

EU 暗号資産市場規則(MiCA)の全体像と実務上の留意点

執筆者: [増田 雅史](#)、[尾登 亮介](#)、[寺井 勝哉](#)

- I. はじめに
- II. MiCA の適用範囲
- III. 発行、募集、取引所への上場に関する規制
- IV. 暗号資産サービス提供者への規制
- V. 市場濫用行為に関する規制
- VI. さいごに

I. はじめに

暗号資産取引への対応は、急速な技術革新とグローバルな展開により、各国の規制当局にとって大きな課題となっています。本ニュースレター執筆現在、EU(欧州連合)では暗号資産市場規則(Markets in Crypto-assets Regulation=公式の通称名は「MiCA」)の完全施行から半年以上が経過し、域内における統一な規制枠組みが着実に整備されつつあります。

MiCA は、EU 域内での暗号資産に関する統一なルールを定めることで、事業者の規制対応を効率化し、事業展開の柔軟性を高めています。特に「パスポート制度」により、1 つの加盟国で暗号資産サービスに係る認可を取得すれば、EU 全域で暗号資産サービス(後述)を展開できるため、複数国での認可取得に伴うコストや時間の削減が可能とされています。このように MiCA は、暗号資産に関する包括的な規制枠組みの構築を通じた法的明確性の確保と同時に、消費者保護・市場の公正性を図りつつ、イノベーションと公正な競争の促進を目指しています。

また、MiCA においては、ステーブルコインに対する厳格なルールや既存の金融規制の枠組みの一部を取り入れた投資家保護の強化も進められており、EU はグローバルな暗号資産市場において制度面での信頼を確立しつつあります。

本ニュースレターでは、MiCA の全体像を明らかにしつつ、実務上の留意点についても紹介します¹。

II. MiCA の適用範囲

1. MiCA が規制対象とする行為

MiCA は、主に EU 域内における以下の行為を規制対象としています。

- 暗号資産(crypto-assets)の発行、募集、取引所への上場
- 一定の暗号資産サービス(crypto-asset services)の提供

これらの規制対象となる行為を行うに当たっては、原則として、いずれかの加盟国の規制当局に対して、所定の通知や認可等に関する手続を行う必要があります。例えば、暗号資産サービスを提供しようとする事業者(crypto-asset service provider、以下「CASP」といいます。)は、原則として、当局から認可(authorization)を取得する必要があります。

2. MiCA が規制対象とする暗号資産

MiCA は、幅広い種類の暗号資産を規制対象としています。すなわち、その規制対象とする「暗号資産」は、「分散型台帳技術又はこれに類する技術を用いて、電子的に移転及び保存可能な価値又は権利をデジタルで表章したもの」と定義されています。

この定義は以下の 3 つの要素から構成されます²。

(1) 価値又は権利のデジタルな表章

交換手段、価値の保存手段、アカウント機能、発行者又はネットワークに対する請求権、サービス又はプラットフォームへのアクセス手段等、様々な役割を持つトークンが含まれます。さらに、トークン自体に内在する価値がなくても、市場参加者や関係者が主観的に「価値がある」と見なしたことにより購買意欲を生じさせる場合³も含まれるとされています。

(2) 電子的に移転及び保存可能であること

トークンは、様々なプラットフォーム、ネットワーク、法域をまたいだ交換、保有、移転が想定されますが、「移転不可」と見なされるのは、少なくとも以下の条件が満たされる場合に限られるとされています。

¹ MiCA が規制する暗号資産サービス提供者又は一部の暗号資産の発行者には、EU における包括的な AML/CFT 規制が適用されます。また、暗号資産サービス提供者が遵守すべきトラベルルール(暗号資産移転時の情報提供義務)の適用が MiCA と同時期に開始しています。さらに、EU 内でのより統一的な監督を目指し、フランクフルトに拠点を置く新たな機関「マネーロンダリング対策機関」(AMLA)が設立され、2025 年 7 月 1 日から業務を開始しています。なお、本ニュースレターでは、これらの AML/CFT 関連規制の詳細には触れておりません。

² 欧州監督局(欧州銀行監督局(EBA)、欧州証券市場監督局(ESMA)、欧州保険・年金監督局(EIOPA))から、暗号資産該当性の判断に際しての個別の考慮要素に関するガイドラインが公表されており、実務上はこのガイドラインを参照する必要があります。

³ 同ガイドラインでは Bitcoin やいわゆるミームコインが例として挙げられています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

- 発行者又は募集者のみがトークンを受け付けること
- 保有者がトークンを発行者又は募集者以外の第三者に技術的に譲渡できないこと

(3)分散型台帳技術(又はこれに類する技術)を用いていること

トークン化には、分散型台帳を運用・利用した技術を用いることが想定されています。ここでいう分散型台帳とは、取引の記録をデジタルな形で保存し、それをネットワーク上の複数のコンピュータ(ノード)で共有・同期する仕組みです。この仕組みでは、全てのノードが共通のルール(合意メカニズム)に従って情報を更新・管理することで、記録の正確性と信頼性が保たれます。

MiCA では、「暗号資産」はリスクに応じて以下の 3 種類に分類され、それぞれ異なるルールが適用されます。

(1)電子マネートークン(electronic money tokens)

単一の法定通貨を参照することで価値の安定を図るトークンであり、例えばユーロ連動型の EURC や米ドル連動型の USDC といったステーブルコインがこれに該当します。主には決済手段としての利用が想定されますが、電子マネートークンがその価値貯蔵機能を通じて各国通貨や銀行預金を代替することを防止するため、MiCA は電子マネートークンについて利息の付与を禁止しています。

(2)資産参照型トークン(asset-referenced tokens)

1 つ又は複数の法定通貨を含む、他の価値や権利(コモディティ、金融商品、暗号資産を含みます。)又はそれらの組合せを参照することで価値の安定を図るトークン⁴であり、例えば金連動型の Digix Gold が該当します。MiCA では、電子マネートークンと資産参照型トークンがいわゆるステーブルコインに対応するものと位置付けられており⁵、両者の規制枠組みには共通点も多く存在します。しかし、資産参照型トークンはより幅広い資産を裏付けとする可能性があることから、一般に電子マネートークンよりも高いリスクを伴うと見なされています。そのため、Ⅲ.4.で詳述するとおり、電子マネートークンが既存の電子マネーに準じた扱いを受けるのに対し、資産参照型トークンには総じてより厳格な規制が課されています。なお、利息の付与が禁止されている点は電子マネートークンと同様です。

(3)電子マネートークン及び資産参照型トークン以外の暗号資産(以下「その他暗号資産」といいます。)

ユーティリティトークンを含む多様な暗号資産が該当します。ユーティリティトークンとは、発行者が提供する商品・サービスへのアクセス手段とすることのみを目的とした暗号資産と定義されており、例えばチケット、バウチャー、会員権等の購入に使用可能なトークンが該当します。ユーティリティトークンに該当する場合には、その募集や後述するホワイトペーパーの記載に関して一定の特別ルールが適用されます⁶。

⁴ なお、定義上、電子マネートークンに該当する場合は除かれています。

⁵ これらにはプロトコルを通じた需給の調整等により法定通貨その他の資産に関して価値安定を図るアルゴリズム型ステーブルコインも含まれます。一方、このような特定の資産との関係で価値安定を図らないアルゴリズム型トークンはその他暗号資産に分類されます。

⁶ 例えば、既に存在又は稼働している商品・サービスへのアクセスを目的とするトークンの募集は、MiCA の適用対象外とされています。一方で、将来提供予定の商品・サービスへのアクセスを目的とするトークンの場合、当該トークンの募集期間は、ホワイトペーパー公開日から起算して 12 か月以内に終了するように設定する必要があります。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

一方、暗号資産の定義に形式的に該当するものであっても、第2次金融商品市場指令(second Markets in Financial Instruments Directive=公式の通称名は「MiFID II」)で定義される金融商品に該当するトークン、預金、電子マネー(電子マネートークンに該当しないもの)等の既存の金融規制の対象となる資産に加えて、中央銀行デジタル通貨(CBDC)⁷、一定の非代替性トークン(NFT)⁸等は MiCA の対象外とされています。このため、例えばトークンが金融商品としての性質を有する可能性がある場合には、欧州証券市場監督局(ESMA)が公表している金融商品該当性に関する[ガイドライン](#)を参照しつつ、MiFID II に基づき制定されている各加盟国の国内法上、当該トークンが金融商品に該当するか否かを個別に判断する必要があります。

3. 域外適用及び逆勧誘(reverse solicitation)

所在地にかかわらず、域外に所在する CASP が EU 域内で暗号資産サービスを提供した場合、原則として MiCA の適用対象となり、所定の認可を受ける必要があります。もっとも、MiFID II と同様、MiCA は、一定の条件のもとで域外事業者(third-country firm)が MiCA の適用を受けずにサービスを提供できる例外規定(reverse solicitation:いわゆる「逆勧誘」)を設けています。

この例外は、EU 域内の顧客が専ら自らの意思で域外事業者にアプローチし、サービスを受ける場合に限り、そのサービス提供とそれに関連する関係性は、MiCA の規制対象外となる可能性があるというものです。但し、この例外は極めて限定的に解釈されるべきだとされており⁹、これに依拠できるかについては個別事情に応じた慎重な判断が必要になると思われます。

実務上は、ESMA が公表した逆勧誘に関する[ガイドライン](#)を参照することになるところ、同ガイドラインが示すポイントは以下のとおりです¹⁰。

(1) 勧誘手段の範囲

域外事業者からの勧誘がある場合には、逆勧誘の規定は適用されないところ、勧誘は技術中立的かつ広く解釈されるべきであり、ウェブ広告、SNS、メルマガ、イベント告知、プレスリリース等、手段を問わず EU 顧客一般に向けた暗号資産サービスに関するプロモーションは勧誘とみなされる可能性があります。また、純粹に教育や知見共有を目的とした業界イベント等(への参加)であっても、特定の域外事業者やそのサービスへの誘導を含む場合は勧誘と判断されるリスクがあります。さらに、注意を要する例の1つとして、EU の選手が参加する可能性のある国際大会に域外事業者がスポンサーとして関与する場合が挙げられています。

⁷ 中央銀行等の公的機関は MiCA の適用対象から外れており、またグループ内でのみ暗号資産サービスを提供する者等についても、MiCA は適用されません。

⁸ MiCA の対象外となる NFT に該当するかはトークンに表章される権利内容に即した実質判断が伴うため、例えば、その発行が大規模に行われる場合には代替性ありと判断される可能性があります。なお、判断に際しての個別の考慮要素については、ESMA が公表した[ガイドライン](#)の point 65~73 で説明がされています。

⁹ 2023年10月17日付のESMAの[声明](#)では、「it should be understood as very narrowly framed」とされています。

¹⁰ 下記のポイントのほか、同ガイドラインの別紙では、域外事業者が EU 顧客を勧誘しているとみなされる可能性がある事例が紹介されています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

(2) 勧誘者に関する基準

勧誘の主体は域外事業者自身に限定されず、当該事業者の代理・関係者とみなされる場合、インフルエンサー等の第三者も勧誘者となり得ます。域外事業者のウェブサイトへの誘導、当該事業者のサービスへのアクセス手段の提供、プロモーションキャンペーンの提供、当該事業者のロゴの表示等が、当該事業者との代理関係を推認させる事情として挙げられています。なお、こうした第三者に利益(金銭であるかを問いません。)が発生することは、域外事業者との代理関係を強く示すものとされていますが、そののみが決定的な考慮要素であるとはされていません。

(3) 顧客自らの意思

専ら顧客自らの意思(own exclusive initiative)に基づくコンタクトの場合に限って逆勧誘の例外が適用されますが、その範囲は狭く、例えば、顧客からの一度のコンタクトを根拠に、後日さらなる勧誘¹¹や他の種類のサービスを提供することは認められません。そのため、域外事業者は、EU 顧客に暗号資産サービスの提供を行う場合でも、当該提供が専ら顧客自らの意思に基づくものであることを記録・証明できる体制が必要と思われる。

(4) 同種の暗号資産・サービスの基準

例外的に「同種の暗号資産・サービス」であれば、顧客自らの意思に基づくコンタクトの範囲内で提供可能とされているため、「同種」といえるための基準が問題になります。同ガイドラインによれば、提供される暗号資産又は暗号資産サービスの分類、及びそれに付随するリスクを考慮要素とした個別具体的な判断が必要とされていますが、以下のような組合せが「同種」とは認められない例として挙げられています。

- ユーティリティトークン、電子マネートークン、資産参照型トークンのように、性質の異なるもの
- DLT 等の技術基盤が異なるもの
- 異なる法定通貨を参照する電子マネートークン
- 参照資産の主要部分が法定通貨である資産参照型トークンと、暗号資産である資産参照型トークン
- 流動性の差が極端なもの
- 募集者が特定可能か否かで異なるその他暗号資産

4. 分散型金融(DeFi)

MiCA 前文 22 は、暗号資産サービスが完全に分散化され、仲介者を介さずに提供される場合には、MiCA の適用対象外となることを明記しています。また、同前文は、自然人又は法人が直接又は間接に提供、実施又はコントロールする暗号資産サービスに MiCA が適用されることと、そのサービスの一部が分散的な方法で提供される場合であっても MiCA の対象となり得ることを確認しています。

近年では、暗号資産のステーキング機能やレンディング等の金融サービスを、パーミッションレスなブロック

¹¹ 同ガイドラインでは、最初のコンタクトから 1 か月後に同種又は類似の暗号資産の取引を勧誘することは許されないとの例示がされています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

チェーンネットワーク上に構築されたアプリケーションを通じて提供する動きが広がっています。これらの分散型金融(Decentralized Finance、いわゆる「DeFi」)サービスは、従来型の金融仲介業者や中央集権的な機関に依存しない構造を目指して設計されており、スマートコントラクトを用いて取引条件の設定や実行を自動化し、人的介入や信頼(trust)の集中を回避する仕組みを採用しています。

DeFiは、ネイティブトークンが発行されるブロックチェーンネットワーク上で構築されることが多く、一般にトークンエコシステムの一部を構成しています。DeFi の構造は複数のレイヤーから成り、典型的には以下の要素で構成されます。

- パーミッションレスブロックチェーン
- プロトコル
- 自動実行可能なコード(いわゆるスマートコントラクト)
- 分散型アプリケーション(DApps)¹²

もっとも、DeFi の提供するサービスの実質に着目すると、上記の各レイヤーにおける機能のいずれかが、MiCA が規制対象とする暗号資産サービスに該当する可能性があり、仮に該当する場合には、当該機能を提供する主体において MiCA に基づく認可が必要となるかが問題となります。この点、DeFi の機能が完全に分散化された形で提供されていると評価できる場合には、MiCA 前文 22 の趣旨に沿い、MiCA の適用対象外と解釈する余地もあると考えられています。しかしながら、現時点では、「完全な分散化」と言えるかどうかの判断基準は明確に定義されておらず、一次的には各加盟国の規制当局の解釈に委ねられているのが実情です。

上記の論点に関連して、欧州中央銀行(ECB)及び ESMA から[共同レポート](#)が公表されているほか、複数の加盟国の規制当局からもペーパー等が公表されています¹³。これらは、DeFi が「完全に分散化」しているとは評価できるかの判断に当たって一定程度参考になり得るものと思われませんが、現時点では見解の統一には至っておらず、今後の議論の動向を継続的に注視する必要があります。

Ⅲ. 発行、募集、取引所への上場に関する規制

1. 概要

MiCA は、暗号資産の発行(issuance)、募集(offer to the public)及び取引所への上場(admission to trading)を規制の対象としており、3 以下で詳述するとおり、そのリスクの程度に応じて、3 種類の暗号資産(電

¹² DeFi へのアクセス手段としては、ノンカストディアル・ウォレットからの直接接続等、DApps 以外の方法も存在します。しかしながら、ブロックチェーンに関する専門的な知識を持たない一般ユーザーにとっては、DApps が直感的なユーザーインターフェースを提供することで、DeFi へのアクセスを容易にする重要な役割を担っているとと言えます。

¹³ 例えば、デンマークの金融規制当局は、2024 年 6 月 25 日付で、[暗号資産市場における分散性の評価に関する考え方についてのペーパー](#)を公表しています。同ペーパーには、DeFi の概念に関する説明、分散性の評価に係る詳細な基準、及び今後それらの基準がどのようにアップデートされ得るかについての方針が記載されています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

子マネートークン、資産参照型トークン、その他暗号資産)ごとに異なるルールが適用されます(各類型に適用される主なルールの概要については、下表をご参照ください。)。なお、ビットコイン(BTC)やイーサ(ETH)等、識別可能な発行者が存在しないとされる暗号資産には、これらのルールは適用されません¹⁴。

	電子マネートークン	資産参照型トークン	その他暗号資産
発行者の範囲	銀行等の信用機関、電子マネー事業者	銀行等の信用機関、加盟国当局から認可を受けた EU 域内の法人等	特段の制約なし
募集者等の範囲	発行者(発行者の同意の得た者を含む。)	発行者(発行者の同意の得た者を含む。)	法人
開示規制(ホワイトペーパー)	作成、加盟国当局への提出、公表	作成、加盟国当局への提出・承認、公表 ※流通トークン量、準備資産の価値・構成に関する継続開示義務も存在	作成、加盟国当局への提出、公表 ※少人数募集、少額募集、適格投資家限定募集の場合、不適用
償還要件	適用あり	適用あり	適用なし
準備資産に関する要件	預金での管理(最低30%)、運用の制限あり	参照法定通貨(参照資産の中に法定通貨がある場合のみ。)と同一の通貨建て預金での管理(最低30%)、運用の制限あり、流動性要件あり	適用なし
自己資本要件	35万ユーロ又は直近6か月間のトークンの日次発行残高総額の平均額の2%の高い額 ※信用機関の場合不適用	35万ユーロ、直近6か月間の準備資産の平均額の2%、又は前年固定間接費の25%の高い額 ※信用機関の場合不適用	適用なし
資産保全義務	分別管理又は保険契約等 ※信用機関の場合不適用	分別管理、6か月ごとの独立監査 ※信用機関の場合不適用	受領した資金等の募集期間中の保全
報告義務、発行制限	非 EU 通貨建てに限り、適用あり	適用あり	適用なし
クーリングオフ制度	適用なし	適用なし	適用あり
重要なトークンに関する規制	適用あり	適用あり	適用なし

¹⁴ 但し、これらの暗号資産を扱う暗号資産サービス提供者は MiCA の適用を受けます(MiCA 前文 22)。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

2. 募集又は取引所への上場とは

(1) 募集

「募集」とは、大要、募集の条件及び対象となる暗号資産に関する十分な情報を提供することによって、潜在的な保有者が当該暗号資産を購入するか否かを判断できるようにするコミュニケーションを意味します。このように「募集」に該当するコミュニケーションの範囲は広く解釈され得るため、形式や手段を問わず、投資判断に影響を与えるような情報提供行為(発行者以外の第三者による行為を含みます。)を行う者¹⁵が規制の対象となり得ることに注意が必要です。MiCA の「募集」の定義は、既存の EU 目論見書規制([EU Prospectus Regulation](#))における「(証券の)募集」の定義に沿ったものであり、「募集」の範囲の解釈に当たっては、同規制における議論も参考となると考えられます。

なお、MiCA における「募集」は、新規発行された暗号資産の販売行為(プライマリー取引)だけでなく、既に発行された暗号資産の販売行為(セカンダリー取引)を含む点にも留意が必要です¹⁶。

(2) 取引所への上場

MiCA は「取引所への上場」について特別の定義を設けていませんが、一般には、特定の暗号資産を上場させるために、取引プラットフォームとの間で一定のアレンジを行う行為がこれに該当すると考えられています。なお、厳密には、MiCA で定義される暗号資産取引プラットフォーム(trading platform for crypto-assets)、すなわち多数当事者が関与する取引システム(multilateral system)への上場に限定されるため、例えば、単なるブローカレッジサービスやプラットフォームによる自己勘定取引のみを提供するサービスでの取扱いは、MiCA における「取引所への上場」に該当しないと考えられています。

通常、取引所への上場に関するアレンジは、暗号資産の発行者又は(発行者とは別に存在する場合は)募集者によって行われるため、これらの者が一次的に MiCA 上の規制の対象者となります。但し、その他暗号資産に該当するトークンに関して、取引プラットフォーム自らが当該トークンの上場に関する主導的な役割を担う場合には、当該プラットフォームがホワイトペーパーの作成・公表等の MiCA 上の義務の対象者となることがあります。

3. 電子マネートークン

(1) 発行者、募集者等の要件

電子マネートークンは、その決済手段としての性質及び機能面での類似性から、第 2 次電子マネー指令(EMD2)で定義される電子マネー(electronic money)に該当するものとみなされます。このため、電子マネートークンを発行できるのは、銀行等の信用機関(credit institution)又は電子マネー事業者(electronic

¹⁵ MiCA は「募集者」を、暗号資産の募集をする自然人、法人その他の組織又は発行者、と定義しています。

¹⁶ そのため、セカンダリー市場で暗号資産を転売する者も募集行為を行っていると考えられる可能性があります。一方で、単なる取引所への上場や売買価格(ビッド及びオファー価格)の公表だけでは、「募集」に該当するとは考えられていません(MiCA 前文 28)。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

money institution)として認可を受けた事業者に限定されています¹⁷。

電子マネートークンの募集又は取引所への上場は、原則として発行者のみが行うことができますが、例外的に、発行者から書面による同意を得た者もこれを行うことが認められています。

(2) 手続

募集又は取引所への上場を行うに当たっては、発行者は、40 営業日前までに、信用機関又は電子マネー事業者としての認可を受けた加盟国の規制当局へその旨を通知する必要があります¹⁸。もともと、実務上、電子マネートークンの発行・募集等は新規のビジネススキームを伴うことが多いため、それ以前の段階から当局と事前相談を行うことが望ましいと考えられます。事前相談においては、後述するホワイトペーパーのドラフトの提出はもちろんのこと、(必要に応じて)認可対象となり得る暗号資産サービス該当性¹⁹の整理を求められる場合もあり、発行・募集等を予定どおり進めるには、リーガルカウンセルを含む専門家との緊密な連携も重要になります。

(3) 償還要件、資産要件等

電子マネートークンの保有者は発行者に対して額面での償還請求権を有するものとされており、そして発行者は、その償還を電子マネー以外の資金(funds)²⁰で行うことが求められています。

この償還請求に対応するため、電子マネートークンの発行により受領した資金は準備資産として保全され²¹、そのうち、少なくとも 30%は信用機関における預金として分別管理しなければなりません。残りの資産については、市場・信用・集中リスクを最小化するため、電子マネートークンの参照通貨建ての、安全、低リスクかつ流動性の高い金融商品に投資することとされています^{22,23}。また、これらの準備資産に関する義務や償還義務を履行できない場合に備えて、電子マネートークンの発行者は、回復計画(recovery plan)や償還計画(redemption plan)を策定・維持する必要があります。

さらに、発行者が電子マネー事業者である場合、上記の準備資産に関する要件とは別に、EMD2 に基づく自己資本要件²⁴を満たす必要があります。

¹⁷ EMD2 において定められた少額募集(例:直近 6 か月間のトークンの日次発行残高総額の平均額が 500 万ユーロ以下)等の例外に該当する場合には、当該限定は適用されません。

¹⁸ EU 加盟国のいずれかの法定通貨建ての電子マネートークンについては、EU 内で募集されたものとみなされる点には留意が必要です。

¹⁹ 当局からは、電子マネートークンの発行のみならず、募集、移転、償還等を含むビジネススキーム全体の説明を求められることが想定されます。その過程で、暗号資産サービスに該当し得る事業の存在が明らかとなった場合には、別途、当該サービスについての認可申請が必要となることもあり得ます。なお、電子マネートークンの発行者が、発行に加えて、当該電子マネートークンのカスタディヤ移転に係るサービスを電子マネートークンの保有者に対して提供する場合があり得ますが、このようなケースにおいては、例外的に MiCA 上の認可は不要とされており、所定の事項について当局へ通知することで足りるとされています。

²⁰ 具体的には、紙幣、硬貨又は預金のいずれかによります。

²¹ EMD2 に基づく電子マネー事業者に対する資産保全要件(適切な分別管理又は保険契約等)が準用されます。

²² ECB によれば、流動性の高い金融商品には、EU の資本要件規則においてヘアカット 0%のレベル 1 資産に分類される流動資産(国債、国債相当の地方債・公共債、中央銀行資産等)や、同じくレベル 1 に分類されるカバードボンドが含まれるとされています。

²³ 投資可能な対象資産には、上記の流動性の高い金融商品のみならず、投資信託も含まれます。

²⁴ 35 万ユーロ又は直近 6 か月におけるトークンの日次発行残高総額の平均額の 2%のいずれか高い額。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

(4)報告義務及び発行制限

電子マネートークンの参照通貨が、EU 加盟国のいずれの法定通貨(ユーロに限りません。例えばスウェーデンはユーロを採用せず、スウェーデン・クロナが法定通貨となっています。以下「EU 通貨」といいます。)にも該当しない法定通貨(以下「非 EU 通貨」といいます。)である場合、当該電子マネートークンの発行者は、以下の報告義務及び発行制限に服することになります。

すなわち、発行額が原則として 1 億ユーロを超えた場合、発行者は四半期ごとに、所定の事項²⁵について加盟国の当局へ報告することが求められています(報告義務)。また、電子マネートークンが単一通貨圏²⁶において交換手段²⁷として用いられる日次取引件数及び日次取引額の四半期平均が、それぞれ 100 万件以上かつ 2 億ユーロ以上になった場合には、発行を停止しなければなりません(発行制限)。

これらの義務は本来、資産参照型トークンの発行者に課されているものですが、ユーロ等の EU 通貨が、非 EU 通貨建ての電子マネートークンに代替されるリスクへの対応措置として、非 EU 通貨建ての電子マネートークンの発行者にも適用されています。

(5)重要なトークンに該当する場合

欧州銀行監督局(EBA)により「重要な(significant)トークン」に該当する判断された電子マネートークンは、決済手段として広く利用される可能性やそれによる金融安定性へのリスクへの懸念から、加盟国の規制当局だけでなく、EBA による直接的な監督にも服することになります²⁸。

加えて、資産参照型トークンに準じた準備資産の保全義務、さらに、より厳格な流動性要件や自己資本要件等の上乗せ規制が適用されます²⁹。

以下の要件のうち 3 つ以上を満たす場合に、「重要なトークン」に該当すると判断されます。

- 保有者数 1,000 万人超
- 発行額、時価総額又は準備資産の規模が 50 億ユーロ超
- 日次平均取引件数が 250 万件以上かつ日次平均取引額が 5 億ユーロ超
- 発行者が、EU デジタル市場法(DMA)における「ゲートキーパー(gatekeeper)」として指定されている³⁰コア・プラットフォーム・サービス提供者
- 発行者の国際的な規模での活動の程度が重大(特に当該トークンが決済・送金手段として広く利用されている等)

²⁵ 保有者数、発行額、準備金の規模、1 日当たりの平均取引件数・額等。

²⁶ 同一の法定通貨が使用されている 1 つ又は複数の国から構成される地理的範囲を指します。

²⁷ MiCA 前文 61 によれば、物品やサービスへの支払いとして使用される取引が該当し、原則として金銭や他の暗号資産との交換等の投資機能・サービスに関連する取引は該当しないとされています。

²⁸ 信用機関が発行者の場合は、引き続き加盟国の規制当局のみの監督に服します。

²⁹ 報酬方針の策定・遵守義務も含まれます。

³⁰ 本ニュースレター執筆現在、アルファベット、アマゾン、アップル、ブックング、バイトダンス、メタ、マイクロソフトの 7 社が指定されています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

- 当該トークン又はその発行者と金融システムに相互関連性がある
- 発行者が他の電子マネートークン又は資産参照型トークンを少なくとも 1 つ以上発行し、かつ 1 つ以上の暗号資産サービスを提供

具体的な流動性要件として、重要なトークンに該当する電子マネートークンの発行者は、準備資産のうち少なくとも 40%を 1 営業日以内に売却可能な資産又は引出し可能な金銭として、又、少なくとも 60%を 5 営業日以内に売却可能な資産又は引出し可能な金銭として保有することが求められています。

さらに、準備資産のうち少なくとも 60%は、重要なトークンに該当する電子マネートークンが参照する法定通貨と同一の通貨建てによる、信用機関における預金として保有する必要があり、当該預金は、信用機関の規模に応じて定められた上限の範囲内で、複数の信用機関に分散して保有しなければなりません。

上記に加え、発行者による、定期的な(最低月 1 回)流動性ストレステストの実施も必要とされています。

4. 資産参照型トークン

(1)発行者、募集者等の要件

資産参照型トークンには、電子マネートークンと比較して、より厳格な規制が課されています。すなわち、資産参照型トークンを発行できるのは、銀行等の信用機関又は加盟国の規制当局から認可を受けた EU 域内の法人等に限定されています³¹。また、電子マネートークンと同様に、資産参照型トークンの募集又は取引所への上場は、原則として発行者のみが行うことができ、例外的に、発行者から書面による同意を得た者もこれを行うことが認められています。

(2)手続

発行者が信用機関である場合には、募集又は取引所への上場の対象となる資産参照型トークンのホワイトペーパーについて、当局の承認を受けることが求められています³²。さらに、この承認手続のためのホワイトペーパーのドラフトの提出に加えて、発行者は、資産参照型トークンを発行する 90 営業日前までに、信用機関としての認可を受けている加盟国の規制当局に対して所定の情報を通知する必要があります。この所定の情報には、想定ビジネスモデルを記載した事業計画、当該資産参照型トークンが金融商品等、電子マネートークンのいずれにも該当しないことを示す法律意見書、各種ポリシー等が含まれます。

一方で、発行者が信用機関でない場合には、求められる要件はより厳格となっています。具体的には、募集又は取引所への上場を行うに当たっては、加盟国の規制当局からの事前の認可取得が必要とされます。この認可手続において、発行者は、上記の発行者が信用機関である場合であっても通知が必要とされることとなる情報に加

³¹ 少額募集(直近 12 か月間のトークンの日次発行残高総額の平均額が 500 万ユーロ以下等)又は適格投資家限定募集の例外に該当する場合には、当該限定は適用されません。

³² 当該承認は加盟国の規制当局のみの判断で行われるものではなく、ECB との協議が必要とされており、仮に ECB が資産参照型トークンについて否定的な意見を表明した場合には、当該資産参照型トークンの募集等を行うことは事実上困難となります。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

えて、経営陣・株主構成に関する詳細な情報(経営陣や株主の経歴や信用性に関する情報を含みます。)を当局に対して提出する必要があります。なお、発行者が信用機関である場合と異なり、この認可の判断には、ECB だけでなく ESMA 及び EBA も関与することとされています。

(3)償還要件、資産要件等

資産参照型トークンの保有者は、大要、発行者に対して参照資産の時価相当額での償還請求権を有するものとされています。発行者はその償還を、電子マネー以外の資金(funds)の支払い又は参照資産自体の引渡しのいずれかの方法により行わなければなりません。償還方法については、原則として発行者が任意に設定することができますが、償還方法の種類、償還条件、手続等の詳細は、ホワイトペーパーに記載すべき事項とされているため、資産参照型トークンの保有者は購入前にこれらの情報を確認できることが想定されています。但し、資産参照型トークンの販売に際し、発行者が法定通貨建てで電子マネー以外の資金による支払いを受け入れた場合には、当該資産参照型トークンの保有者に対し、同一の法定通貨建てによる電子マネー以外の資金による償還方法を選択肢として必ず提供しなければなりません。

この償還請求に対応するため、資産参照型トークンには電子マネートークンよりも厳格な準備資産に関する要件が適用されます。まず、発行者は、資産参照型トークンの発行により受領した資金の全部を準備資産として保全した上で、分別管理し、発行者の他の資産から法的に隔離すること(倒産隔離)が求められます。そして、準備資産のうち少なくとも 30%(複数の資産(法定通貨とそれ以外の資産等)を参照している場合、当該法定通貨に対応する部分に限られます。)は、資産参照型トークンが参照する法定通貨と同一の通貨建てによる、信用機関における預金として保有する必要があります³³。また、電子マネートークンと同様に、準備資産の運用には制限が設けられており、具体的には、資産参照型トークンが参照する資産(コモディティ、金融商品等)、又は一定の投資信託を含む流動性の高い金融商品への投資に限定されています。

さらに、電子マネートークンでは原則として重要なトークンに該当する場合にのみ適用される流動性要件が、資産参照型トークンにおいては重要なトークンに該当するか否かにかかわらず適用されます。具体的には、発行者は、準備資産のうち少なくとも 20%を 1 営業日以内に売却可能な資産又は引出し可能な金銭として、又、少なくとも 30%を 5 営業日以内に売却可能な資産又は引出し可能な金銭として保有する必要があります。

なお、これらの準備資産に関する義務や償還義務を履行できない場合に備え、発行者が、回復計画(recovery plan)や償還計画(redemption plan)を策定・維持する必要がある点は、電子マネートークンの場合と同様です。

その他の準備資産に関する要件としては、6 か月ごとの独立監査の実施とその結果の当局への報告義務、カスティポリシーの策定・実施、準備資産の運用に伴う損益の資産参照型トークン保有者への転嫁禁止等があります。

上記に加え、発行者が信用機関でない場合、上記の準備資産に関する要件とは別に、MiCA に基づく自己資本

³³ 重要なトークンに該当する電子マネートークンの場合と同様に、預金先の分散化義務が課されています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

要件³⁴を満たすことが求められます。

(4)報告義務及び発行制限

前述の非 EU 通貨建て電子マネートークンの発行者に適用される報告義務及び発行制限は、参照資産の種類にかかわらず、資産参照型トークンの発行者にも適用されます。

(5)重要なトークンに該当する場合

電子マネートークンと同様に、EBA により重要なトークンに該当する判断された資産参照型トークンについても、EBA が直接的な監督権限を有するほか、報酬方針の策定・遵守義務、より厳格な流動性要件³⁵、自己資本要件等の上乗せ規制が適用されます。

5. その他暗号資産

(1)発行者、募集者等の要件

その他暗号資産については、発行者の範囲に特段の制約は設けられておらず、EU 域内に所在することや、加盟国の規制当局からの認可を受けることは要件とされていません。

その他暗号資産の募集又は取引所への上場は、(電子マネートークンや資産参照型トークンとは異なり)発行体以外の者³⁶によって行うことも可能です。これには、取引プラットフォーム自らがその他暗号資産の上場を主導し、MiCA 上の取引所への上場に関する義務の対象者となる場合も含まれます。

但し、以下のいずれかの条件を満たすその他暗号資産については、MiCA に基づく募集に関する規制の適用が除外されます。

- 無償で募集されたトークン
- DLT のメンテナンス又はトランザクションの承認の対価として自動生成されたトークン
- 既に存在又は稼働している商品・サービスへのアクセスを目的とするユーティリティトークン
- 限定的なネットワークにおける商品・サービスの対価としてのみ使用可能なトークン

また、以下のいずれかの条件を満たすその他暗号資産については、MiCA に基づく開示規制(ホワイトペーパーの作成・公表等)の適用が除外されます。

- 各加盟国ごとに 150 名未満の自然人又は法人を対象とする募集に該当する場合
- 募集開始から 12 か月間において、EU 域内での募集総額が 100 万ユーロ相当以下の場合

³⁴ 35 万ユーロ、直近 6 か月における準備資産の平均額の 2%、又は前年固定間接費の 25%のいずれか高い額。

³⁵ 発行者は、準備資産のうち少なくとも 40%を 1 営業日以内に売却可能な資産又は引出し可能な金銭として、又、少なくとも 60%を 5 営業日以内に売却可能な資産又は引出し可能な金銭として保有する必要があります。また、準備資産のうち少なくとも 60%を、資産参照型トークンが参照する法定通貨と同一の通貨建てによる、信用機関における預金として保有する必要があります。さらに、定期的な(最低月 1 回)流動性ストレステストの実施義務も課されます。

³⁶ 法人に限定されます。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

- 募集が適格投資家のみを対象とし、かつ保有者も適格投資家に限定される場合

なお、上記の免除規定は、募集者又はその代理人が取引所への上場申請を行う意図を表明している場合には適用されません。

(2) 手続

EU 域内でその他暗号資産の募集又は取引所への上場を行うためには、ホワイトペーパーの作成、加盟国の規制当局への提出、公表等を行う必要があります³⁷。このため、公表の 20 営業日前までに、ホワイトペーパー等³⁸を加盟国の規制当局へ提出することが求められています。なお、大要、同一の暗号資産について既にホワイトペーパーが公表されており、かつ当該ホワイトペーパーの作成者から書面による使用の同意が得られている場合には、当該暗号資産の募集又は取引所への上場に際して、追加でホワイトペーパーを作成・公表等する義務は免除されます。

(3) 資産保全義務

アセットクラスとしての性質上、その他暗号資産には、電子マネー・トークンや資産参照型トークンに適用されるような償還要件や準備資産に関する要件は適用されませんが、一定の資産保全義務が課されています。すなわち、募集者は、その他暗号資産の販売に伴い受領した資金や暗号資産を、募集期間中、信用機関又は暗号資産サービス提供者をカストディアンとして適切に保全する必要があります。一方、募集期間が設定されていない場合には、後述するクーリングオフ期間中に限り、受領した資金等の保全を行うことで足りります。

(4) クーリングオフ制度

個人投資家保護の観点から、MiCA 上、その他暗号資産にのみ適用されるルールとして、クーリングオフ制度が設けられています。募集者又はマーケティングを行った暗号資産サービス提供者からその他暗号資産を直接購入した個人投資家は、原則として、契約締結から 14 日以内であれば、理由の明示や手数料等の負担なく、購入を撤回することが可能です。購入を撤回した投資家は、撤回から 14 日以内に、支払った代金の返還を受けることができます。なお、購入時点で既に取引所に上場されている暗号資産には、このクーリングオフ制度は適用されません。

6. 開示規制(ホワイトペーパー)

(1) ホワイトペーパーとは

MiCA においては、暗号資産の募集・取引所への上場を行う場合、原則としてホワイトペーパーの作成が求めら

³⁷ ホワイトペーパーの公表により、通知を行った規制当局が所在する加盟国に限らず、EU 全域において当該暗号資産の募集又は取引所への上場を行うことが可能となります。

³⁸ ホワイトペーパー以外の提出書類には、当該その他暗号資産が金融商品等、電子マネー・トークン、資産参照型トークンのいずれにも該当しないことを示す説明書及び募集又は上場を予定している加盟国一覧を記載した書類が含まれます。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

れます。ホワイトペーパーとは、投資家が暗号資産を購入するか否を判断するために必要な情報を記載した書面であり、少なくとも記載内容や形式に一定の差異はあるものの、株式・社債等の伝統的な資金調達手法における目論見書と類似の機能を果たすことが期待されています。

(2) ホワイトペーパーの要否

電子マネー・トークン及び資産参照型トークンについては、募集・取引所への上場を行う場合、上記 3.(1)又は 4.(1)に記載した免除規定の適用の有無にかかわらず、ホワイトペーパーの作成が必要となります。一方、その他暗号資産については、上記 5.(1)に記載した免除規定が適用される場合には、ホワイトペーパーの作成義務は課されません。

(3) ホワイトペーパーの記載事項及び形式

MiCA は、ホワイトペーパーに記載すべき事項及び形式について、暗号資産の種類ごとに、一定の要件を定めています。

共通して求められる主な記載事項としては、募集者等や発行者に関する情報、募集又は上場の概要、対象となる暗号資産の特徴、使用される技術、暗号資産に付随する権利・義務、リスク要因、コンセンサス・メカニズムが気候や環境に与える悪影響³⁹等が挙げられます。一方で、暗号資産の種類ごとに求められる特別な記載事項も存在します。例えば、資産参照型トークンについては、準備資産や償還請求権に関する情報の記載が求められ、その他暗号資産については、発行により調達予定の資金を用いて実施されるプロジェクトの内容について記載することが求められます。

MiCA の委任規定に基づき、ESMA はホワイトペーパーの詳細なテンプレートを含む[実務ルール](#)を公表しています。実際にホワイトペーパーを作成する際には、対象となる暗号資産の種類に応じたテンプレートを参照し、指定されたフォーマットに従って作成する必要があります。

なお、ユーティリティトークンに関しては、その他暗号資産用のテンプレートが適用されますが、ホワイトペーパー上で当該トークンがユーティリティトークンに該当する旨を明示するとともに、当該トークンによりアクセス可能となる商品・サービスの内容等についての説明が求められます。

(4) 開示方法

原則として、暗号資産の発行者は、募集又は取引所への上場までに、自らのウェブサイト上でホワイトペーパーを公表することが求められます。この公表義務は、当該暗号資産の保有者が市場に存在する限り続きます。な

³⁹ 開示事項には、暗号資産のトランザクションの検証に用いられるコンセンサス・メカニズムの概要、当該コンセンサス・メカニズムにより生じる電力消費に関する主要指標、必要に応じて温室効果ガス排出量やその他の環境への影響に関する補足的な指標、さらにデータの出所や算出手法に関する情報等が含まれます。これらの情報は、原則として少なくとも年 1 回、又は重要な変更が生じた場合には速やかに更新することが求められます。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

お、既に公表済のホワイトペーパーについては、ESMA の [ウェブサイト](#) 上で、ESMA が作成・管理する登録簿 (register) において、その一覧を確認することができます。

(5) ホワイトペーパーの修正

募集又は取引所への上場の際に公表されたホワイトペーパーについては、対象となる暗号資産に関して事後に重要な変更が生じた場合、当該変更内容を反映した修正が必要となることがあります。

資産参照型トークンに関しては、発行体のガバナンス構造、準備資産、発行・償還スキーム等、ビジネスモデルに変更が生じ、その内容が保有者の投資判断に重要な影響を及ぼす可能性がある場合には、ホワイトペーパーの修正が必要となります。一方、電子マネートークン又はその他暗号資産に関しては、新たに重要な事象が生じた場合や、重要な誤り又は不正確な記載が判明した場合で、それらが当該暗号資産の評価に影響を及ぼす可能性がある場合に、修正が必要となります。

なお、いずれの場合も、修正後のホワイトペーパーは、公表に先立って加盟国の規制当局に提出する必要があります。

(6) ホワイトペーパーの記載に係る責任

MiCA において、ホワイトペーパーに記載された情報が、不完全 (incomplete)、不公平 (unfair)、不明確 (unclear)、又は誤解を招くもの (misleading) である場合には、当該記載に起因して暗号資産の保有者に生じた損害について、募集者等は責任を負う可能性があります。

電子マネートークン又は資産参照型トークンの場合、発行者及びその管理、経営、監督機関の構成員が責任主体となります。一方、その他暗号資産の場合には、発行者に加え、(発行者と異なる場合)募集者や上場申請を行う者⁴⁰も責任主体となり得ます。また、取引プラットフォーム自らがその他暗号資産の上場を主導し、ホワイトペーパーを作成した場合、原則として、当該取引プラットフォームが上記の責任主体となります。なお、これらの管理、経営、監督体のメンバーも責任主体となる点は電子マネートークン又は資産参照型トークンの場合と同様です。

損害を被った暗号資産の保有者は、ホワイトペーパー中の MiCA 上要求される記載が不完全、不公平、不明確又は誤解を招くものであったことについて立証責任を負います。さらに、それらの不備のある記載に依拠したことが、当該暗号資産の購入、売却又は交換に関する意思決定に影響を与えたことも示す必要があります。

⁴⁰ それらの管理、経営、監督機関の構成員も含みます。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

IV. 暗号資産サービス提供者への規制

1. 概要

MiCA において、暗号資産サービスを EU 域内で提供できるのは、(i)登記上の本店(registered office)を有する加盟国の規制当局から認可を受けた法人等、又は(ii)既存の EU 規制に服する金融事業者であって所定の事前通知手続を加盟国の規制当局に対して行った者に限定されています。

CASP として 1 つの加盟国の規制当局から認可を取得すれば、MiCA のパスポート制度に基づき、EU 全域での暗号資産サービスを提供することが可能となります。

MiCA は、CASP に適用される各種の行為規制を主に顧客保護の観点から定めており、それらは全ての CASP に共通して適用される義務と暗号資産サービスの種類ごとに適用される個別の義務から構成されます。さらに、暗号資産サービスの種類ごとに異なる健全性要件も課されます。

2. 暗号資産サービスの範囲

MiCA は、下表のとおり、暗号資産サービスの種類を定めています。

サービスの種類	業務の概要
暗号資産のカストディ	暗号資産や秘密鍵等の暗号資産へのアクセス手段を顧客に代わって保管・管理する業務
暗号資産の取引所の運営	第三者による暗号資産の売買を集約するシステムの運営業務
暗号資産の金銭や他の暗号資産との交換	自己資金等を用いた顧客との暗号資産の売買・交換の実施業務
暗号資産の注文執行	顧客に代わって暗号資産の売買・申込みを執行する業務
暗号資産の取扱い	募集者等に代わって暗号資産のマーケティングを行う業務
暗号資産の注文の受理・回送	暗号資産の売買注文・申込を受理し、当該注文を第三者に回送する業務
暗号資産の助言の提供	暗号資産関連取引又は暗号資産サービスの利用に関して、個人である顧客の要請又は自身の主導で、取引・利用の推奨を行う業務
暗号資産のポートフォリオマネジメントの提供	顧客による委任に従って、暗号資産を含むポートフォリオを運用する業務
暗号資産の移転	顧客に代わって暗号資産を移転する業務

なお、現状、ノンカストディアル・ウォレットのハードウェア・ソフトウェアの提供、暗号資産レンディングサービス、当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

ブロックチェーン上のトランザクションの検証・承認を行うバリデータ・ノード・マイナー等は規制対象外とされています。

また、プルーフ・オブ・ステーク(Proof-of-Stake)又はそれに類似したブロックチェーンのコンセンサス・メカニズムにおいて、暗号資産をブロックチェーン上のスマートコントラクト等にロックし、バリデータ(検証者)としての権限を得て報酬を受け取る行為(いわゆる「ステーキング」)についても、認可対象となる暗号資産サービスには該当しません。

一方で、仲介業者(ステーキング・サービス提供者)が顧客に代わって顧客保有の暗号資産をステーキングし、そこから得られた報酬を当該業者と顧客との間で分配するステーキング・サービスについては、当該暗号資産又はそれにアクセスする秘密鍵をステーキング・サービス提供者が管理している場合、暗号資産のカストディ業務に付随する行為と解され、MiCA に基づく認可が必要となる旨が [ESMA](#) により示されています。

3. 認可(authorization)

EU 域内での暗号資産サービスの提供を目指す事業者は、加盟国の規制当局から CASP として認可(authorization)を受ける必要があります。

加盟国の規制当局による監督の実効性を担保する観点から、CASP は登記上の本店を、暗号資産サービスに関して実質的な事業活動を行う加盟国に設置することが求められます。また、暗号資産サービスに関する実質的な経営判断の拠点を EU 域内に設置する必要があり、少なくとも 1 名の取締役が EU 居住であることも求められます。

認可取得のプロセスは、通常、登記上の本店を有する加盟国の規制当局との事前相談から始まります。その中で、認可対象となる暗号資産サービスの種類を明確化し、当局との間で認可手続に関する見通しについてすり合わせを行います。その後、認可申請に必要な書類及び情報を当局に対して提出します。当局が、必要な情報が不足していると判断した場合、認可審査が正式に開始され、最大 65 営業日以内に認可の可否が申請者に通知されます。

4. 通知(notification)

一定の EU 規制に服する金融事業者は、加盟国の規制当局に対して所定の通知(notification)を行い、当該当局から容認された場合、上記の認可を受けることなく、MiCA で指定された種類の範囲内で暗号資産サービスを提供することが認められています。

EU 規制に服する金融事業者には、信用機関、証券集中保管機関、MiFID II で規制された投資サービス会社、市場運営者、電子マネー機関、UCITS 運用会社、オルタナティブ投資ファンド運用会社(以下「AIFM」といいます。)が該当します。MiCA は下表のとおり、これらの金融事業者ごとに、CASP の認可を受けずに提供できる暗号資産サービスの種類を定めています。例えば、信用機関は全ての種類の暗号資産サービスを提供可能なのに対

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

して、投資サービス会社、UCITS 運営会社、AIFM は、既存の金融規制下で取得している認可に基づき提供している金融サービスに相当する暗号資産サービスのみ提供可能です。

EU 規制に服する金融事業者	提供可能な暗号資産サービスの種類
信用機関	全ての種類の暗号資産サービス
証券集中保管機関	暗号資産のカストディ
投資サービス会社 ^(注)	暗号資産の移転を除く全ての種類の暗号資産サービス
市場運営者	暗号資産の取引所の運営
電子マネー機関	(自己が発行する電子マネートークンについての)暗号資産のカストディ、暗号資産の移転
UCITS 運用会社 ^(注)	暗号資産の注文の受理・回送、暗号資産の助言の提供、暗号資産のポートフォリオマネジメントの提供
AIFM ^(注)	暗号資産の注文の受理・回送、暗号資産の助言の提供、暗号資産のポートフォリオマネジメントの提供

※これら 3 種の金融事業者においては、提供可能な暗号資産サービスの種類は、MiFID II 等の既存の金融規制下で取得している認可に基づき提供している金融サービスに相当するものである必要があります。

上記の金融事業者は、暗号資産サービスの提供を開始する 40 営業日前までに、金融事業者としての認可を受けた加盟国の規制当局へ所定の情報を通知する必要があります。必要な情報が通知されているかについての当局の審査期間は原則として 20 営業日(最大 40 営業日まで延長可能)とされていますが、当局は情報の過不足の判断について裁量を有しており、不足があると判断された場合には暗号資産サービスの提供を行うことはできない点には留意が必要です。

5. パスポート制度

MiCA のパスポート制度に基づき、1 つの加盟国の規制当局から認可を受けた CASP は、当該認可の対象となる暗号資産サービスを EU 全域にわたり提供することが可能となります。認可を取得した加盟国以外の国に現地支店等の物理的拠点を設置する必要もありません。

MiCA におけるパスポート制度は MiFID II での枠組みに類似しており、CASP が認可を取得した加盟国の規制当局に対して「パスポート通知(passport notification)」を提出することが最初のステップとなります。当該通知には、提供を予定する暗号資産サービスの一覧及びそれらのサービスを提供しようとする加盟国の一覧等を記載する必要があります。当該規制当局は、提出されたパスポート通知の内容を確認した上で、サービス提供が予定されている加盟国、ESMA 及び EBA に対して通知内容を送付し、通知が完了した旨を CASP に対して通

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

達します。CASP は、原則としてその通知を受領した時点で、又は、遅くとも通知提出から 15 日を経過した時点で、パスポート通知で示した各加盟国において、暗号資産サービスの提供を開始することが可能となります。

6. CASP に適用される義務

全ての CASP に共通して適用される義務としては、顧客の最善の利益のために誠実かつ公正に行動する義務、適切なガバナンス体制の構築義務、顧客資産の保全に係る義務等が挙げられます。一方で、提供する暗号資産サービスの種類ごとに適用される個別の義務⁴¹も存在しています。

CASP に適用される健全性要件は、提供する暗号資産サービスの種類に応じて、固定額又は前年固定間接費を基準とした額のいずれか高い方として設定されています。具体的には、CASP は、常に、以下のいずれか高い方の金額に相当する健全性資産(prudential safeguards)⁴²を確保しておく必要があります。

- 提供するサービスの種類に応じた下記の最低資本金額
- 前年固定間接費の 25%

サービスの種類	最低資本金額
暗号資産の注文執行、取扱い、移転、注文の受理・回送、助言の提供、ポートフォリオマネジメントの提供	5 万ユーロ
暗号資産のカストディ、金銭や他の暗号資産との交換	12.5 万ユーロ
暗号資産の取引所の運営	15 万ユーロ

V. 市場濫用行為に関する規制

1. 概要

MiCA 前文 95 は、暗号資産の発行者及び CASP の多くは中小企業であるため、MiFID II の市場濫用行為に関する規制を全て適用するのは適切ではなく、暗号資産市場に対する投資家の信頼性や市場の健全性を損ねるような行為に限定して規制を行うべきであるとの立場を明らかにしています。この考え方のもと、MiCA は、暗号資産市場における濫用行為として、暗号資産に関するインサイダー取引、インサイダー情報の不当開示、相場操縦等を禁止しています。

⁴¹ 例えば、暗号資産のカストディについては、所定の事項を含む契約締結義務、顧客名義のポジションの登録簿の保管・更新義務、カストディポリシーの策定・実施義務、四半期ごとの顧客へのポジション情報提供義務、暗号資産等の返還義務、自己保有暗号資産との分別管理義務、喪失した暗号資産の価値に係る賠償義務等が規定されています。

⁴² 大要、一定の要件を満たす資本又は保険契約等によりカバーされる必要があります。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

2. 市場濫用行為に関する規制の適用範囲

MiCA の市場濫用行為の禁止に関する規制は、(i) EU 域内又は第三国で行われる、(ii) 暗号資産サービス提供者運営の取引所で取引されている、又は上場申請中の暗号資産に関する、(iii) 取引、注文その他の行為(取引所での行為か否かを問わず不作為を含みます。)に適用されます。

3. インサイダー情報に関する規制

MiCA は、インサイダー情報を利用した暗号資産の取引等を禁止しています。禁止される類型は、大要、以下のとおりです。

- インサイダー情報を利用して、当該情報の保有者⁴³が、自己又は第三者の計算で当該情報が関連する暗号資産の取得・処分を行った場合(以下「取得処分」といいます。)
- インサイダー情報を利用して、当該情報の保有者が、当該情報が関連する暗号資産についての注文(インサイダー情報取得前に発注したものに限り、)の撤回・修正を行った場合(以下「撤回修正」といいます。)
- インサイダー情報の保有者が、他者に対して、当該情報が関係する暗号資産の取得・処分又は注文の撤回・修正の勧奨・誘導を行った場合
- 上記の勧奨・誘導を受けた者が、当該勧奨・誘導がインサイダー情報に基づくものと知っていた又は知るべきであったにもかかわらず、取得処分又は撤回修正を行った場合

インサイダー情報には、大要、以下のような情報が該当するとされています。

- ① 発行者、募集者、上場申請者又は暗号資産に直接的又は間接的に関連し、
- ② 非公開かつ具体性を有するものであり、
- ③ 仮に公表された場合には、当該暗号資産や関連する暗号資産の価格に重要な影響を与える可能性が高い情報

なお、上記のインサイダー情報には、顧客のために暗号資産の取引を執行する者が保有する未処理の顧客注文に関する情報も含まれ得ます。

また、MiCA は、発行者、募集者及び上場申請者に対して、自らに直接関係するインサイダー情報を可能な限り速やかに開示することを求めています⁴⁴。この開示は、マーケティング活動と併せて行うことは許されず、また、ウェブサイト上で少なくとも 5 年間にわたり掲載することが求められます。

⁴³ インサイダー情報の保有については、原則として、職務、持株、雇用関係、その他の手段を通じて知った場合が該当します。また、法人についても、その意思決定者を通じて適用されます。

⁴⁴ 正当な利益を保護するため等、MiCA で定める一定の条件を満たす場合には、開示を遅らせることが認められています。但し、開示の遅延には、加盟国の規制当局への報告義務が伴います。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

一方で、MiCA は、業務等での開示の例外を除き、インサイダー情報の保有者に対し、他者に対する当該情報の違法な開示を禁止しています。

4. 相場操縦規制

MiCA は、見せ玉、価格固定・釘付け、偽装売買、風説の流布等を含む、暗号資産の相場操縦行為を禁止しています。

VI. さいごに

MiCA は、これまで各国ごとに異なっていた暗号資産に関する規制を EU 域内で統一することで、事業者にとっての法的確実性を高めるとともに、投資家保護や金融安定性の確保を図る重要な枠組みです。その適用範囲は、暗号資産の発行・募集・上場から、暗号資産サービス提供者への認可制度、市場濫用行為に関する規制まで多岐にわたっており、MiCA の本格的な運用が進む中で、その解釈・運用に関する実務が蓄積していくと思われます。

一方で、分散型金融(DeFi)や暗号資産レンディング等、今のところ MiCA の対象外とされている分野については、今後の技術的進展や市場の成熟に応じて、さらなる制度的整備が行われる可能性もあります。実際、ESMA や ECB といった EU 機関をはじめ、各国の規制当局も継続的な検討を進めているため、実務上、EU 域内の規制動向を適時把握することが重要といえるでしょう。

本ニュースレターが、MiCA の全体像の理解と、実務対応を検討する上での一助となれば幸いです。