

執筆者:

E-mail ☒ [稲垣 弘則](mailto:hiromasa@nishimura.com)E-mail ☒ [杉本 清](mailto:kijima@nishimura.com)E-mail ☒ [下田 顕寛](mailto:hidetaka@nishimura.com)E-mail ☒ [堤 直久](mailto:naohisa@nishimura.com)

はじめに

当事務所は、先月初旬に web サイトのリニューアルを行っておりますが、スポーツに関連する組織やビジネスに関わる専門的かつ実践的なサポートを行うことを目的として、業務分野に独立して「スポーツプラクティス」を新設いたしました。今後、より一層スポーツビジネスロー・ニュースレターの発行にも力を入れて参ります。プラクティス新設後の第 1 弾となる今回は、最新の实务動向として、2023 年 2 月 22 日に米国のニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所で出された Friel vs. Dapper Labs, Inc. 等の決定(以下「本決定」といいます。)をご紹介します。本決定は、NFT が証券として米国証券取引委員会(以下「SEC」といいます。)の規制対象となるかを主な争点としており、同争点に関していわゆる Howey テストを適用して NFT が SEC の規制対象となり得ることを判断した初めての事例となります。

当事務所は、2022 年 10 月 24 日付けのスポーツビジネス・ロー・ニュースレター「NFT のランダム型販売等に関するガイドラインの策定動向について」¹⁾において、同年 9 月 20 日にスポーツエコシステム推進協議会が公表した「スポーツコンテンツを活用した NFT のパッケージ販売と二次流通市場の併設に関するガイドライン」²⁾、並びに、同年 10 月 12 日に同協議会及び複数のブロックチェーン業界団体が合同で公表した「NFT のランダム型販売に関するガイドライン」をご紹介しますが、本決定は、これらのガイドラインが念頭に置く NBA Top Shot³⁾に係る決定となります。そのため、我が国において、これらのガイドラインに沿って NBA Top Shot 類似のサービス提供その他の NFT のランダム型販売と二次流通市場を併設するサービス提供を行う事業者や、今後類似のサービスの展開を予定している事業者においては、日本市場に与える影響も含めて認識・理解しておくべき決定といえます。

以下では、まず本決定の内容をご紹介します(I)、次に米国における有価証券該当性の考え方及び Howey テストの内容をご説明し(II)、我が国での有価証券該当性の考え方とも比較した上で(III)、今後の展開について言及します(IV)。

I. 本決定の紹介

1. 結論

2021 年 5 月 12 日、原告 Jeeun Friel は、被告 Dapper Labs, Inc. 及びその CEO である Roham Gharegozlou 氏(以下被告側を単に「Dapper Labs 社」といいます。)に対して、NBA Top Shot で提供される Moments(モーメント)と呼ばれる NFT が米国法上の証券に該当するにもかかわらず、Dapper Labs 社が SEC への登録を行わずに同 NFT を販売している旨を主張し、集団

¹⁾ [NFT のランダム型販売等に関するガイドラインの策定動向について\(2022 年 10 月 24 日号\) | N&A ニュースレター | ナレッジ | 西村あさひ法律事務所 \(nishimura.com\)](#)

²⁾ <https://csep.goleadgrid.com/api/documents/share/0caa404d1591139d6a0a0875d8e37c15>

³⁾ NBA Top Shot とは、Dapper Labs 社が提供している「Moments(モーメント)」と呼ばれる NBA 選手のプレー動画等の NFT をランダムに含めたパッケージを販売するサービスです。Dapper Labs 社は二次流通市場(Marketplace)も運営しており、人気選手の Moments の中には、二次流通市場で 1,000 万円以上の高額で転売されたものもあります。

訴訟を提起しました。その後、2022年8月31日、Dapper Labs社は、請求の記載欠如を理由とする却下申立て(motion to dismiss for failure to state a claim)を裁判所に提出しましたが、2023年2月22日、ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所のVictor Marrero判事は、Dapper Labs社が提供するMomentsは証券に該当し、同社はSEC未登録の証券を販売した責任を問われ得るとして、同申立てを却下し、集団訴訟の続行を認める決定を行いました。

2. 要旨

裁判所は、NBA Top ShotのMomentsが証券に該当するかを判断するために、米国連邦最高裁判所がSEC vs. Howey Co.で示したいわゆるHoweyテストを用いました。

Howeyテストの詳細な分析は後記Ⅱ.のとおりですが、Dapper Labs社は、Momentsは物理的なバスケットボールのトレーディングカード(cardboard basketball cards)と同列に扱われるべきで、トレーディングカードが証券に該当しないことと同様に、Momentsも証券には該当しないとの反論を展開しました。さらに、Dapper Labs社は、Momentsはそれ自身がDapper Labs社が提供する独立したプロダクトであり、Dapper Labs社によるプライベートブロックチェーン⁴であるFlowとは切り離して検討することを裁判所に求めました。裁判所は、本件の争点はMomentsの証券該当性であり、Flowではないことを認めつつも、MomentsはFlowと不可分に結びついており、**Momentsと、暗号資産(crypto-token)としてのFlow及びFlowというブロックチェーン技術全体の、経済的現実及び技術的相互作用(economic realities and technological interplay)に着目しなければならず**と説明し、MomentsをFlowと切り離して判断すべきとするDapper Labs社の主張を否定しました。そして、裁判所は、Momentsにはトレーディングカードとは本質的に異なる点があることを明らかにした上で、Flowとの相互作用も踏まえて検討した結果、Momentsは証券に該当し得るものと判断しました。

また、**本決定は、Dapper Labs社がHoweyテストに照らして証券を提供しているという判断について、その射程は狭いものであると明示しています。その上で、すべての事業者が提供及び販売するいかなるNFTも証券に該当するという趣旨ではなく、各スキームにおいてケースバイケースで判断されなければならないと述べています。**

なお、本決定はDapper Labs社による却下申立てに対するもので、今後、証拠に基づく本案審査へと進むこととなりますが、本決定の内容を踏まえて、Dapper Labs社が和解に応じるシナリオも十分に想定されるところです。

Ⅱ. 米国法上の証券該当性(Howeyテスト)と本件へのあてはめ

1. 米国法上の考え方

米国の1933年証券取引法及び1934年証券取引所法(以下、両方を総称して「証券法」といいます。)により定められる証券(securities)は、SECの規制対象となり、SECへの登録を行わずに証券を販売することは証券法違反となります。ここで、投資契約(investment contract)は証券法に定める証券の一類型であるところ、どのような契約が投資契約に該当するかを判断するための枠組みとして、1946年の米国連邦最高裁判所判例(SEC v. W.J. Howey Co.)において確立されたいわゆるHoweyテストが用いられています。

Howeyテストは、一般的には①資金の投資(an investment of money)、②共同事業に(in a common enterprise)、③利益の期待(with an expectation of profit)、④他人の努力から(from the efforts of others)、という4要件から構成されると理解されています。これらの4要件を満たす契約や取引は、投資契約と判断されるため、証券法上の証券として規制対象となります。

2. 本決定におけるHoweyテスト

本決定では、他の裁判所ではHoweyテストが4要件に分けて分析されている実務に言及しながらも、本件においては、両当事者が合意しており、かつ、裁判所も異存がないことを理由として、Howeyテストを①資金の投資(an investment of money)、②共同事業に(in a common enterprise)、③他人の不可欠な企業家としての又は経営者としての努力からの利益の期待(with th

⁴ 裁判所によれば、プライベートブロックチェーン(private blockchains)もパブリックブロックチェーン(public blockchains)も同様の技術が用いられているものの、プライベートブロックチェーンは単一の管理者がいる(a single entity administers)という点において、パブリックブロックチェーンと区別されるものと説明されています。

e expectation of profit from the essential entrepreneurial or managerial efforts of others)の3要件から構成されるものと整理して、分析を行っています。このうち、第1要件を満たすことは両当事者に争いがなく、裁判所も検討対象とはしていません。

第2要件について、裁判所は、複数の同じ立場に立つ投資家の存在という水平的共同(horizontal commonality)又は投資家とブローカーの間の垂直的共同(vertical commonality)のいずれか片方が存在すれば、第2要件を満たすとの立場を明らかにしています。本決定では、垂直的共同(vertical commonality)は存在しないものの、水平的共同(horizontal commonality)の存在が認められるとして、第2要件を満たすものと判断されました。

(1) 水平的共同

裁判所は、①複数の投資家の資金共有又はプール(sharing or pooling of the funds of investors)があり、②当該投資家の利益が相互に結び付けられており、また事業全体の成功とも結び付けられている(fortunes of each investor in a pool of investors are tied to one another and to the success of the overall venture)場合に、水平的共同が認められるとの基準を示しました。

このうち①について、裁判所は、事業者が投資家から集めた資金を事業に再投資することで事業価値を高める活動が認められれば、複数の投資家の資金のプールが存在するとの基準を示しました。そして、本件では、Dapper Labs社はMomentsの販売手数料等の利益をFlowに再投資することでMoments及びFlowの価値を高める活動を行っていることから、①の要件は満たすものと判断しました。②について、Dapper Labs社は、トレーディングカードは一度販売されたら販売元とは独立して流通するものであり、投資家の利益と事業全体の成功との結び付きは存在しないことを引き合いに出し、Momentsもトレーディングカードと同列に扱われるべきであるため、②の要件は満たさないと反論しました。これに対して裁判所は、トレーディングカードの性質(販売元とは独立してカードの価値が決められ得ることや、販売元が倒産して新たなカードの供給がされない場合にむしろ価値が上昇することもあり得ること)についてはDapper Labs社に同意しつつも、Momentsに関しては、**Momentsそれ自体には内在的価値は存在せずFlowというブロックチェーン上でのみ価値を有しており、Dapper Labs社が倒産した場合にはMomentsの価値がゼロになり得ることを指摘し、トレーディングカードと同列に判断することはできないと判断し**、Dapper Labs社の反論を退けて②の要件も満たすと判断しました。

(2) 垂直的共同

裁判所は上記のとおり、水平的共同の存在を認め、Howeyテストの第2要件を満たすものと判断しました。もともと、傍論として、垂直的共同は満たさないと判断も示しています。

裁判所によれば、垂直的共同には、広義の垂直的共同(broad vertical commonality)で足りるとする立場と、厳格な垂直的共同(strict vertical commonality)を要求する立場が見られるところ、ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所を拘束する先例では厳格な垂直的共同が要求されていることを明らかにしました。厳格な垂直的共同とは、投資家と事業者の利益が厳格に結びつき、他方の利益及び損失が一致する(共に上がり共に落ちる(rise and fall together))場合をいうものと説明されています。本件では、被告はFlowを利用してMoments以外の別のNFTを開発することもできることから、Moments事業を切り捨てて別の事業で利益を上げることも可能であるため、Moments購入者である原告と事業者であるDapper Labs社は、共に上がり共に落ちる関係にはないとして、厳格な垂直的共同の存在が否定されました。

(3) 利益の期待

続く検討事項は、Howeyテストの第3要件(他人の不可欠な企業家としての又は経営者としての努力からの利益の期待)です。まず利益の期待の点ですが、裁判所は、Dapper Labs社がツイッター上でMomentsについて言及する際、その市場で取引されている価格について触れるとともに、ロケット船、株価チャート及びマネーバッグといった絵文字を用いたことを指摘し、購入者に対して、Momentsの市場価値が上昇することについて期待を抱かせた点を指摘しました。これに対して、Dapper Labs社は、購入者はあくまでMomentsという商品そのものを消費(consume)すること、すなわち、保有するMomentsに対応するNBAハイライト動画を鑑賞したり、保有すること自体から満足感を得ることも目的としており、市場価格の上昇のみを期待するものではないと反論しました。しかしながら、裁判所は、**Momentsの保有によっても何らの所有権や知的財産権も得るものではなく、関連するNBAハイライト動画について何らの権利も得ず、NBA Top Shotの利用規約によってMomentsの改変や商業利用も禁止されていることから**、Dapper Labs社の主張するMomentsの消費という購入動機には懐疑的な態度を示し、むしろ、**原告が主張する**

ように購入者に利益の期待があったと理解する方がもっともらしい(plausible)と認めました。

(4) 他人の努力

最後に、第3要件の次の検討事項として、期待する利益が「他人の不可欠な企業家としての又は経営者としての努力」に由来するかどうかを検討されました。この点、裁判所は、Moments の価値の維持及び上昇は、Dapper Labs 社が提供するプライベートブロックチェーンである Flow の維持管理にかかっていることを指摘しています。この点において裁判所は、**Flow はビットコインのようなパブリックブロックチェーンとは異なり、Dapper Labs 社の管理下にあるプライベートブロックチェーンであることを強調しています**。さらに、どこでも誰でも交換可能なトレーディングカードとは異なり、Moments は Flow の上でのみ交換可能であることも改めて強調し、Moments は、Dapper Labs 社によるプライベートブロックチェーンである Flow の維持管理の努力がなければ価値を生まないとの見解を明らかにしました。以上の検討から、購入者の期待する利益は、Dapper Labs 社の「不可欠な企業家としての又は経営者としての努力」に由来している点を認めました。

(5) 小括

裁判所は、以上の検討の結果、Howey テストの要件が満たされるため、Moments の販売は投資契約に該当し、証券法上の証券に該当し得る旨の判断を行いました。本決定は、トレーディングカードが証券ではないのに Moments が証券となり得ることの理由を明らかにしており、また Moments がビットコインのようなパブリックブロックチェーンではなくプライベートブロックチェーン上に存在していることを理由として挙げる等、Howey テストのあてはめ事例としての参照価値が非常に高いものと考えられます。

Ⅲ. 日本法上の考え方

日本法においては、Howey テストと完全に同一の判断枠組みが採用されているわけではないため、本決定を踏まえても、日本における NBA Top Shot 類似のサービスが金融商品取引法等の規制の対象となるという結論を直ちに導くものではないことは、(当然のことではありますが)前提として認識しておく必要があります。

日本法上、Howey テストと類似の概念・機能を有するものが、いわゆる「集団投資スキーム持分」であり、仮にある NFT が集団投資スキーム持分に該当する場合は、当該 NFT は「有価証券」として金融商品取引法の規制の対象となることとなります。

集団投資スキーム持分は、概要、以下の三つの要件を充足する権利として定義されています(金融商品取引法第2条第2項第5号・第6号)。

- ① 権利を有する者(出資者)が金銭等を出資又は拠出すること
- ② 出資又は拠出された金銭等を充てて事業(出資対象事業)が行われること
- ③ 出資者が出資対象事業から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利であること

集団投資スキーム持分については、その立法過程において Howey テストの基準も参考とされたものの、必ずしも同様の定義がなされているものではなく、上記③の要件のとおり、主に収益分配・償還型の投資商品が念頭に置かれた概念とされています。Dapper Labs 社の Moments については、その保有者が配当その他の利益の分配等を請求する権利を有さないことを前提とすれば、上記③の要件を充足せず、集団投資スキーム持分(有価証券)には該当しないとの考え方に結びつくものと考えられます。

また、日本法上は、仮に有価証券に該当しないとしても、当該 NFT が「暗号資産」に該当する場合には暗号資産交換業に係る規制を受けることとなるため、別途暗号資産該当性についても検討が必要であることに留意が必要です。

暗号資産の定義の詳細については本稿では触れませんが、NFT との関係においては、従来より、「(1号暗号資産と同等の)決済手段等の経済的機能」を有しているか否かにより、その該当性が判断されるものと解されてきました⁵。もっとも、かかる考え方については、例えば同内容の NFT が多数発行されている場合等には必ずしも基準として明確ではないなどの意見もあったことから、金融庁は、このような声に応えるため、2022年12月6日に「ブロックチェーン上で発行されるアイテムやコンテンツ等の各種

⁵ 金融庁「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方(2019年9月3日付)」(2頁、No.4)、「事務ガイドライン(第三分冊:金融会社関係)」(16 暗号資産交換業者関係) I-1-1③参照。

トークンの暗号資産該当性に関する解釈の明確化」等を目的として暗号資産交換業に関する事務ガイドライン(「事務ガイドライン(第三分冊:金融会社関係)」(16 暗号資産交換業者関係))の改正案を公表しました⁶。

改正案においては、あるトークンに関し、①「発行者等において不特定の者に対して物品等の代価の弁済のために使用されない意図であることを明確にしていること」、及び②「価格が高額であることや数量が限定的であること等により「不特定の者に対して物品等の代価の弁済に使用し得る要素が限定的であること」といった各要件を充足するなど、「社会通念上、法定通貨や暗号資産を用いて購入又は売却を行うことができる物品等にとどまると考えられるものについては、」原則として、暗号資産に該当しないとの見解が示されています。

その上で、2023年3月24日に『事務ガイドライン』(第三分冊:金融会社関係)の一部改正(案)の公表に対するパブリックコメントの結果等⁷が公表され、上記②の価格や数量の水準について、概要、「単価1,000円以上又は発行数が100万個以下」のトークンに関しては、暗号資産に該当しないという金融庁の考え方が示されました。

今後、NBA Top Shot 類似のサービス提供を行う事業者においては、上記改正案及びパブリックコメントに対する回答によって示された基準を参考に、暗号資産該当性について判断を行っていく必要があると考えられます。

以上のとおり、仮にある NFT が米国において証券と判断された場合であっても、日本法上当該 NFT が当然に有価証券と評価されるとは限らず、また、有価証券には該当しないとしても、暗号資産(又は、その他の規制対象)に該当しないかについては別途検討する必要があることに留意が必要です。

IV. 今後の展望

本決定は、NBA Top Shot のみならず、およそ米国で流通する NFT について米国証券法上の「証券」該当性が認められ得る可能性を示したものとして業界内では注目を集めています。前記 I .2.のとおり、本決定は自ら、決定の射程が狭く、他の NFT についてはケースバイケースで判断されるべき旨を明示しているところですが、本決定が米国証券法上の「証券」該当性の判断に際して、Flow がプライベートブロックチェーンであることを重視したことは注目に値するものであり、今後の米国における Web3 サービスでは、パブリックチェーンを用いたより分散されたサービスが目指されるなどの影響も考えられるところです。

また、このような米国における動きに対して、我が国における NFT を用いたサービスの規制状況は、前記 III .で述べたとおり、金融庁を中心として法的な予測可能性を確保しやすい事業環境が整備されるなど、Web3 サービスを後押しする方向の議論が盛んな状況であることも注目されます。2023年4月には自由民主党デジタル社会推進本部 web3 プロジェクトチームから「web3 ホワイトペーパー」が公表され⁷、スポーツを含むコンテンツ産業が Web3 の活用により国内外で産業を拡大するための提言等も行われていますが、Web3 政策を推進する関係省庁の動きは今後更に加速していくものと思われれます。

スポーツを含めたコンテンツ産業に限らず、Web3 を活用したサービスはその性質上、グローバルな展開が前提となることが多く、世界各国の法規制内容に関わることから、今後、当該分野に係るビジネスへの参入や事業展開を検討されている事業者にとっては、世界各国の法制度動向を把握することも重要と思われれます。

当事務所では、今後も引き続きスポーツを含むコンテンツ産業における Web3・メタバースの活用可能性と海外法制度動向を把握し、皆様への情報提供に努めて参ります。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニューズレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニューズレター購読をご希望の方は [N&A ニューズレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニューズレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所 広報室 [E-mail](#) 

⁶ <https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20221216-2/01.pdf>

⁷ https://note.com/akihisa_shiozaki/n/n669dee962b15