# 受益者か無担保債権者か

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland and Germany),
Solicitor (England & Wales and Hong Kong)
Of Counsel, KGP Legal LLC
alexander.ressos@kgplegal.com.sg
www.ressos.com.sg

## 利用規約の分析

破綻したプラットフォームの顧客が現物で資産を回収できるか、配当を受け取るにとどまるかは、規約における関係の性質決定によって決まります。分析は三つの段階からなります。第一に、顧客が実質的所有権（beneficial ownership）を保持しており、プラットフォームが資産を信託として保有していたかどうかです。そのためには、第II章で論じた確定性の要件、特に信託を設定する意思が必要です。*Quoine*事件で控訴院は、内部的な分別管理のみからこの意思を推認することを拒みました。[1] 第二に、顧客がプラットフォームに権原を移転した場合、プラットフォームはその見返りに何を約束したかです。プラットフォームが資産を自己のものとして使用でき、同等の資産に利息を付して返還しなければならない利回り商品は、貸付けです。顧客は貸主であり、無担保債権者です。第三に、規約が曖昧であるか、商品ごとに整合していない場合、どの規約がどの資産に適用されるかです。Zipmexの仕組みがこの点をよく示しています。取引用ウォレット内の資産は顧客のために保有されており、返還されまし

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

た。利回り用ウォレット内の資産は、そのような使用を認める規約に基づいてBabelとCelsiusに転貸されていたため、その商品の顧客は債権者となりました。

2023年1月の米国破産裁判所による*Celsius*事件の決定は、最も多く引用される外国の先例です。裁判所は、Celsiusの「Earn」プログラムの規約は預け入れられた暗号資産の権原を明確にCelsiusに移転するものであり、したがって資産は破産財団に属し、顧客は無担保債権者であると判示しました。[2] シンガポールの裁判所も、同じ規約であれば同じ結論に達するでしょう。ここでも教訓は、文言がすべてを決めるということです。

## 顧客が確認すべき点

プラットフォームの倒産リスクを評価する顧客は、規約について次の五つの点を確認すべきです。プラットフォームは、顧客資産を信託として保有すると定めているか、それとも権原が移転すると定めているか。資産を貸し付け、ステーキングし、担保に供し、その他の方法で使用する権利を留保しているか。特定のウォレットで顧客資産を分別管理し、準備金証明（proof of reserves）を公表しているか。倒産時に顧客は債権者として扱われると定めているか。出金停止によってプラットフォームの義務が停止されると定めているか。最後の条項はHodlnautの規約にはなく、そのため裁判所は、停止期間中も責任が発生し続けたと認定しました。[3] MASのライセンスを受けたカストディアンについては、顧客資産を信託として保有し分別管理しなければならないため、最初の三つの問いには現在、規制によって答えが与えられています（第K部第II章）。利回り商品、オフショアのプラットフォーム及び無ライセンスのサービスについては、これらの問いは依然として未解決です。

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

## クライアントからの質問

「モラトリアムを申し立てたシンガポールのプラットフォームに12ビットコインを預けていました。それはまだ私のものですか。」答えは、どの商品でそれを保有していたか、そして規約が何を定めているかによります。信託を宣言する規約の下でカストディ用または取引用のウォレットに保有されており、プラットフォームが顧客資産を分別管理していた場合、あなたは受益者です。ビットコインは一度もプラットフォームに帰属したことがなく、プール内に不足があればその按分負担を条件として、返還されるはずです。プラットフォームによる使用を認める規約の下で利回り商品またはEarn商品に保有されていた場合、あなたはそれを貸し付けたのであり、その価額について無担保債権者となります。あなたの請求は、裁判所またはスキームが定める日に通貨建ての金額に換算され、あなたは配当を受け取ることになります。あなたが承諾した規約の正確な版を日付とともに、また資産が保有されていたウォレット・アドレスとあわせて、開示を求めてください。この二つの資料が結論を決めます。

## 注

1. *Quoine Pte Ltd v B2C2 Ltd* [2020] SGCA(I) 02 at [144]–[146]。 ↩
2. *In re Celsius Network LLC*, 647 B.R. 631 (Bankr SDNY 2023)（Glenn J）。利用規約に基づき、Earnプログラムの資産は破産財団に属すると判示したもの。 ↩
3. *Loh Cheng Lee Aaron v Hodlnaut* [2023] SGHC 323 at [15]。 ↩

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

## Disclaimer

This article is provided for general information only. It is based on publicly available sources as at its date of publication. These sources have not been independently verified against licences, regulatory registers or the records of the entities concerned. It is not legal, tax, financial or investment advice. Nor is it a recommendation to invest in, transact with or use the services of any entity mentioned. Law and regulation change frequently, so the content may be incomplete or outdated. To the fullest extent permitted by law, Dr Alexander Ressos and the publisher of SingaporeIQ exclude all liability for loss or damage arising from the use of or reliance on this article. Readers should obtain advice on their specific circumstances before acting or refraining from action.

Names and trademarks of the entities discussed belong to their owners and are used for identification only. Their mention implies no endorsement, affiliation or allegation of wrongdoing. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. Corrections and updates: contact@ressos.com.

© 2026 Dr Alexander Ressos. This article may be quoted with attribution to SingaporeIQ (SingaporeIQ.com). Reproduction in full and any commercial use require prior written consent. The Legal Terms at https://singaporeiq.com/legal-terms apply.

Author contact: Dr Alexander Ressos, TEP · contact@ressos.com