

第5章 ドイツにおける暗号資産およびICOの監督法上の取扱い

神 作 裕 之

1 本章の目的

日本では、平成28年の資金決済等に関する法律の改正により、仮想通貨（暗号資産）の定義規定が置かれ、仮想通貨交換業者に対する監督法上の規制が導入された。改正資金決済法2条5項1号は、仮想通貨を「物品を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されているものに限り、本邦通貨及び外国通貨並びに通貨建資産を除く。次号において同じ。）であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの」と定義した。不特定の者に対し決済のために使用でき、かつ、不特定の者を相手方として売買を行うことができる財産的価値であり電子的方法により記録されている仮想通貨につき、①その売買または他の仮想通貨との交換、②①に掲げる行為の媒介、取次ぎまたは代理、③自らが行う①および②に掲げる行為に関して、利用者の金銭または仮想通貨を管理することを仮想通貨交換業と定義し、仮想通貨の交換所等を含む仮想通貨交換業者を対象にした規制の枠組みを整備した。具体的には、仮想通貨交換業者に対し、（i）最低資本金・純資産に係るルール、（ii）利用者が預託した金銭・仮想通貨の分別管理義務、（iii）利用者に対する情報提供義務、（iv）情報の安全管理義務、（v）分別管理と財務諸表の外部監査義務等について定めるとともに、（vi）監督当局の報告徴求権や検査権などを規定した。さらに、マネーロンダリングやテロ資金供与への対応のため、犯罪収益移転防止法を改正し、仮想通貨交換業者を同法の適用を受ける特定事業者に追加し、顧客の取引時確認義務等同法に基づく義務を課すことにした。

ところが、仮想通貨交換業者に預託した仮想通貨が流出する事件が生じ、また、多くの仮想通貨交換業者に内部統制体制の不備が発覚したため、仮想通貨に係る監督法上の規制を見直すとともに、ICO（Initial Coin Offering）についても投資者保護の観点から規制する必要があると考えられたことから、金融審議会において仮想通貨交換

業等に関する研究会が設置され、検討がなされた。同研究会は、2018年12月に報告書を公表し、仮想通貨という用語に代わり暗号資産という呼称を用いることとした上で、資金決済法改正により暗号資産のカストディ業務を規制対象に追加し、利益相反規制を中心に暗号資産交換業に係る規制を見直すとともに、金融商品取引法の改正により暗号通貨を原資産とするデリバティブ取引やICOトークンについて規制する方向が打ち出された⁽¹⁾。

これに対し、ドイツの監督当局は、目下のところ、暗号資産の交換やデリバティブ等、さらにはICOについては、既存の監督法制の適切な解釈・適用により対応可能であるという立場に立っており、暗号資産やICOトークン等について新たに監督法上の規定や制度を設けようという動きはない。ドイツにおいて暗号資産の保有者に関する正確な統計はないが、約50万から100万人のドイツ国民が暗号資産を保有しており、約4分の1が決済を目的とし、それ以外は投資等を目的としているとされる⁽²⁾。2017年4月24日の時点でベルリンでは44、ミュンヘンでは13、ケルンでは10の店舗またはオンライン商店が暗号資産による決済を受け入れているが、大半の店舗は暗号資産による支払いを認めていない⁽³⁾。ドイツにおいても、暗号資産の保有目的の多くは投資目的であるが、暗号資産のボラティリティが高く、とくにICOトークンについては投資者保護の観点から問題があるという警告がBaFinによってなされている⁽⁴⁾。具体的には、ICOトークンには、①元本喪失のリスク、②価格変動リスク、③秘密鍵の管理等に伴うリスク、④ハッキングその他の濫用の行為のおそれ、⑤仕組みに対する理解が容易でないことなどが指摘され、投資者保護の観点から問題が多いと警告されている。ところが、前述したようにドイツでは、現時点においては、暗号資産およびICOに対する特別の監督法上の規制はなされておらず、またその必要もないとする見解が大勢であるように見受けられる。

本章では、日本とは対照的な法的対応をしているドイツにおける暗号資産およびICOの監督法上の取扱いについて概観し、日本法の動向と大きな違いが生じている原因について考察する。なお、暗号資産には様々な種類があるが、主としてビットコインを念頭に置いて叙述し、ICOについてはトークンを類型化しつつ叙述する。

-
- (1) 「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」(平成30年12月21日) <<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20181221-1.pdf>>
- (2) Deutscher Bundestag, Einzelfragen zur Regulierung und zur Nutzung von Kryptowährungen, Wissenschaftliche Dienste Sachstand, WD 4 - 3000 - 021/18, S. 4 und 5 (2018).
- (3) Deutscher Bundestag, supra note 2, S. 5.
- (4) BaFin, Initial Coin Offerings: Hohe Risiken für Verbraucher, 15.11.2017. <https://www.ba-fin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa_bj_1711_ICO.html;jsessionid=DFA16AA33A5FE5D6272E401D2D98F377.1_cid290?nn=7906360>

2 ビットコインの仕組みと特徴

(1) 仕組み

ビットコインの基本的な仕組みは、次のとおりである。ビットコインにおいては、公開鍵のハッシュ値がアドレスになり、秘密鍵は、アドレスからビットコインを移転する際に必要なパスワードとして機能する。

(a) A は、そのアドレスからビットコインにかかる秘密鍵による署名済みの取引記録と公開鍵を元の取引記録に組み込んで、B のアドレスに対してビットコインを移転する旨をすべてのビットコイン・ネットワークに向けて送信する。

(b) B は、A と同じハッシュ関数を用いて元のファイルのハッシュ値を自ら生成し、A の署名を A の公開鍵で復号して得られるハッシュ値と照合することで、A の署名が正しいものであることを確認し、取引の承諾をネットワークに送信する。

(c) ネットワーク参加者は、自己に送信された取引記録の集合に、ナンス（任意の値）を加えてハッシュ値を計算する。「特定の値より小さい値を求める」という条件が与えられており、正当値が得られるまで、ナンスの値を変えながら計算を続ける。誰かが正当値を得たら、それが正しいことをネットワーク参加者で相互に確認した上で、計算に用いられた取引記録の集合を新たな「ブロック」として、正式な取引結果として承認する。有効なブロックヘッダーのハッシュを求め取引を承認することをプルーフ・オブ・ワーク（proof of work）という。新たなブロックはこれまでのブロックに連鎖される。

(d) 計算に成功した者に対して、報酬としてビットコインが付与される。

(2) 特徴

ビットコインの特徴として、次の5点が指摘される。

第1に、発行者および中央管理者が存在せず、また発行見合資産も存在しない。peer-to-peer（P2P）型ネットワークが採用されており、ネットワークのみならずソフトウェア開発プロセスも分散的に行われる。すなわち、公式にソフトウェアを管理・修復する義務のある中央組織は存在しない。

第2に、ビットコインの保有と取引は、分散型台帳と呼ばれる公開され分散して所在する台帳に記録される。すなわち、一定の期間に行われたビットコインの取引は情報ブロックとしてブロックに格納されるが、各ブロックに前のブロックの要約情報を含むハッシュ値と呼ばれるデータを含めることで、ブロックを「チェーン」状に連ねた形式で記録される。偽造をするとハッシュ値が変わり、正当値を見つけるために多

大の計算と費用を要することから事実上困難であり、また、使用済みのビットコインを別の取引に使用することも事実上困難であるため、いわゆる二重使用の問題も生じないとされる。

第3に、法定通貨と異なる独自の単位、すなわち bitcoin (BTC) という単位を有する。

第4に、「マイニング (採掘)」に対する報酬として発行される。すなわち、最初に「正答値」を見つけ、新ブロックを生成した者に対し、報酬として、一定額 (現在 25BTC) が付与される。これは、ブロックの作成・確認作業に参加し、正当値を発見するためのインセンティブを付与する仕組みであると考えられる。

第5に、あらかじめ発行量の上限等を設定され、ビットコインの場合は 2,100 万 BTC が上限となり、一定額 (ブロックの生成で 5BTC) は、4 年ごとに半減し、最終的にゼロになる。2040 年ころゼロになるといわれている。

3 暗号資産の民事法上の性質

(1) 緒論

ビットコインをはじめとする暗号資産について、ドイツにおいては、民事法、刑事法、監督法、租税法等の領域において、特別の規制はなされていない。すなわち、暗号資産については、基本的に既存の法制や法理により解決し得ると解されており、既存の法制や法理の適用の有無やその範囲など解釈論をめぐって議論が活発になされている⁽⁵⁾。本章では、ドイツにおける暗号資産の監督法上の取扱いについて述べるが、その前提として、暗号資産と法定通貨の交換が売買に該当するかどうかなど、暗号資産の民事法上の法的性質が問題になるため、本章の論述に必要な限度で、暗号資産の民事法上の性質に関する議論を簡単に紹介する。

(2) 金銭に該当するか?

ドイツにおいては、民法上も金銭の定義規定は存在しない。しかし一般に、金銭とは、それをもってユーロ建ての金銭債務を決済することが国家によって保証された法

(5) もっとも、EU は、2018 年 3 月、暗号資産を資金洗浄およびテロ資金としての利用から排除するために第 4 次資金洗浄指令を改正し、暗号資産について立法措置を講じた。Directive (EU) 2018/843 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2018 amending Directive (EU) 2015/849 on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing, and amending Directives 2009/138/EC and 2013/36/EU, PE/72/2017/REV/1, OJ L 156, 19.6.2018, pp. 43-74.

定の支払手段であると定義される。連邦通常裁判所は、金銭とは「内国もしくは外国または授權された機関によって価値の担い手（Wertträger）として正当化されたものであり、かつ、一般的な受容強制の有無にかかわらず、開かれた取引において特定の支払手段として流通させるためのもの」と定義する⁽⁶⁾。金銭といえるためには、特定の通貨地域において高権的に強制通用力を付与されていることが必要であり、ビットコインなどの暗号資産は、金銭になり得ない⁽⁷⁾。強制通用力の有無のほか、金銭とビットコインの違いとして、ビットコインには、①発行者が不在である、②発行量を管理する者が不在である、③完全に電子化されている点などが指摘される。

一般に金銭の機能とは、①支払手段としての機能、②価値保存手段としての機能、②価値評価尺度としての機能の3つがあるとされる⁽⁸⁾。ビットコインなどの暗号資産は、少なくとも現状では、その価値が大きく変動しており金銭の経済的機能という観点からしても、金銭とはいえないとするのが通説である⁽⁹⁾。

ビットコインは金銭ではないため、法律上の金銭債務（ドイツ民法 252 条や 253 条に基づく損害賠償債務など）についてビットコインで弁済することはできず、ビットコインによって決済する旨の約定は民法 480 条の交換契約であるとされる⁽¹⁰⁾。

（3） 私的金銭に該当するか？

債務の弁済は必ずしも法定通貨によってなされなければならないわけではない。もっとも、不法行為法による損害賠償の支払や、当事者が約定において支払通貨について定めている場合は、この限りではない。電子的支払手段すなわちいわゆる電子マ

(6) BGH, Urteil vom 14.06.2013 - V ZR 108/12, NJW 2013, 2888, Rdnr. 8.

(7) Moritz Schroeder, Bitcoin: Virtuelle Währung – reelle Problemstellungen, JurPC Web-Dok. 104/2014, Abs. 19.

(8) Bundesbank, Begriff und Aufgabe des Geldes. <https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule_und_bildung_kapitel_1.html?notFirst=true&docId=153022#chap>

(9) Fandrich/Karper, in Münchner Anwaltshandbuch Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., § 5 Rn. 656 (2018); Richter/Augel, Geld 2.0 (auch) als Herausforderung für das Steuerrecht – Die bilanzielle und ertragssteuerliche Behandlung von virtuellen Währungen anhand des Bitcoins, FR 2017, 937, S. 938; Terlau, in Casper/Terlau, ZahlungsdienstaufsichtsG [ZAG], § 1a, Rn. 50; Shmatenko/Möllenkamp, Digitale Zahlungsmittel in einer analog geprägten Rechtsordnung: A bit(coin) out of control – Rechtsnature und schuldrechtliche Behandlung von Kryptowährungen, MMR 2018, 495, S.496.

(10) Terlau, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., § 55a Rn. 157 (2017); Eckert, Steuerliche Betrachtung elektronischer Zahlungsmittel am Beispiel sog. Bitcoin-Geschäfte, DB 2013, 2108, S.2108f.; Spindler/Bille, Rechtsprobleme von Bitcoins als virtuelle Währung, WM 2014, 1357, S. 1362.

ネーは、通説および監督当局によれば、当事者の合意に基づきそれによって債務を弁済することができる私的金銭 (privates Geld) であるとされる。暗号資産も、そのような意味では、私的金銭になり得る。しかしながら、一般に金銭の特徴とされる、①発行者が存在すること、および②発行量を管理する者が存在すること、のいずれの特徴も欠くため、ビットコインなどの暗号資産が私的金銭といえるかどうかについては否定的な見解が有力である⁽¹¹⁾。なお、支払サービス監督法上の電子マネーに該当するかどうかについては、後に詳述する。

(4) 金銭債務の目的

ビットコインは金銭債務の目的となり得るか。金銭債務は、特定の計算に基づき、通貨単位によって表示された額を有する抽象的、かつ有体物に化体されていない財産的権能の創設に対応して発生する。現金のような有体物の形態をとっているか、帳簿上の金銭のような非有体物の形態をとっているかは無関係であり、機能が重要であるとされる。ビットコインなどの暗号資産はそもそも通貨単位として表示されていない点で、金銭債権とはいえないとされるが⁽¹²⁾、金銭債務の目的となり得るとする少数説も存在する⁽¹³⁾。

(5) 売買契約・交換契約の目的

ビットコインなどの暗号資産が取引の対象となることに疑いはなく、契約自由の原則により、法に触れるものでない限り、ビットコインに係る取引は有効であるとされる。ドイツでは、売買の対象は原則として物であるが、権利「その他の目的 (Gegenstand)」も売買契約の対象となり得 (ドイツ民法 453 条 1 項 2 号)、ビットコインは物にも債権 (権利) にも該当しないので、「その他の目的」に該当すると解されている⁽¹⁴⁾。「その他の目的」とは、典型的には電気や熱を想定したものであり⁽¹⁵⁾、2002 年の債務法改正の際に追加された文言である⁽¹⁶⁾。「その他の目的」は、「権利」や「物」という法概念には含まれないものを捕捉するための機能を営むといわれており、無体財産や企業経営のノウハウなどがそれに該当するとされる。ビットコインに係る取引

(11) Terlau, supra note 10, § 55a Rn. 155f.

(12) Spindler/Bille, supra note 10, S. 1361; Terlau, supra note 10, § 55a Rn. 156.

(13) Benjamin Beck, Bitcoins als Geld im Rechtssinne, NJW 2015, 580, S. 585.

(14) Beck & König, Bitcoin: Der Versuch einer vertragstypologischen Einordnung von kryptographischem Geld, JZ 2015, S. 133.

(15) Stuart Hoegner (Ed.), The Law of Bitcoin, p. 119 (2015).

(16) BT Drucks. 15/6040, S. 242.

も「その他の目的」にあたるとして、売買契約であると解する見解が有力である。

これに対し、ビットコインをもって売買代金支払債務を決済する旨を約定したときは、ビットコインは「その他の目的」に該当し、売買契約の対象になるという前提に立つ場合であっても、当該契約は交換契約（民法 480 条）と性質決定されることになるとされる⁽¹⁷⁾。というのは、売買契約においては、売買契約の目的物の移転の対価は売買代金であると規定されており、（４）に述べたとおり、ビットコインによる決済は代金支払債務にならないと解されているからである。もっとも、売買代金には、国家の通貨単位により表示されていないビットコインなどの債務も含まれると解する少数説もある。少数説によれば、金銭債務の対象になり得るのは、抽象的な購買力を相手側に媒介し、それをもって個人を超えた交換手段となり得るもので足りる⁽¹⁸⁾。そのような購買力は、ビットコイン等の暗号資産がブロックチェーンに登録されたときに生じるという⁽¹⁹⁾。

他方、交換においては、ある個別の価値を他の個別の価値に替えることが行われ、したがって、交換の特徴は個別具体的な性質を有する必要は必ずしもなく、同種の目的であっても交換することができると解されている。すなわち、交換契約においては、ビットコインが交換可能な経済的財であるといえるかどうかだけが問題となり、その法的性質は問題にならず、ビットコインがそのような交換可能な経済的財であることは疑いないとされる⁽²⁰⁾。

もっとも、ビットコインを法定通貨と交換することは、交換契約とはいえないとされる。なぜなら、ビットコインを取得し法定通貨を支払う者が負っている債務は、金銭債務にほかならないからである。ここでは、売買契約の成否が問題となるが、それを認める見解が有力であることについては、前述した。

これに対し、対価については合意に基づき自由に約定できる賃貸借契約（民法 535 条）、役務提供契約（同法 611 条）および請負契約（同法 631 条）は、対価を権利性のあるビットコインをもって支払うものと解すればよいので、法的性質決定は、それぞれ賃貸借契約、役務提供契約および請負契約とすれば足りる⁽²¹⁾。

なお、ビットコインが物でも権利でも知的財産権でもないという立場からは、ビットコインに係る契約はそれを生じさせることを目的とする請負契約であるとする説があることについては（６）参照。

(17) The Law of Bitcoin, supra note 15, p. 120; Shmatenko/Möllenkamp, supra note 9, S. 500.

(18) たとえば、Beck & König, supra note 14, S. 137f. 参照。

(19) The Law of Bitcoin, supra note 15, p. 122.

(20) Schroeder, supra note 7, Abs. 48.

(21) The Law of Bitcoin, supra note 15, p. 121.

(6) 役務の目的ととらえる見解

ブロックチェーンに依頼したビットコインの変動を記録する旨の非典型の請負契約ととらえる説がある⁽²²⁾。ちなみにドイツでは、振込契約は請負契約であると解されている。この考え方は、ビットコインの移転に着目するのではなく、ビットコイン取引を完結する債務を觀念する。なお、請負契約の対価は、売買契約のように「代金支払」ではなく、単に「合意された報酬」と規定されているため、ビットコインによる支払が代金支払といえるかどうかという問題は生じない。

しかし、ビットコイン取引を請負契約であると解するにせよ、物を購入した対価をビットコインで支払うようなケースについては、説明ができない⁽²³⁾。さらに、請負契約においては「創造的な給付」が債務となるが、ビットコインについては単に存在している財を移転するだけであって、請負契約の本質に合致しないという批判がある⁽²⁴⁾。

4 暗号資産の監督法上の取扱い

(1) BaFinの見解

ドイツの連邦金融監督庁は、ビットコインのような暗号資産は、計算単位 (Rechnungseinheit) に該当すると指摘する⁽²⁵⁾。信用制度法 1 条 11 項 7 号は、外国通貨とともに計算単位を「金融商品」として掲げる。外国通貨とは、法律上の支払手段ではない計算単位と同義であるとされる。外国通貨について定義規定は置かれていないが、外国通貨とは現金としての外貨を除く、外国通貨に表章された外国の支払手段であると解されている。計算単位の例としては、たとえば外国通貨建ての銀行預金・手形・小切手、または支払指図などが挙げられる。計算単位の一例として、IMF の特別引出権 (SDR)⁽²⁶⁾ や、地域通貨、ビットコインその他の電子的支払手段のような補助通

(22) Alexander Djazayeri, Die virtuelle Währung Bitocoin, 6/2014 Juris PraxisReport, Bank und Kapitalmarktrecht; Boehm/Pesch, Bitcoins: Rechtliche Herausforderungen einer virtuellen Währung - Eine erste juristische Einordnung, MMR 2014, 75, S. 78.

(23) Boehm/Pesch, supra note 22, S.78.

(24) Schroeder, supra note 7, Abs. 46.

(25) BaFin, Merkblatt - Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG (Aktien, Vermögensanlagen, Schuldtitel, sonstige Rechte, Anteile an Investmentvermögen, Geldmarktinstrumente, Devisen, Rechnungseinheiten und Emissionszertifikate), 20.12.2011, geändert am 26.07.2018, <https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html>

(26) IMF の特別引出権 (SDR) とは、バスケットを構成する異なる通貨から成る人工的に組成された通貨を指す。

貨が挙げられる。支払サービスに対する監督に係る支払サービス監督法1条2項に定める電子マネー取引かどうかの判断と異なり、支払手段については、前払いがなされているかどうかは問題にならない。これらの外国通貨や支払手段などの「通貨に近接したもの (Nebengelder)」が通貨法上許容されるかどうかは、信用制度法1条11項にいう「金融商品」に該当するかどうかの判断にあたっては、影響を及ぼさない。

なお、IMFのSDRは、通貨ではなく、またIMFに対する請求権でもない。SDRは、IMF加盟国の自由利用可能通貨に対する潜在的な請求権としての性質をもつとされる。すなわち、SDRの所有者は、SDRと引き換えに、加盟国間での自主的な交換を通じて、またはIMFに指定された強固な対外ポジションを有する加盟国が弱い対外ポジションを有する国からSDRを購入することにより、自由利用可能通貨を入手することができる。自由利用可能通貨とは、IMF協定により、IMFが(i)国際取引の支払いに広く使われ、(ii)主要な取引市場において広く取引されていると判断される通貨と定義されている。計算単位のその他の例としては、1998年まで欧州共同体の予算における単位であり、欧州の中央銀行間の決済に用いられていたECU (European Currency Unit) が代表的なものであった。SDRやECUは、いずれも国が発行する通貨と関連する単位であるという点で共通する⁽²⁷⁾。

価値単位 (Werteinheiten) について定義規定はないが、価値単位とは、多数当事者間の交換取引に際し私的な支払手段として機能し、私法上の約定に基づいて三当事者以上 (マルチラテラル) が参加する清算システムにおける支払手段として用いられるものをいう⁽²⁸⁾。BaFinは、地域通貨とともに暗号資産は多数当事者間の取引において私法上の契約に基づいて私的な支払手段として機能するものであり、これらは信用制度法1条11項1文の計算単位に該当すると述べる⁽²⁹⁾。計算単位であるかどうかを判断するに際しては、金銭と異なり中央発行者の存否は問題にならない⁽³⁰⁾。また、ある暗号資産がどのようなソフトウェアや暗号技術を用いているかに関わらず、暗号資産は価値単位の性質を一般的に有する。

ビットコインを移転した者は、参加者の間の債務法上の契約の決済のために用いられており、売買契約の目的物、サービス、法定の支払手段その他の経済生活で用いられる財という形態で、自らの望んだ給付を得ることができる。したがって、ビットコ

(27) Terlau, *supra* note 10, Rn. 161.

(28) Jens Münzer, Bitcoins -Aufsichtliche Bewertung und Risiken für Nutzer, BaFin Journal, Januar 2014, S. 27.

(29) BaFin, Merkblatt, *supra* note 25, Abschn. 2.b)gg).

(30) Münzer, *supra* note 28, S. 27.

インは、計算単位に該当し、それゆえ、その売買の仲介等には免許を要する⁽³¹⁾。

暗号資産が計算単位に該当し、したがって信用制度法上の金融商品に当るとする BaFin の見解は、免許を要する業務かどうかについて検察当局が調査に来るため起業を制約しているなどという実務からの批判はあるものの⁽³²⁾、学説上の多くに支持されてきた⁽³³⁾。ところが、後述するように、2018 年に、ビットコインは信用制度法上の計算単位に該当せず、したがって金融商品として同法の規制対象にはならないとする裁判例が出され、状況はやや流動的になっている。

(2) 支払サービス監督法上の電子マネー

ビットコインは、支払サービス監督法上の電子マネーには該当しないため、電子マネーに関する支払サービス監督法上の規制は適用されない。支払サービス監督法は、電子マネーを「電磁的な保管も含む電子的に保管された金銭的価値 (monetäres Wert) であって、発行者に対する債権という法形式で金銭的価値を貯蔵するものであり、発行者に対する金銭額の支払いに代えて発行され、民法 675f 条 4 項 1 文にいう支払プロセスの実行を担うものであり、かつ、発行者以外のその他の自然人または法人によっても受け入れられる金銭的価値である」と定義される⁽³⁴⁾。

ビットコインのような暗号資産は、電子マネーの要件を満たさない。なぜなら、第 1 に、電子マネーはその発行者に対する債権が成立していることを要するが、ビットコインには発行者が存在せず債務を負う者が存在しないからである⁽³⁵⁾。第 2 に、ビットコインはマイニングに対する報酬として発行されるものであって、金銭額の支払に対して発行されるものではないからである⁽³⁶⁾。第 3 に、ビットコインは、電子的に貯蔵された金銭的価値であるといえないので、電子マネーには該当しないとされる⁽³⁷⁾。ビットコインにおいては電磁的デバイスに金銭的価値を貯蔵するという電子マネーの必須の要素を欠いているのである⁽³⁸⁾。

(31) Münzer, supra note 28, S. 27.

(32) Lutz Aufferberg, Bitcoins als Rechnungseinheiten; Eine kritische Auseinandersetzung mit der aktuellen Verwaltungspraxis der BaFin, NVwZ 2015, 1184, S. 1184f.

(33) Terlau, supra note 10, Rn. 159; Spindler/Bille, supra note 10, S. 1362; Fandrich/Karper, supra note 9, § 5 Rn. 656; Djazayeri, supra note 22, Anm. 1, D. II .3.; Beck, supra note 13, S. 581.

(34) 支払サービス監督法 1 条 2 項 3 文。

(35) Richter/Augel, supra note 9, S. 940; Terlau in Casper/Terlau, supra note 9, Rn. 49 f; Terlau, supra note 10, § 55a Rn. 149.

(36) Klöhn, in Marktmissbrauchsverordnung: MAR, 1. Aufl., Artikel 2, Rn. 85 (2018).

(37) Terlau in Caspar & Terlau, Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, § 1a Rz. 44 (2014).

(38) ビットコインなどの暗号資産が交換手段や支払手段として用いられている以上、それらが金

(3) 監督法上の規制—免許を得る義務を要する業務に該当するかどうかを中心として

① 免許を要しない業務

交換取引においてある経済圏に参加するために現金または預金の代わりに暗号資産を利用するだけの行為は、免許を要しない⁽³⁹⁾。役務提供者や供給者が暗号資産と引き換えに給付をなすことも、銀行業務や金融サービス業務にはあたらない。また、暗号資産のマイニングも、暗号資産を自ら発行したり分配したりするわけではないから、免許を要しない。発掘したまたは取得した暗号資産を売買することも原則として免許を要しない。

BaFin の見解すなわちビットコインは計算単位に該当するという見解によると、次のように場合を分けて検討することになる。

a 給付の対価としてビットコインを得る場合

ビットコインを給付の対価として取得しても、それだけで銀行業または金融サービス業に該当するわけではない。というのは、自己の提供するサービス等の対価としてビットコインを受領するだけでは、いかなる意味においても銀行業も金融サービス業も提供したとはいえないからである⁽⁴⁰⁾。

b 支払をビットコインで行う場合

支払をビットコインで行うことについて免許が必要ないのは、当然である。

c マイニング

マイニング自体も、マイナーはビットコインを発行しているわけでも分売しているわけでもないため、免許を要する行為ではない⁽⁴¹⁾。採掘したビットコインまたは取得したビットコインを売却したり購入したりすることも、原則として免許を要する業務には該当しない。

d 暗号資産のウォレット業

ビットコイン・ネットワークの参加者が自己の秘密鍵を預託するオンラインのウォレット業者は、信用制度法上の免許を要しない⁽⁴²⁾。オンラインのウォレット業者にはなんら価値が移転しているわけではないため、預金業務や寄託業務には当たらない。また、ウォレット業者はビットコインの売買プロセスに関与するわけでもないから、

銭的価値を有することは否定できず、一般的受容性は「金銭的」価値の要件ではないとする見解が有力である (Terlau, supra note 10, § 55a Rn. 148)。しかしながら、暗号資産には金銭的価値が貯蔵されているわけではないため、電子マネーの定義には当たらないとされる。

(39) BaFin, Virtuelle Währungen/Virtual Currency (Bitcoin), geändert am 28.04.2016 < https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_artikel.html >

(40) The Law of Bitcoin, supra note 15, p. 97.

(41) BaFin Virtuelle Währungen, supra note 39.

(42) Terlau, supra note 10, § 55a Rn. 175f.

金融商品取次業務や自己勘定取引にも該当しない。また、ポートフォリオ管理業務にも該当しないためである。

②免許を要する業務

ビットコインが信用制度法上の「金融商品」に該当するならば、その取次・代理・媒介、電子的取引システムの開設・運用等を業として行うことは銀行業に該当し、それぞれ営業免許が必要となる。

a 金融取次業

第1に、金融商品であるビットコインを第三者の計算かつ自己の名前で取引をすることを業とする場合は、金融取次業（Finanzkommissionsgeschäft）として信用制度法1条1項4号の銀行業務に該当し、信用機関としての免許を要する。たとえば、ビットコイン・プラットフォームは、次の要件を満たす場合には、金融商品取次業に該当し、営業免許を要する⁽⁴³⁾。

(a) 取引参加者が当該プラットフォームに対する注文の受注からその実行にいたるまでの過程において、取引の数量や価格についての指図権を有する。

(b) 取引参加者が自己の取引相手がだれであるかを知らず、かつ、当該プラットフォームが当該取引参加者の代理人としてではなく自己の名前で取引する。

(c) 取引に基づく経済的損益が取引参加者に帰属し、金銭が当該プラットフォームの口座に振り込まれ、またはビットコインがそのアドレスに記帳される。

(d) 当該プラットフォームが、参加者に対し取引の実行について計算を行い、購入されたビットコインを移転することを義務付けられている。

さらに、ビットコインをウェブ上のアドレスで売買するサービスを提供する業者に対し有償でウェブ上のディレクトリを提供する業務も、金融商品の締結の媒介に当たり得るとされる。

b 投資媒介業

第2に、金融商品であるビットコインの販売の媒介を業とする場合は、投資媒介業（Anlagevermittlung）として信用制度法1条1a項1号の金融サービスに該当し、金融サービス機関の免許を要する。

c MTF 業務

第3に、ビットコインのための電子的取引システム業（MTF）を開設し運用することは、信用制度法1条1a項1b号のMTF業務に該当し、金融サービス機関の免許を要する。ビットコインのプラットフォームが金融商品取次業に該当しない場合に

(43) BaFin Virtuelle Währungen, supra note 39; Terlau, supra note 10, § 55a Rn. 173.

は、MTF に該当するかどうか審査される。ソフトウェアまたはプロトコルによる規則に基づきビットコインに係る取引の締結に係る注文が集約され、個別のケースにおいて売買当事者がビットコインに係る任意の取引を特定の契約相手方と行うかどうかを決定する余地がない場合には、当該契約が最終的に当該システムの内部で決済されるかどうかを問わず、電子的取引システム業に該当する⁽⁴⁴⁾。

もっとも、証券取引法上の MTF に該当するかどうかは、別途検討する必要がある。証券取引法上も MTF に該当するということになれば、証券会社はリーテールを排除しなければならないという大きな法的効果が生じる。暗号資産は信用制度法上の金融商品に該当するとすれば信用制度法上の MTF 業務に該当する可能性が生じるけれども、証券取引法上の有価証券には該当せず、したがって証券取引法の適用はなく、リーテールは排除されないことになる⁽⁴⁵⁾。

d 自己勘定取引（その 1）

組織化された市場と MTF の双方を含むビットコインの市場において、継続的に価格を提示した上でビットコインの売買を提供することは、信用制度法 1 条 1a 項 4a 号により免許を要する自己勘定取引（Eigenhandel）に該当する⁽⁴⁶⁾。

e 自己勘定取引（その 2）

組織化された市場または MTF 以外の第三者がアクセスし得るシステムにおいて、そこにアクセスする者と自己の計算で取引を行うための組織化されかつシステム化された形態で定期的に取引を行うこともまた、信用制度法 1 条 1a 項 4b 号により免許を要する自己勘定取引に該当する。もっとも、BaFin は、「組織化されかつシステム化された形態」については、「予め定められ継続反復的に行われ」ていれば足り、「定期的に」とは「時々というのではなく」という程度の意味であり、取引システムの自動化までは必要ないとする⁽⁴⁷⁾。

(44) BaFin Virtuelle Währungen, supra note 39; Terlau, supra note 10, § 55a Rn. 174.

(45) Tnaja Aschenbeck-Florange, Regulation of Bitcoins in Germany: First comprehensive statement on Bitcoins by German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), bitcoinmagazine.com

(46) もっとも、ビットコインが組織化された市場や国家により監督された市場または MTF を通じて売買されることは通常はないであろうから、この類型の自己勘定取引業務に該当することはまれであろうとされる（Terlau, supra note 10, § 55a Rn. 166）。

(47) BaFin, Merkblatt - Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts, 22.03.2011, geändert am 15.05.2018, Abschn. 1.b)cc). <https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html>

f マイニング・プール

利用者による検証のための計算の対価として採掘され、もしくは譲渡されたビットコインから成る営業上の売上持分を提供するマイニング・プールも、自己勘定取引、分売取引または売買契約の締結の媒介に該当するため、免許を要する事業に該当する⁽⁴⁸⁾。

(4) BaFinの考え方

BaFin の基本的な考え方は、ビットコイン利用者のリスクを高める業者は、金融監督法制に基づき監督に服するべきであるというものである。監督は、顧客との取引および金融商品に係る取引において財政上および組織上の規準が遵守されており、信頼できない業者が市場に存在しないようにすることを目的とする。さらに、資金洗浄が行われないように適切な措置を講じることである。それゆえ、信用制度法 32 条に基づく免許を得ている銀行や金融サービス業者は、免許を受けている株式取引を暗号資産をもって取り扱うことができる。

(5) 商人的方法による営業

なお、ビットコインに関連する業務に、信用制度または金融サービス機関としての免許が必要とされるのは、上述した規制対象となり得る業が「営業または商人としての手法や方法で事業を営むことが必要とされる規模において」営まれる場合である。そのような場合には、信用制度法 32 条 1 項により免許を取得しなければならない。

なお、信用制度法の適用される銀行業や金融サービス業が「営業または商人としての手法や方法で事業を営むことが必要とされる規模で」なされるかどうかの目安として、BaFin は、たとえば信用制度法 1 条 1a 項 4 号の「自己勘定取引業」について、月平均 25 件以上の取引に従事する場合という基準を採用している⁽⁴⁹⁾。

5 暗号資産は計算単位には該当しないとする見解

(1) BaFinおよび通説の見解

BaFin の見解によれば、ビットコインなどの暗号資産は、信用制度法上の「計算単位」に該当し、したがって金融商品として信用制度法上の規制の適用を受ける。学説

(48) BaFin Virtuelle Währungen, supra note 39; Terlau, supra note 10, § 55a Rn. 171f.

(49) BaFin, Merkblatt, supra note 47, Abschn. 2.a).

においても、暗号資産は「計算単位」に当たるとする説が通説とされる⁽⁵⁰⁾。BaFin が述べた理由に加えて、信用制度法の保護目的を重視し、金融経済の悪化を防止し金銭の正常な移転を保護する必要がある、ビットコインが国民経済生活において実質的に金銭的な機能を果たしていることから、信用制度法の保護目的を実現するためには同法の適用を認めるべきであることが強調される⁽⁵¹⁾。具体的には、顧客を財産的損失から保護し、暗号資産が資金洗浄やテロ資金に利用されることを防ぎ、暗号資産の取引プラットフォームをハッキング等から保護するために、暗号資産を計算単位に該当するものとして取扱い、信用制度法を適用することは正当であるとされる⁽⁵²⁾。また、ビットコインが独自の単位をもっており、それゆえ物やサービスの価値をビットコインで表示することが可能である点を指摘する見解もある⁽⁵³⁾。

しかしながら、当初から、ビットコインを計算単位に該当すると解することに疑問を提示する見解もあった。計算単位は、外国通貨と同等のものである必要があるが、ビットコインは外国通貨やそれと同等とされる IMF の SDR や ECU と異なり、一般に認められた現実の価値を有するものではない。ビットコインにはその価値を確定しまたは通貨政策上影響を及ぼし得る中央機関が存在しない。これに対し、ビットコインの価格は個々の取引当事者の交渉に基づき定められたごく一部の取引に係る価格にすぎず、全体を代表するものではない。現に、ビットコインの取引プラットフォーム毎にビットコインの価格は大きく異なる。したがって、ビットコインは外国通貨やそれと同等とされる ECU などとは異なり、計算単位と解することはできないという⁽⁵⁴⁾。

なお、ドイツにおいて「計算単位」という概念が導入されたのは、1997 年の銀行法・証券監督法の調和に関する EU 指令の国内法化のための法律に基づく信用制度法改正によってである⁽⁵⁵⁾。ただし、EU 指令と異なり、ドイツ法は、計算単位について信用制度法すなわち銀行法による監督が必要であるとしている点に留意する必要がある。

1997 年信用制度法改正の理由は、次のとおりである。「外国通貨とそれと同等の計

(50) 注 (33) に掲げた文献のほか、Schwennicke in Schwennicke/Auerbach, KWG 3. Aufl., § 1 Rn. 249 (2016) ; Schefold, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., § 115 Rn. 30 (2017) など参照。

(51) Beck, supra note 13, 582f.; Terlau, supra note 10, § 55a Rn. 162.

(52) Terlau, supra note 10, § 55a Rn. 163.

(53) Beck, supra note 13, S. 584f.

(54) Auffenberg, supra note 32, S. 1187.

(55) Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften vom 22. Oktober 1997 (BGBl. I S. 2518).

算単位は、法律上の支払手段ではないが、有価証券サービス指令付表B第5号および第6号は外国通貨スワップと外国通貨オプションを含む外国通貨期限取引だけを金融商品としているのにもかかわらず、より包括的に捕捉しようとするためである。外国通貨取引、外国通貨スポット取引およびそれらと同等の計算単位に係る取引を監督することは、世界的な標準であるからである。」⁽⁵⁶⁾。そのように述べた上で、立法理由は、外国通貨と同等の計算単位の例として、1998年まで欧州共同体の予算において用いられていた ECU を挙げている。

(2) ベルリン上級地方裁判所2018年9月25日判決

このような議論状況の中で、2018年9月25日、ベルリン上級地方裁判所（商事部）は、暗号資産は「計算単位」には該当しないとして、暗号資産の取引所を無免許で開設・運営した被告人を無罪とする旨の刑事判決を出した。

事案は、次のとおりである。当時16歳の少年であった被告人は、2012年10月、インターネット上にビットコインの取引プラットフォームを開設し、ビットコインの売買の仲介を開始した。顧客にはインターネット上のページに口座を開設させ、GiroPay を通じてポーランドの銀行口座を通じて主としてビットコイン取引を決済していた。ところが、ポーランドの上記銀行口座が資金洗浄の疑いがあるとして2013年4月8日にポーランド当局によって閉鎖され、被告人は、同年同月12日に被告人のインターネット上のページに開設した顧客の口座を凍結した。被告人は、銀行免許を得ることなく銀行業を営んだとして信用制度法違反に基づき起訴された。第1審判決は、被告人を有罪とし罰金刑を課した⁽⁵⁷⁾。被告人と検察の双方が控訴し、控訴審裁判所は前述した少数説を支持し、ビットコインは計算単位には該当しないとして、被告人を無罪とした⁽⁵⁸⁾。検察は、上告したが、ベルリン上級地方裁判所は、ビットコインは計算単位には該当せず、したがって金融商品ではないから、被告人の行為には銀行免許を要しないと判示し、上告を棄却した⁽⁵⁹⁾。

同判決は、ビットコインは「計算単位」には該当しないと判示したが、その理由は、主として次の5点に集約される。

第1に、「同等の計算単位」とは、一般に通用しかつ理解可能な単位を用いることによって、異なる国の間で物品やサービスを比較することを可能にする計算単位であ

(56) BT-Drucksache, 13/7142, S. 69.

(57) AG Berlin Tiergarten, Urteil vom 29.2.2016.

(58) LG Berlin, Urteil vom 15.11.2017 – (576) 241 Js 380/13 Ns (40/16), BeckRS 2017, 152022.

(59) KG, Urteil vom 25.9.2018 – (4) 161 Ss 28/18 (35/18), NJW 2018, 3734.

ることを意味すると判示した。そして、そのように解釈することが、ドイツ商法 431 条 1 項・505 条・544 条などの他の法律における「計算単位」とも平仄が合うと指摘する。

第 2 に、「計算単位」が規定された 1997 年にはビットコインは登場しておらず、それがインターネット上に登場したのはようやく 2008 年以降のことであるから、立法者はビットコインのような暗号資産を想定しておらず、そのような資産を「計算単位」に含める解釈は適切でない。

第 3 に、ビットコインにはその配賦に対して支配的な影響を及ぼし得る中央管理者や支配者が存在せず、ビットコインの移転の正統性はすべてのネットワーク参加者によって監視されることによって確保されており、法律の規定により特定の通貨圏において強制通用力を付与された通貨や金銭支払手段とは異なる。

第 4 に、確かにビットコインは特定の経済活動の参加者間では支払手段として受容されることがある⁽⁶⁰⁾。けれども、その価値は当該ネットワークの参加者による価値評価時点における価値に決定的に依存しており、価値の変動がきわめて大きく、かつ予測し得ない変動を示すという特徴を有している⁽⁶¹⁾。このようなビットコインを、異なる物品やサービスを一般的に比較するための価値評価基準として用いることができるとは一般に認められておらず、かつ、そのために必要とされる予測し得る価値確定性を欠いている。したがって、ビットコインは、立法者が外国通貨と等値し ECU をその例としたような計算単位概念の概念にとっての本質的な前提を備えていない。

第 5 に、刑事罰については、民主的に議会により意思決定がなされるとともに、罪刑法定主義によりその範囲と要件が明確でなければならない。信用制度法 6 条は一般的に不適切な業務を監督し、信用機関に対して行政行為を発動する秩序維持のための一般的な権限を認めているが、この規定は信用制度および金融サービス制度にとって防止すべき危険の排除を目的とした規定であって、刑罰規定の適応範囲の拡大や免許を要する銀行業務や金融サービス業務の要件を拡大することによって対処しようとするものではない。ビットコインは信用制度法上の計算単位に該当するという BaFin の解釈指針は、BaFin の任務の範囲を逸脱したものであると非難する。

EU 諸国の多くは、ビットコイン等は「計算単位」に該当し、金融商品にあたると

(60) Ehrke-Rabel/Pfeiffer, Umsatzsteuerbarer Leistungsaustausch durch "entgeltlose" digitale Dienstleistungen, SWK 10/2017, 532, S. 537; Scholz-Fröhling, FinTechs und die bankaufsichtsrechtlichen Lizenzpflichten, BKR 2017, 133, 135; Beck, supra note 27, S. 580.

(61) Engelhardt/Klein, Bitcoins – Geschäfte mit Geld, das keines ist – Technische Grundlagen und zivilrechtliche Betrachtung, MMR 2014, 355; Richter/Augel, supra note 9, S. 937 f.; Terlau, in Casper/Terlau, supra note 9, § 1a Rn. 50.

して銀行法等の規制の適用可能性を明言するドイツの BaFin のような見解を表明していない。そのため、これらの分野で起業しようとする新興企業はドイツ以外の国で起業をし、事業を始めており、ドイツ市場の立地・競争力の維持という観点等から問題であるという指摘もある⁽⁶²⁾。もっとも、この点は、「計算単位」という概念は基本的に MiFID (Markets in Financial Instruments Directive : 金融商品市場指令) に基づくものであるが、EU 指令においては「計算単位」を金融商品に含めていないのに対し、ドイツ法はあえて EU 指令の求める範囲を超えて「計算単位」を金融商品の定義に含めたことに由来するものである。

(3) 学説の対応

暗号資産が信用制度法上の計算単位に該当するかどうかについて、学説の見解は分かれているが、同判決を支持する見解も有力である。たとえば、レーマン教授は、同判決が指摘するように、外国通貨と同等の計算単位に暗号資産のような国家による保障がないものは含まれず、上述した計算単位という概念が創設されドイツに導入された沿革に照らしても、暗号資産を計算単位と解することはできないとする⁽⁶³⁾。(4) に述べるように、政府は、同判決の射程は刑法に限られ、BaFin は、監督法上の取扱いとしては従来どおり暗号資産を信用制度法上の計算単位として取り扱うことを明言している。この点についても、学説上、批判がなされている。すなわち、計算単位の解釈において国家との緊密性の要件を不要にしまうと、たとえば航空会社のマイレージやポイントのように金融商品として扱うべきすべての計算単位を考慮に入れなければならないことになるはずであり、そのような立場は説得力がない⁽⁶⁴⁾。

なお、暗号資産が信用制度法上の計算単位には該当しないとする説も、ICO トークンには発行者が存在し、その配賦に影響力を行使しているため、国家によって保障されていないという点では、暗号資産と ICO トークンは共通しており信用制度法上の計算単位には該当しないけれども、法人持分や財産出資（享益権）あるいはデリバティブ取引など計算単位以外の金融商品に該当する可能性があることを認めている⁽⁶⁵⁾。

(62) Auffenberg, supra note 32, S. 1184f.

(63) Matthias Lehmann, Anmerkung zum KG, Urteil vom 25.9.2018, NJW 2018, 3734, SS. 3736.

(64) Lehmann, supra note 63, S. 3737.

(65) Lehmann, supra note 63, S. 3737.

(4) BaFinの対応

もっとも、同判決の射程が刑法のみならず監督法にも及ぶのかが問題になる。BaFin は、同判決は監督法には及ばないとして、従来の金融監督行政を維持する姿勢を明確にしている。すなわち、ドイツ自由民主党（FDP）から、前掲ベルリン上級地方裁判所の判決に対する評価と同判決の結論すなわちビットコインの取引の仲介業には銀行免許を要しないことに対する所見を問われた連邦財務省は、次のように回答した⁽⁶⁶⁾。「同判決は刑事判決であり、暗号資産は信用制度法 1 条 11 項 1 文 7 号の計算単位としての金融商品に該当し、したがって同法 32 条 1 項 1 文により暗号資産の取扱いは金融サービス業として免許を必要とするという BaFin の行政実務には影響を与えない。同判決の射程は刑事事件に限定される。同判決の帰結は、裁判所は、免許を得ることなく暗号資産を営業上取り扱うことに対し信用制度法 54 条 1 項 2 号によっては刑事罰を科さないというものである。営業免許を要するという行政実務は、同判決によって影響を受けない。」

BaFin は、同判決後も暗号資産の取扱いには既存の金融監督規制を適用し得るという立場に立っており、実際に暗号資産の交換業務をドイツに向けて行っていた英国の Finatex 社に対し、2018 年 10 月 2 日、同社の取引プラットフォームである www.crypto-capitals.com において行う暗号資産および株式・インデックス等のオプションならびに差金決済（CFD）に係る自己勘定取引を直ちに停止するよう命じた。同社は信用制度法 1 条 1a 項 2 文 4 号の自己勘定取引を営んでいるのにもかかわらず、同法 32 条 1 項による免許を取得していなかったとして、取引停止を命じたものである⁽⁶⁷⁾。

6 ICOへの対応

(1) ICOおよびトークンの意義

BaFin は、ICO を次のように定義する⁽⁶⁸⁾。すなわち、ICO とは、ブロックチェーン

(66) Handelsblatt, Neue Regeln für Bitcoin und andere Kryptowährungen – Was die Bundesregierung plant, 28.10.2018. <<https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/devisen-rohstoffe/kryptowaehrungen-neue-regeln-fuer-bitcoin-und-andere-kryptowaehrungen-was-die-bundesregierung-plant/23235200.html>>

(67) BaFin, Finatex Ltd.: BaFin ordnet Einstellung des grenzüberschreitenden Eigenhandels an, 09.11.2018. <https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Verbrauchermitteilung/unerlaubte/2018/meldung_181109_Finatex.html>

(68) BaFin, Hinweisschreiben (WA), GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährun-

技術を用いて暗号資産やトークンなどの新たな電子的単位を創設し、多くの場合において規制されていない公募手続によってそれに関心のある投資家に販売することによって企業が資金調達を行う新たな手法である。ICO トークンとは、財産的価値もしくは媒介された権利をブロックチェーンのコード上に電子的に表章する価値証券 (digitale Wertmarke) である⁽⁶⁹⁾。ICO には2つの形態がある。第1は、スマートコントラクトもしくは分散型アプリに基づくものであり、プログラム化された合意が、そのプログラミングコードをイーサリアムなどの既存のブロックチェーン上に公開して自動的に執行されるという形態をとるものである。第2は、新たなブロックチェーンまたは暗号資産を創設して行う形態である。いずれの形態においてもトークンと呼ばれる新たな電子的単位が創設される。ICO トークンと呼ばれるものは多様であり、大別して、投資持分型トークン、利用権型トークンおよび支払型トークンの3つに類型化される。

よく行われる ICO のプロセスは、次のようなものである。第1に、ホワイトペーパーと呼ばれる資料に事業計画やトークンの設計の概要、トークンが表章する権利や受給できるサービス、資金使途などが記載される。第2に、イーサリアムのブロックチェーンに基づいて組成されたトークンに関心のある投資者に販売し、その売却対価としてビットコインやイーサなどの暗号資産またはユーロなどの法定通貨を取得する。投資者は、イーサやビットコインなどの暗号資産を出損し、将来トークンと交換できるオプションを有する。第3に、トークンはその後暗号資産交換所に上場される。

(2) ドイツにおけるICOの実例

ドイツの最初の ICO は、2017 年 10 月に開始された Wys トークンの販売である⁽⁷⁰⁾。ベルリンに住所を有する Wys は、イーサリアムのブロックチェーン技術を利用して、Wys という名称のショッピングアプリを用い、顧客の個人情報や広告主や商人に知らせ買物をするとポイントを付与する事業を営んでいる。事業資金はイーサの ICO により調達した。投資家は、1 イーサを投資することにより 18.123WYA の

gen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, Abschn. 5.<https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_hinweisschreiben_einordnung_ICOs.html>

(69) Wolfgang Weitnauer, Initial Coin Offerings (ICOs): Rechtliche Rahmenbedingungen und regulatorische Grenzen, BKR 2018, 231, S. 231.

(70) Wys Token Sale, Definiere E-Commerce neu.
<<https://www.wystoken.org/de/index.html>>

Wys トークンを取得した。WYA とは当該アプリにおける支払手段として利用される電子的単位である。利用者は、自らの情報を広告主に付与し取得したトークンまたは ICO に際して取得したトークンをもって当該アプリを通じた買物の代金支払に充当し、またはポイントを利用することにより利益を得る。Wys トークンは将来暗号資産の取引所に上場する予定であるという仕組みであった。

DAO (Decentralized Autonomous Organization) は、スマートコントラクトの機能をもつイーサリアムのプラットフォームにおいて分散型投資ファンドを構築することを目的とした、分散型の自立組織であり、ドイツの Slock.it 社が開発した。DAO が目指す非集中型の投資ファンドサービスとは、DAO に出資した投資家の投票によって投資決定を行うというものであった。すなわち、DAO には、承認するかどうかを決定するための組織が存在しなかった。DAO と呼ばれるトークンが発行され、DAO にはブロックチェーンに基づくプロジェクトに係る議決権および当該投資計画に基づく配当に対する請求権が付与されていた。DAO は、ハッキング被害に会い、約 5 千万ドルに相当するイーサが流出し、イーサリアムのブロックチェーン上の記録を遡り、ハッキングされた取引自体を無効化するハードフォークを行った⁽⁷¹⁾。

2017 年後半、BaFin は、ICO 投資家は、業界の「法的要件と透明性ルールの欠如」のため、ICO 投資に絡むあらゆるリスクを負っているとし、ICO トークンへの投資リスクを警告した。2018 年 2 月 20 日、BaFin は、前述した ICO に基づくトークンまたは暗号資産についての監督法上の取扱いに関する文書を公表した。これは ICO トークンの法的地位についての問い合わせが増加していたことに対応したものである。そこでは、ICO トークンを発行したり取扱いしたりしようとする者は、「当該 ICO トークンが金融商品または証券等の規制対象商品に該当するかを厳密に確認し、適用される可能性のある法的要件を完全に満たす必要がある」としている⁽⁷²⁾。

(3) BaFin の考え方

BaFin の基本的な考え方は、ICO において発行される暗号資産またはトークンが、証券取引法上の金融商品に該当するかあるいは MiFID2 の金融商品に該当するか、または、有価証券目論見書法上の有価証券、または、投資会社法上の投資財産、もしくは財産投資法 (Vermögensanlagengesetz ; VermAnlG) 上の財産投資に該当するかどうかを個別事案ごとに判断すべきであるというものである。

(71) DAO の顛末については、Hoche/Lerp, in Kunschke/Schaffelhuber, FinTech, Teil VI. RdNr. 11 (2018) に詳しい。

(72) BaFin Hinweisschreiben, supra note 68.

ICO トークンに対し証券取引法をはじめとする資本市場法の規定を適用するかどうかを検討するに際し、それが信用制度法1条11項7号の計算単位に該当するかどうかは関係ない。というのは、信用制度法上は、計算単位であれば金融商品に該当するのに対し、証券取引法上は、計算単位は金融商品には該当しないからである（証券取引法2条4項）。すなわち、信用制度法上の金融商品である計算単位は、証券取引法2条4項またはMiFID2における金融商品には該当しない。反対に、ICOにおいて発行される暗号資産またはトークンがすべて信用制度法上の計算単位に該当するわけでもない。もっとも、証券取引法上の有価証券は信用制度法においては金融商品として扱われるため（信用制度法1条11項1号から4号まで）、ICOトークンが有価証券に該当すれば信用制度法上の銀行業務または金融サービス業務に該当し得る点に注意を要する。

ICOに用いられるトークンは、証券取引法2条3項にいう金融商品もしくはMiFID2の付表Iの金融商品に該当する可能性がある。個々の事案においてどのように組成されているのかにかかわらず、証券取引法2条1項を準用する同法2条4項1号もしくはMiFID24条1項44号の有価証券に該当する可能性、または財産投資法2条1項を準用する証券取引法2条4項7号の財産投資に該当する可能性がある⁽⁷³⁾。市場に登場している暗号資産またはトークンの性質が多様であるため、その一般的に妥当する法的性質を述べることはできないという認識がその背後にある。さらに、トークンがデリバティブ取引の原資産に該当することがあり得る（証券取引法2条3項もしくはMiFID2付表I C (4), (9), (10)）。もし、トークンがデリバティブ取引の原資産になるとすると、そのデリバティブ取引は金融商品とされる。

はじめに、ICOにおけるトークンが証券取引法2条4項またはMiFID2における「有価証券」に該当するかどうかを検討する。ドイツの金融監督法においては、有価証券は紙その他の有体物に化体している必要はなく、ブロックチェーン技術により記録されているトークンの保有で足りる。証券取引法上の「有価証券」は、次の4つの要件を満たす必要がある。①譲渡可能性、②暗号資産の取引プラットフォームは有価証券の定義にいう金融市場ないし資本市場とみるべきものであるが、そのような市場における取引可能性、③トークンに表章されるべき社員権または債務法上の請求権もしくは社員権と結びついた債務法上の請求権と同等の請求権がトークンに表章されていること、④支払手段の要件を満たさないことである。

重要なことは、個々の暗号資産またはトークンにどのような権利が結び付いているかである。その際、投資持分型トークン、利用権型トークン、支払型トークンの区別

(73) BaFin Merkblatt, supra note 68, Abschnitt 1.

も決定的ではないとする。というのは、これらの類型化によって、包括的かつ拘束力のある監督法上の法規制が明らかになるものではないからである。適用される監督法ごとに、適用のための要件が充足されているかどうかを検討する必要がある。

有価証券に該当する場合の効果は、証券規制が適用されることである。すなわち、証券取引法、証券開示法、MAR (Market Abuse Regulation)、MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation)、財産投資法ならびにその他の関連法もしくはEU 法が適用される。なお、MAR が適用されるためには、MiFID2 付表 I (C) にいう金融商品に該当する必要がある、MAR2 条により同規則が定める取引所において当該トークンが取引される予定があるかまたは取引が行われていることを要する。

第2に、資本投資法1条1項にいう投資財産持分またはMiFID2付表I C (3)における「投資財産持分」に該当するかどうかを検討する。資本投資法は2013年に発効した法律である⁽⁷⁴⁾。資本投資法は、OGAW (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) だけを規制対象としていた投資法と異なり、AIF (Alternativen Investmentfonds) 運用業者を規制対象とし、AIFM (Alternative Investment Fund Manager) 指令の国内法化を達成した。さらに、AIFM 指令により加盟国に認められた裁量を行使し、AIF 自身についても仕組規制や商品規制を導入した。すなわちAIFの運用業務に免許制を導入する一方、AIFを詳細に類型化し、それぞれの類型毎に仕組規制や商品規制を導入したのである。また、登録のみで運用業務を行うことができる小規模AIFについて、同法の適用を制限する際も、小規模運営業者の運用するファンド資産の規模や属性等に着目し、規制を柔構造化している。資本投資法は、投資ファンドに対する監督法制および規制体系を発展させ、欧州のファンド規制の考え方の変化に対応するとともに⁽⁷⁵⁾、ファンドに関する欧州内部市場の成立を可能にし、より高いレベルで統一的な投資家保護を実現することを目的として制定された⁽⁷⁶⁾。資本投資法は、EU 指令にならい「投資財産」という概念を核とし、それを用いてOGAWを定義したのち、OGAW以外のすべての投資財産をAIFと定義する(資本投資法1条3項)。これにより、ドイツでは、OGAWかどうかにかかわらず、集団投資スキームに基づく運用業者に対して横断的かつ包括的な規制が適用されることになった。あるトークンが、集団投資のための投資財産もしくは組織に対する

(74) Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) , BGBl. I S. 1981.

(75) Begründung der Bundesregierung für den Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der RL 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds vom 6.2.2013, BT-Drs. 17/12294, S.2.

(76) Nelle/Klebeck, Der „kleine“ AIFM – Chancen und Risiken der neuen Regulierung für deutsche Fondsmanager, BB 2013, 2499, S. 2499.

持分とみるべき場合には、投資財産持分に該当し得る。「投資財産」とは、多数の投資家から資本を糾合し、所定の投資方針に従い投資家のために投資を行い、かつ、自らは金融の領域以外では企業活動に従事しない集合投資のためのすべての事業体（Organismus）をいう（資本投資法典1条1項）。「投資財産」の要件は、つぎの六つである（同項1文）。すなわち、①集団投資のための事業体であること、②複数の投資家の存在、③資本の糾合、④所定の投資方針、⑤投資家のために投資すること、および⑥金融の領域以外では何ら企業活動に従事しないことである⁽⁷⁷⁾。「財産投資持分」に該当するトークンは証券取引法もしくは MiFID2 における金融商品に該当する。投資財産といえるかどうかについては、BaFin が解釈指針を示している⁽⁷⁸⁾。特定の投資戦略に従ってトークン所持人の拠出した金銭を投資し、かつ自ら当該事業の運営に従事するのでない共同出資のための組織に対する権利を表章している場合には、財産投資持分に該当するといえる⁽⁷⁹⁾。

第3に、財産投資法1条2項にいう「財産投資」に該当するかどうかを検討する。有価証券取引法上の「有価証券」、資本投資法上の「投資財産」に該当しない投資持分については、財産投資法が適用され、公募の要件に該当すれば、財産投資法に基づき販売目論見書の作成・開示が義務付けられる。具体的には、享益権（Genussrecht）や記名式債務証券（Namensschuldverschreibung）が問題となる。財産投資法に基づく証券化されていない公衆資金調達プロジェクトにより、企業はカスタマイズ化された資金調達の機会を広げることができる。このように、財産投資法は、証券取引法や資本投資法が適用されない投資対象について、投資家に対する情報提供義務を定め、投資家の人的責任をもたらし投資ビークルを禁止することを目的とする。トークンが財産投資法上の財産投資に該当するとすれば、証券取引法上の金融商品に該当することになる。投資財産法1条2項が適用されるための消極要件は、①証券取引法上の有価証券には該当せず、②資本投資会社法1条1項にいう投資財産持分にも

(77) なお、資本投資法典は、①持株会社、②企業年金基金、または、③ AIF 資本運用会社であって唯一の投資家が当該 AIF 資本運用会社であるかまたはその結合企業である場合には、適用されない。その他、欧州中央銀行およびその他の公的機関、従業員持株制度、信用制度法（Kreditwesengesetz; KWG）に基づき有価証券サービス業の免許を得ている信用機関等は、資本投資法典に服することなく AIF を運用できる（資本投資法典二条一項～三項）。

(78) BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens" Geschäftszeichen, Q 31-Wp 2137-2013/0006, 14.06.2013, geändert am: 09.03.2015. <https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html>

(79) Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 6. Aufl., Teil E. Rn. 126 (2019) .

該当せず、③金銭の受入れが預金取引に該当しないことであり、積極要件は投資に対する持分・利益であることである。法律構成により、トークンは、企業持分、参加的貸付または劣後貸付、享益権またはその他の投資に分類される。

第4に、信用制度法上の金融商品に該当するかどうかを検討する。トークンが信用制度法上の金融商品に該当すると、金融仲介業務（信用制度法1条1項2文4号）、発行業務（同法1条1項2文10号）、金融サービス取引とりわけ投資仲介業務、助言業務、MTF業務、分売業務、締結仲介、金融ポートフォリオ管理業務、自己勘定取引、投資管理の諸業務に該当する可能性が生じる（同法1条1a項2文1号から4号まで、11号）。信用制度法上の金融商品の概念は、証券取引法上の金融商品の概念より広く、外国通貨、計算単位、補助通貨（法定の支払手段に連動する代替通貨）として決済ネットワークに投入される私法上創設された暗号資産などの支払手段をも含む。

第5に、暗号資産を法定の支払手段に交換する機能を果たすインターネットのプラットフォームなどの第三者が介在する場合には、当該第三者の業務は、信用制度法1条1a項2文1b号のMTF運営業務に該当するほか、支払サービス監督法10条2項により支払サービスに該当するとして免許を要する。すなわち、当該第三者が、トークンの取得者の委託に基づきトークンの現実の対価をその口座を通じて交換相手方に移転するときは、当該第三者は金融移転業務を営むことになるのである（支払サービス監督法1条1項2文6号）。第三者が支払受領者の委託に基づき業務を営むときは、当該第三者は支払サービス監督法1条1項2文5号におけるアクワイアリング業務の要件を満たす可能性がある。支払サービスの提供者が、インターネットのプラットフォームにおいてしばしばみられるように、交換取引の双方の当事者のために業務を営むときは、金融移転業務とアクワイアリング業務の双方の要件を満たすことになると考えられる。重要なことは、当事者間において具体的にどのような契約が締結されているかである。

7 結び

ドイツにおいては、信用制度法においては「計算単位」およびそれに結び付いた「金融商品」概念、証券取引法においては「有価証券」、資本投資法においては「投資財産」、支払サービス監督法においては「支払サービス」などの開かれた一般概念を有しており、その柔軟な解釈と適用により、規制のループホールを生じさせないか、または少なくとも大きなループホールを生じさせないことが可能である。他方で、暗

号資産は計算単位には該当せず、したがって信用制度法上の金融商品に係る規定が適用されないとするベルリン上級地方裁判所の判決が出されるなど、解釈論が分かれる可能性が高く、法的安定性に難があるとともに、暗号資産やICOに固有の問題について迅速かつ適切な法的対応ができないという問題がある。このような状況の下、暗号資産に信用制度法の規制が及ぶかどうかについて立法による明確化が望まれるとする見解がドイツにおいても主張されている⁽⁸⁰⁾。さらに、暗号資産の交換所やウォレット業者に対して現行の金融監督法制によって規制することには限界がある⁽⁸¹⁾。ドイツは、EUにおける暗号資産およびICOについての統一的な法規制の導入の方向性についても留意しなければならないという特殊性もあり、そのことも解釈論により解決する方向性を後押ししている面もあろう。しかし、前掲のベルリン上級地方裁判所の判決自身、暗号資産交換業について判決文において消費者保護の必要性があることを肯定した上で、「消費者保護のために規制の必要性があるからといって、法の欠缺を塞ぐことは裁判所の課題ではない」と述べて、立法的解決を暗に促していることが示唆的である。横断的・機能的な金融監督法制の見直しが目指されている日本において、金融監督法の適用範囲を画する一般概念についてその妥当性を改めて検討するとともに、具体的に出現する金融商品や金融サービスに対してその特性に応じた機動的な立法を促進すべきことが示唆される。

(80) 4 (3) ① c, d 参照。さらに、Christian Zwirner, Bitcoins nach HGB: Bilanzierung, Bewertung, Berichterstattung, BC 2019, 61, S. 63 参照。

(81) Alicia Hildner, Bitcoins auf dem Vormarsch: Schaffung eines regulatorischen Level Playing Fields?, BKR 2016, 485, S. 495; Terlau, supra note 10, § 55a Rn. 175.