “consider whether a third party—be it a person, entity or coordinated group of actors—drives the expectation of a return.”^[10]

He noted that this question “will always depend on the particular facts and circumstances,” including several factors that Director Hinman included in an illustrative, although expressly “not exhaustive,” list:

1. Is there a person or group that has sponsored or promoted the creation and sale of the digital asset, the efforts of whom play a significant role in the development and maintenance of the asset and its potential increase in value?
2. Has this person or group retained a stake or other interest in the digital asset such that it would be motivated to expend efforts to cause an increase in value in the digital asset? Would purchasers reasonably believe such efforts will be undertaken and may result in a return on their investment in the digital asset?
3. Has the promoter raised an amount of funds in excess of what may be needed to establish a functional network and, if so, has it indicated how those funds may be used to support the value of the tokens or to increase the value of the enterprise? Does the promoter continue to expend funds from proceeds or operations to enhance the functionality and/or value of the system within which the tokens operate?
4. Are purchasers “investing,” that is, seeking a return? In that regard, is the instrument marketed and sold to the general public instead of to potential users of the network for a price that reasonably correlates with the market value of the good or service in the network?
5. Does application of the Securities Act of 1933’s protections make sense? Is there a person or entity others are relying on that plays a key role in the profit-making of the enterprise such that disclosure of their activities and plans would be important to investors? Do informational asymmetries exist between the promoters and potential purchasers/investors in the digital

デジタル資産が投資契約としてオファーされているか否かの判断にあたり、ヒンマン局長は、実務者に対し、「個人か、企業・団体か、まとまった登場人物の集団かに関わらず、第三者の存在がリターンの期待を左右するか否かを考慮」^[10]するよう助言した。

ヒンマン局長は、この問題は常に「特定の事実及び状況次第」であるとし、「網羅的ではない」としながらもそのような事実や状況の例を含んだ次の具体例を挙げた。

1. デジタル資産の創造及び販売につき資金援助又は宣伝を行った個人又は集団が存在し、その努力が資産の開発・維持及び潜在的な価値増加に重大な役割を果たしているか。
2. この個人又は集団は、デジタル資産の価値を増加させるべく努力を重ねる動機となるような持分その他の権益を当該デジタル資産に対して保持しているか。買い手は、そのような努力が行われ、その結果としてデジタル資産への投資に対するリターンが生まれる可能性があるかと、合理的に信じているか。
3. プロモーターは、機能的ネットワークの確立に必要な額を超える金額の資金を調達したか。かかる金額の資金を調達した場合には、トークンの価値を支え、又は企業価値を上昇させるための当該資金の用途を示しているか。プロモーターは、トークンが運用されるシステムの機能を強化し又はその価値を高めるために、調達資金又は事業のキャッシュフローから資金を支出し続けているか。
4. 買い手は、「投資」しているのか、すなわちリターンを求めているのか。この点において、対象のデジタル資産はネットワークの潜在的なユーザーに対してではなく、一般公衆に対し、ネットワーク上の商品又はサービスの市場価値と合理的相関関係にある価格で、流通・販売されるか。
5. 1933年証券法に基づく投資家保護を適用することが理にかなっているか。他者が依拠する個人又は企業・団体であって、当該事業が利益を上げる上で重要な役割を果たしており、その活動や計画の開示が投資家にとって重要なものとなるような者が存在するか。デジタル資産のプロモーターと潜在的な買い手・投資家の間に情報の非対称性が存在するか。

asset?

6. Do persons or entities other than the promoter exercise governance rights or meaningful influence?

What Is the Nature of the Digital Asset?

In addition, Director Hinman emphasized the relevance of “contractual or technical ways to structure digital assets so they function more like a consumer item and less like a security.”^[11] Director Hinman further emphasized that the SEC staff “would look to the economic substance of the transaction, but then urged “promoters and their counsels [to] consider these, and other, possible features”^[12]:

1. Is token creation commensurate with meeting the needs of users or, rather, with feeding speculation?
2. Are independent actors setting the price or is the promoter supporting the secondary market for the asset or otherwise influencing trading?
3. Is it clear that the primary motivation for purchasing the digital asset is for personal use or consumption, as compared to investment? Have purchasers made representations as to their consumptive, as opposed to their investment, intent? Are the tokens available in increments that correlate with a consumptive versus investment intent?
4. Are the tokens distributed in ways to meet users’ needs? For example, can the tokens be held or transferred only in amounts that correspond to a purchaser’s expected use? Are there built-in incentives that compel using the tokens promptly on the network, such as having the tokens degrade in value over time, or can the tokens be held for extended periods for investment?
5. Is the asset marketed and distributed to potential users or the general public?
6. Are the assets dispersed across a diverse user base or concentrated in the hands of a few that can exert influence over the application?
7. Is the application fully functioning or in early stages of development?

Director Hinman noted that the list was not intended to

6. プロモーター以外の個人又は企業・団体が、ガバナンス権又は有意な影響力を行使できるか。

デジタル資産の性質

加えて、ヒンマン局長は、「デジタル資産を構成する契約的又は技術的な方法が、当該デジタル資産の有価証券的な機能を限定し、消費財的な機能をより発揮させるようにできていること」が、判断に関連することを強調した^[11]。さらに、ヒンマン局長は、SEC スタッフが「取引の経済的実質に目を向ける」ことも強調したが、「プロモーターとその弁護士が上記の特徴のほか、次に掲げるような考えられる特徴も考慮する」よう促した^[12]。

1. トークンの生成は、ユーザーのニーズに応じることに見合ったものとなっているか、又は投機を煽ることに相応するものとなっているか。
2. 独立の参加者が価格を設定しているか、又はプロモーターが当該資産の流通市場を支えもしくは他の方法により取引に影響を及ぼしているか。
3. 当該デジタル資産購入の主たる動機が、投資ではなく、個人的な使用又は消費であることが明らかであるか。買い手の目的が投資でなく、消費であることについて表明をしているか。トークンは、投資ではなく消費が目的であることと結びつくような単位で提供されているか。
4. トークンは、ユーザーの需要に応じる方法で配布されているか。例えば、トークンは、想定される買い手の使用目的に相当する量でのみ保有又は譲渡が可能か。トークンには、例えば時間の経過とともにその価値が減少するというような、ネットワーク上で速やかにトークンを使用させるためのインセンティブが内在しているか。あるいは、トークンは投資として長期間保有することができるか。
5. 当該資産は、潜在的なユーザーに流通・配布されるか。又は一般公衆に流通・配布されるか。
6. 当該資産は、異なるユーザー層にわたって分散されるか、又はアプリケーションに影響を及ぼすことのできる少数の者に集中されるか。
7. アプリケーションは、完全に機能している段階にあるか、又は開発の初期段階にあるか。

ヒンマン局長は、このリストは網羅的ではなく、「プロモーター

be exhaustive and was “meant to prompt thinking by promoters and their counsel, and start the dialogue with the [SEC] staff—it is not meant to be a list of all necessary factors in a legal analysis.”^[13]

Disclosure

Director Hinman also reminded market participants that the “impetus of the Securities Act is to remove the information asymmetry between promoters and investors”^[14] by prescribing adequate disclosure to address that asymmetry. A token seller’s disclosure, therefore, becomes particularly important when a token purchaser relies on a token seller’s efforts to develop an enterprise and, eventually, generate a return on investment for the token purchaser.

But, related to the mutability analysis described above, Director Hinman also noted that “[w]hen the efforts of the third party are no longer a key factor for determining the enterprise’s success, material information asymmetries recede. As a network becomes truly decentralized, the ability to identify an issuer or promoter to make the requisite disclosures becomes difficult, and less meaningful.”^[15] Accordingly, as disclosure becomes less important later in the lifecycle of certain tokens, it becomes less important for purchasers to be afforded the protections of the federal securities laws.

Key Takeaways

Director Hinman’s speech is significant in many ways.

First, using Bitcoin and Ether as its primary examples, Director Hinman clarified that tokens that are initially classified as securities can later be viewed as non-securities under certain circumstances. In particular, Director Hinman’s speech indicated that subsequent sales (and resales) of certain tokens that were investment contracts and, therefore, “securities” when sold initially for capital raising purposes may later be sold in transactions that are not classified as sales of “securities” if (a) the tokens would be used to purchase goods and services from a sufficiently decentralized platform and (b) purchasers would no longer reasonably expect a centralized person or group to carry out essential managerial or entrepreneurial efforts.

Second, it emphasized the importance of decentralization as a factor that is relevant not just to the federal securities law analysis, but also to the degree

と弁護士による検討を促すことと、[SEC]スタッフとの対話を開始することを目的として」おり、法的考察における必要な全ての要素のリストではない^[13]と指摘した。

ディスクロージャー

また、ヒンマン局長は、「証券法の原動力」は、適切な情報開示規制をもって情報の非対称性に対応することにより、「プロモーターと投資家との間にかかる情報の非対象性を排除することである」^[14]ことを市場参加者に注意喚起した。それゆえに、トークン購入に際してその売り手による事業開発努力、ひいてはトークン購入者に投資リターンをもたらす努力に、買い手が依拠する場合には、トークンの売り手による情報開示は特に重要となる。

しかし、上記の可変性の分析に関し、ヒンマン局長は、「他者の努力が、事業の成功を判断するための重要な要素でなくなったとき、情報の非対称性の重要性は後退し、ネットワークが真に分散型となると、必要な企業内容を開示する発行者又はプロモーターを特定することは困難となり、その意味も減じられる」^[15]とも指摘している。よって、特定のトークンにおいては、そのライフサイクルが進むにつれ、情報開示の重要性が低くなるため、買い手が連邦証券法令の保護を受けることの重要性も低くなる。

結論 — 特に重要な点

ヒンマン局長のスピーチは多くの点で重要である。

まず第1に、ヒンマン局長は、ビットコインやイーサを代表例として挙げ、当初有価証券と分類されたトークンであっても、その後、一定の状況の下では非有価証券とみなされる可能性があることを明らかにした。ヒンマン局長はそのスピーチの中で、あるトークンが、当初の資本調達目的での売出しの際には投資契約に該当し、従って「有価証券」であった場合であっても、その後の処分（及び転売）に際して(a)当該トークンが十分に分散化したプラットフォームから商品・サービスを購入する目的で使用される場合、及び(b)ある個人又は集団が一元的に不可欠とされる管理上又は事業場の努力を行うことを、買い手が合理的に期待しなくなった場合には、「有価証券」の処分に該当しない取引として売却できる可能性がある^[16]と指摘した。

第2に、同スピーチは、分散化の重要性を、連邦証券法上の分析との関係においてだけでなく、継続開示義務の程度と必要性に関連する要素としても、強調した。

and necessity of ongoing disclosure requirements.

Third, as the SEC staff has stated before, an issuer cannot simply label a token as a “utility token” in an attempt to avoid the applicability of U.S. federal securities laws.

Fourth, consistent with prior guidance, sales of tokens for capital raising purposes will likely continue to be deemed securities offerings.

Fifth, there is certainly no one-size-fits-all structure or bright-line test for determining when a token is, is not, or ceases to be a security. Rather, token sellers, together with their legal counsel, will need to consider numerous factors to determine whether a token sale qualifies as a securities sale, including issues related to the manner of sale, purchaser intent, decentralization, and other relevant factors as articulated in *Howey* and subsequent U.S. federal securities law guidance.

Sixth, and likely welcomed by many token sellers and their legal counsel, Director Hinman signaled that the SEC staff intends to provide assistance and guidance to token sellers on the proper characterization of the sale of digital assets.

Finally, it is important to note that, although Director Hinman offered clarity on long-standing questions, there remain other pivotal issues that his speech did not address. First, the speech did not articulate whether and how the SEC might come to identify any practical distinctions between tokens classified as securities and non-security “utility” tokens, despite recent petitions to the SEC to establish safe harbors or otherwise promulgate guidance on this point. Second, it is not clear how an issuer whose token was initially offered as a security might, as a practical matter, exit such a framework, including whether purchasers who initially acquired digital tokens under the auspices of a securities offering may continue to demand the protections thereof even if at some point, sales of the token cease to constitute sales of securities. In addition to leaving these and other securities law-related questions open, Director Hinman’s speech of course did not address, and should not distract market participants from the need to understand and comply with, other federal, state, and non-U.S. laws and regulations, including those related to money transmission, banking (including KYC/AML), commodities, and tax.

第3に、SECスタッフが以前に述べたとおり、発行者は、米国の連邦証券法令の適用を回避する目的のためにトークンに単に「ユーティリティトークン」と表示することはできないとした。

第4に、従前のガイダンスと一貫するが、資本調達目的のトークンの販売は今後も有価証券の募集とみなされる可能性が高いことである。

第5に、トークンが有価証券である時期、有価証券でない時期、或いはもはや有価証券でなくなる時点を判断するための単一(one-size-fits-all)ストラクチャー又は明らかな線引き(bright-line)テストのようなものは存在しないとしている。むしろ、トークンの売り手は弁護士とともに、トークンの販売が有価証券の処分となるか否かを判断するための多数の要素(販売方法、買い手の意思、分散化等に関する問題など)やHowey判決及びその後の米国連邦証券法に関する指針で示されたその他の関連要素を検討する必要がある。

第6に、ヒンマン局長が、デジタル資産の販売の適切な評価について、SECスタッフにはトークン販売者に対し支援とガイダンスを提供する用意があることを示唆したことである。これは恐らく多くのトークン販売者やその弁護士に歓迎されることであろう。

最後に、ヒンマン局長は長年の問題を明確にしたものの、スピーチで触れられなかった極めて重要な問題がまだ残っていることは指摘する必要がある。まず、最近になって、有価証券性の点に関するセーフハーバーの設定その他のガイダンスの公表等の陳情がSECに対してなされているが、上記のスピーチは、SECが有価証券の類型とするトークンと非有価証券である「ユーティリティ」トークンとの間の実務上の区別を明確にするか否か、また、明確にするとすればその方法に関して、明言していない。次に、当初有価証券として募集されたトークンがその後、発行者によってその枠組みから離脱する際には実際にはどのような行われれるのか(有価証券の募集に関する投資家保護の下で当初デジタルトークンを取得した買い手が、ある時点で当該トークンの販売が有価証券の処分に該当しなくなったとしても、引続きその保護を求めることができるか否かなども含め)明らかになってない。上記及び他の証券法関連の問題を未解決のままに残したほか、ヒンマン局長のスピーチは当然のことながら、連邦、州の他の法令や外国の法令(送金、銀行(KYC(know your customer)・AML(anti-money laundering)など)、商品や税金に関する法令を含む)の理解と遵守の必要性に触れなかったが、そこから市場参加者の目をそらすしてはならない。

Footnotes:

^[1] See Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic) (June 14, 2018), *available at* <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>.

^[2] See Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO (July 25, 2017), *available at* <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.

^[3] 328 U.S. 293 (1946).

^[4] See *supra* note 1.

^[5] See *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 336 (1967).

^[6] See *United Housing Found., Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 852-53 (1975).; see also Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order (Dec. 11, 2017), *available at* <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>.

^[7] See *supra* note 1.

^[8] *Id.*

^[9] *Id.*

^[10] *Id.*

^[11] *Id.*

^[12] *Id.*

^[13] *Id.*

^[14] *Id.*

^[15] *Id.*

For more information, please contact:

Kenji Hosokawa

Tokyo

03 3214 6932

KHosokawa@mofo.com

About Morrison & Foerster:

We are Morrison & Foerster—a global firm of

Footnotes:

^[1] 「Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)(June 14, 2018)」参照。(<https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418> で閲覧可能)。

^[2] 「Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO(July 25, 2017)」参照(<https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf> で閲覧可能)。

^[3] 328 U.S. 293 (1946)。

^[4] 前掲脚注 1 参照。

^[5] 「*Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 336 (1967)」参照。

^[6] 「*United Housing Found., Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 852-53 (1975)」及び「Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order (Dec. 11, 2017)」参照(<https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf> で閲覧可能)。

^[7] 前掲脚注 1 参照。

^[8] 同上

^[9] 同上

^[10] 同上

^[11] 同上

^[12] 同上

^[13] 同上

^[14] 同上

^[15] 同上

コンタクト**細川 兼嗣**

東京

03 3214 6932

KHosokawa@mofo.com

モリソン・フォースターについて

モリソン・フォースターは優れた実績を誇る世界的な法律事

exceptional credentials. Our clients include some of the largest financial institutions, investment banks, Fortune 100, technology and life science companies. We've been included on *The American Lawyer's* A-List for 13 straight years, and *Fortune* named us one of the "100 Best Companies to Work For." Our lawyers are committed to achieving innovative and business-minded results for our clients, while preserving the differences that make us stronger. This is MoFo. Visit us at www.mofo.com.

Because of the generality of this update, the information provided herein may not be applicable in all situations and should not be acted upon without specific legal advice based on particular situations. Prior results do not guarantee a similar outcome.

務所です。クライアントには大手金融機関、投資銀行、Fortune 100 企業、テクノロジー・ライフサイエンス関連企業等が名を連ねています。American Lawyer 誌の A-List に過去 13 年間連続で選ばれただけでなく、Fortune 誌が「働きたい全米トップ 100 企業」として当事務所を挙げています。モリソン・フォースターの弁護士はクライアントのために最良の結果を出すことに全力を注ぐ一方で、より強固な事務所となるべく各弁護士の個性を失わないよう配慮しています。詳しくは、当事務所のウェブサイト(www.mofo.com)をご覧ください。

本稿は一般的なもので、ここに含まれる情報はあらゆる事案に適用されるものではなく、また個別の事案に対する具体的な法的アドバイスを提供するものでもありません。過去の結果が今後も同様に当てはまることが保証されているものではありません。