

漸く出た略式判決

2023年7月13日、ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は、米リップル社が取り扱う暗号資産（仮想通貨）「XRP」の扱いを巡って SEC が同社を提訴していた件で略式判決¹を下した。そのエッセンスは、機関投資家向けに販売される XRP は「未登録有価証券」である一方、個人向けに暗号資産取引所でプログラム販売²される XRP は「有価証券ではない」と判断を下した点にある。これに対し SEC は8月9日、中間控訴³の承認を求めて連邦地裁に書簡を送った。現時点で中間控訴が認められるかは不透明であるが、いずれにせよ SEC が上告して争う姿勢を見せたことから、判決がこれで確定したとは言い難い状況となった。それでも、SEC が起訴してから2年にも及ぶ裁判が一応の結論を迎えたことは事実であり、今後結審を迎える他の裁判にも少なからず影響を与えることになると考えられる。そこで本稿では、判決文をもとに裁判所でどのような審議が行われたのかを読み解くこととする⁴。

様々なスキームに対応できる柔軟な Howey テスト

今回の判決は、事実関係についてはリップル社と SEC の間の認識に争いはなかったため、両者からの動議を受け、事実審理を伴わない略式裁判によって行われた。被告リップル社は、裁判の準備書面において有価証券か否かの判断を Howey テストによってのみ行うことに異議を唱え、新たに厳しい要件を加えた「必須要素 (essential

¹ Case 1:20-cv-10832-AT-SN Document 874 Filed 07/13/23

[https://www.nysd.uscourts.gov/sites/default/files/2023-07/SEC vs Ripple 7-13-23.pdf](https://www.nysd.uscourts.gov/sites/default/files/2023-07/SEC%20vs%20Ripple%207-13-23.pdf)

² 一定のルールに従った取引を行うため、プラットフォームを介して、あらかじめ設定したコンピュータ・プログラムに基づいて自動で行われるシステム売買のこと。

³ 一審関連の審理としては、リップル社の現 CEO と共同創業者である Garlinghouse や Larsen に対し、機関投資家に対する XRP の販売の責任を問う陪審員裁判が残っている (2024年4～6月期に行われる予定)。本来、控訴は、一審で行うべき審理を全て終えてから行われるものであるが、一審の審理が完全に終わる前に行われる場合は中間控訴と呼ばれる。

⁴ 本裁判はリップル社、現 CEO および共同創業者の個人2名に対するものであるが、本稿ではリップル社に対する判決のみに焦点を当てる。

ingredients)」テスト⁵を提唱していたことが判決文から読み取れる。しかしながら、裁判所は、Howey テストは「固定的な原則ではなく柔軟な原則を具現化するもの」であり、「利益を約束して他人の資金を利用しようとするものが考案する無数の可変的なスキームに対応できることを意図」しているため、最高裁が義務付けてもいない追加的な要件を課す理由はないとして、リップル社の異議と提唱を却下している。判決文は、契約、取引、スキームが投資契約かどうかを分析する際には Howey テストの平易な文言に照らし、形式を無視して実質を重視し、「経済的現実」と「状況の総合性」に重点を置いて判断すべきであるとしている。

裁判所による Howey テストの分析結果

裁判所は、リップル社が 2013 年から 2020 年にかけて行った XRP の販売を 3 つの категория：(1)機関投資家向け販売、(2)暗号資産取引所におけるプログラム販売、(3)その他の分配⁶に分け、それぞれが Howey テストの各項目、①金銭の投資(invests his money)、②共同事業への投資 (in a common enterprise)、③他人の努力からの利益の期待 (is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party) の全てを立証しているか評価することによって行われた。



⁵ リップル社は、すべての投資契約には、Howey テストに加えて 3 つの「必須要素」：①投資に関する投資家の権利を確立するプロモーターと投資家間の契約、②投資家の利益のために特定の行動を取るという販売後の義務をプロモーターに課すこと、③投資家の資金を使用してリターンを生み出すプロモーターの努力から得られる利益を共有する権利を投資家に付与すること、が含まれていなければならないと主張した。

⁶ 財務諸表に「現金以外の対価」として記載されているものであり、従業員への報酬としての XRP の分配や、サードパーティへの XRP 提供が該当する。後者は、XRP と XRP Ledger の新しいアプリケーションを開発する「Xpring イニシアチブ」として、リップル社よりサードパーティに提供されるものである。

判決文によれば、(1)機関投資家向け販売については、Howey テストの 3 要件⁷がすべて立証されるとして、投資契約に該当すると判断した一方、(2)暗号資産取引所におけるプログラム販売については、上記の③「他人の努力からの利益の期待」を立証できないとして、(3)その他の分配については、上記の①「金銭の投資」を立証できないとして、投資契約には該当しないとの判断を示している（図表 1、図表 2）。

（図表 1）Howey テストの結果（投資契約のオファーや販売に当たるか？）

テスト項目 ケース	①金銭の投資	②共同事業への投資	③他人の努力からの 利益の期待
(1)機関投資家向け販売	立証	立証	立証
(2)暗号資産取引所における プログラム販売	(検討せず)	(検討せず)	立証できない
(3)その他の分配金	立証できない	(検討せず)	(検討せず)

（図表 2）Howey テストの分析内容

(1)機関投資家向け販売（リップル社は 7 億 2800 万ドルを受領）
① 金銭の投資か？ リップル社が機関投資家への販売を通じて XRP の対価として資金を受けとった事実関係については両者に争いはなかった。リップル社は、資金を受け取っただけでは投資とは言えず、その金銭を投資する意図が必要と主張したが、そうした区別を裏付ける判例はなく、投資に該当すると立証できる。
② 共同事業への投資か？ リップル社は、機関投資家向け販売で調達した資金を事業運営資金に充てており、投資家の資金を分別管理したり、利益を独立して採算管理していないという事実関係についての争いはなかった。リップル社は XRP の用途を開発し、XRP 取引市場を保護する等、XRP の価値を高め普及を促進するために、機関投資家向け販売から受け取った資金を使用したと評価できる。XRP の価値が上昇すると、全ての機関投資家は XRP の保有量に比例して利益を得ることとなり、特定の機関投資家の運命が、他の機関投資家の成功だけでなく、企業の成功にも結びついていたことが記録から読み取れるため、共同事業の存在が認められる。
③ 他人（プロモーターまたは第三者）の努力からの利益の期待があったか？ 機関投資家の立場にある合理的な投資家は総合的な状況から、リップル社が機関投資家向け販売で得た資金を XRP の市場改善や XRP Ledger の用途開発に使用し、それが XRP の価値が高まることに繋がると理解していたと考えられ、リップル社の努力から利益を得ることを期待して XRP を購入したと判断できる。リップル社は、XRP が外貨交換等のためのものであり、通貨あるいはその他の消費的な用途に使用されるための利益を期待するものではないと主張するが、合理的な経済行為者は、購入者の意図が不換紙幣の代用品を手に入れることであれば、数百万ドルを凍結する（筆者注：リターンを生まない不換紙幣を保有し続ける）ことには同意しないはずである。

⁷ Howey テストは、「他人の努力」と「利益の期待」を別のテスト項目として 4 要件とする場合もあるが、本判決文では「他人の努力からの利益の期待」と一つにまとめて分析しているため 3 要件となっている。

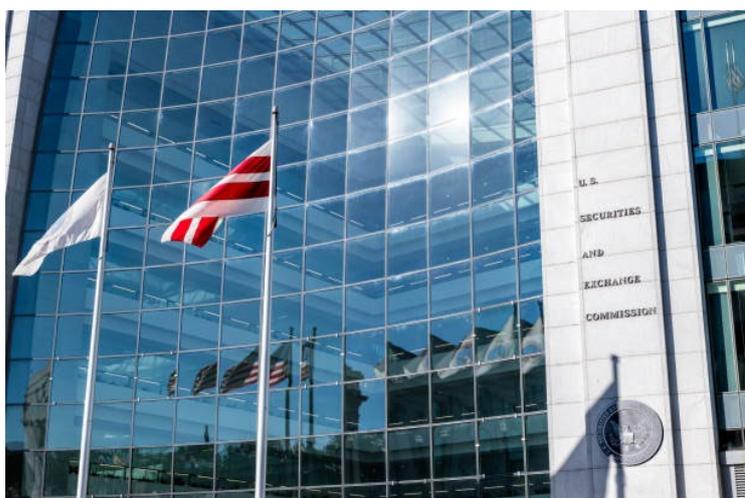
(2)暗号資産取引所におけるプログラム販売（リップル社は7億5700万ドルを受領）
<p>③ 他人（プロモーターまたは第三者）の努力からの利益の期待があったか？</p> <p>リップル社のプログラム販売は匿名で行われる Bid/Ask 取引であり、購入者は自分達の支払いがリップル社に渡ったのか、それとも他の XRP の売り手に渡ったのかを知ることはできなかった。2017 年以降、リップル社のプログラム販売は世界の XRP 取引量の 1%未満であり、暗号資産取引所から XRP を購入した個人の大半は、事実としてもリップル社に資金を投資していない。さらに、プログラム販売は、「他者の起業的または経営的な努力から得られる利益に対する合理的な期待」を認めるのに有利な、例えば、ロックアップ条項、再販制限、補償条項、または目的の記述を含む契約等に従って行われたものでもない。</p>
(3)その他の分配金（「現金以外の対価」として6億900万ドルを計上した書面契約を根拠）
<p>① 金銭の投資か？</p> <p>事実関係として、リップル社がこれらの XRP の分配による支払いを受け取っていないため、「リップル社が XRP を第三者に譲渡し、その XRP を売却させることでプロジェクトの資金を調達した」とは言えない。</p>

こうした裁判所の判決については、暗号資産取引所での販売が有価証券であると立証されなかった点を捉え、概ねリップル社の勝利であるとして歓迎する暗号資産取引所関係者は多い。一方で、今回の判決に疑問を唱える向きもないわけではない。一次販売で機関投資家に販売された場合は証券だが、暗号資産取引所で匿名性を持って販売された場合等は証券ではないとの見解は、規制の一貫性という観点からすると不自然に映り、控訴審で見直しがあると予想する関係者もいる。例えば、XRP の主要プロモーターは常にリップル社であり（販売者ではない）、暗号資産取引所のプログラム販売で XRP の購入者が自分達の支払いが誰に渡るのか知らなくても関係ない（「他人（プロモーターであるリップル社）の努力」が支払いを受けた場合に限られるものではない）、としている。暗号資産取引所における購入者が投機的利益を期待していることは認められるとしても、多くの場合、外部環境等を反映した需給動向の変化による価格上昇期待によるものであり、「他人（リップル社）の努力による利益の期待」があったと直ちにいえるものではないと考えられる。

予期されていた判決

今回の略式判決は、一部 SEC の訴えを認める一方、一部は却下するものであった。分散型コンテンツ共有プラットフォーム LBRY に対する SEC の訴訟において、ニューハンプシャー州連邦地方裁判所が下した判決と類似したところがあり、同時進行していた両裁判は相互に影響を及ぼしあっていた可能性がある。2022 年 11 月 7 日の略式判決では、LBRY が「プレマイニング」で保持していた LBC トークンの一次販売は未登録の投資契約に該当すると裁定された。その後の 2023 年 1 月 30 日の控訴審では、流通市場における LBC トークンの販売は証券の提供に該当しないと追加的な判断が

示され、SEC は和解を選択している。すなわちこの時点で、一次販売が未登録の投資有価証券に該当するとしても、これが流通市場における売買を制限するものではない（有価証券の売買行為であるとはみなさない）ことを SEC も容認したことになる。そういう意味では、今回のリップル裁判の判決は SEC にとっても想定の範囲内とみることもできる。もっとも、7月11日に下されたニューハンプシャー州の最終判決⁸では、LBC トークンの一次販売は有価証券であることを認めつつも、直接論点となっていない二次販売についての判断を避ける形となっており、結果的にリップル裁判への影響を考慮したと思われるような形となっている。



「商品」か「有価証券」かの択一ではない暗号資産

今回、裁判所は、元 SEC のヒンマン氏による「イーサリアム (ETH) はネットワーク誕生時から『十分に分散化』されていたため、本来は証券として分類すべきではない」との著名化した考え方を XRP の流通市場での販売には適用しなかった。筆者による推測となるが、裁判所としては、「十分な分散化」との考え方は議論が煮詰まっているものではなく、現時点では判断基準も明確とは言えないため、これを採用することは混乱を招き適切ではないとの判断があった可能性がある。

また、改めて浮き彫りにされた論点として、特定の暗号資産の固有名詞を挙げて「商品」か「有価証券」かを論じることはあまり意味がないということが挙げられる。証券法における投資契約とは、契約、取引、スキームを指すものであるが、その対象が必ずしも証券であるとは限らず、裁判所は、原資産のオファーと販売を取り巻

⁸ MEMORANDUM AND ORDER (23NH082.pdf)
<https://www.nhd.uscourts.gov/sites/default/files/Opinions/2023/23NH082.pdf>

く経済的現実と状況の総合性を分析して判断するとしている。様々な有形無形の資産が投資契約の対象となりうるとの判例があるが、投資対象が何であるかという論点と、投資契約なのか対象財サービス等の単なる売買契約であるのかは区別して考えるべきものである。例えば、金、銀、砂糖等は「それ自体」購買可能な商品であるが、投資契約として販売されることもある。同様に、仮にある暗号資産が商品または通貨としての特徴を有していたとしても、投資契約として提供または販売される可能性があり、その際は証券法に従わないといけないことになる。

いずれにせよ、今回の判決が確定した場合は、多くの他の暗号資産においても、機関投資家向けの販売／資金調達是有価証券である一方、暗号資産取引所でのオーダーブック等を通じたプログラム販売は投資契約には当たらないと判断される可能性がある。一般ユーザーへの暗号資産の販売が投資契約ではないとされることで、SECによる提訴で劣勢に追いやられていた暗号資産取引所が息を吹き返すことが考えられる。一方で、一部は証券法の適用除外となることが明確化されたことにより、いよいよ暗号資産に関する新たな法規制整備を行うよう米連邦議会に対する圧力が高まることも予想される（日本とは異なり、暗号資産に関する連邦レベルでの規制はまだ存在していない）。近い将来、グローバルな動向に沿った形で法規制整備が進展し、暗号資産に関する混乱が落ち着くことが期待される。

以 上