

トークンを活用した不動産投資 の可能性と法的枠組み

2020年1月15日

TMI総合法律事務所
パートナー弁護士 成本治男



1. セキュリティトークン・STO

<セキュリティトークンとは>

1. 米国の法律上で証券(セキュリティ)とみなされるトークン

←日本法では、資金決済法上の「暗号資産」に該当するものも含まれる。

2. 日本法(改正金融商品取引法)上の「電子記録移転権利」に該当するもの

←日本法上、「電子記録移転権利」に該当するものは「暗号資産」には該当しない。

3. 株式や債券、不動産、特許、著作権、サービス利用権、金銭債権、コモディティ(金、石油等)など、価値の裏付けがある様々な資産をブロックチェーンを用いてデジタル化したもの

=トークナイズドアセット(Tokenised assets)

←日本法上は、(i)「電子記録移転権利」に該当するもの、(ii)「暗号資産」に該当するもの、(iii)いずれにも該当しないもの、に分類されると思われる。

cf. 「ユーティリティトークン」とは、あるサービスを利用するための有用性(Utility=ユーティリティ)をもつトークン(例、イーサリアムなど)

1. セキュリティトークン・STO

<ICO (Initial Coin Offering) とは>

図表 ICOのスキームのイメージ



[ICOのながれ]

- ① 発行者がトークンを発行
- ② 利用者が法定通貨又は仮想通貨でトークンを購入
- ③ 利用者間でのトークンの売買又は仮想通貨との交換が可能な場合が多い

1. セキュリティトークン・STO

<ICO (Initial Coin Offering) とは>

- 金融庁『ICO(Initial Coin Offering)について～利用者及び事業者に対する注意喚起～』
(平成29年10月27日付)
 - ・「一般に、ICOとは、企業等が電子的にトークン(証券)を発行して、公衆から資金調達を行う行為の総称です。トークンセールと呼ばれることもあります。」
 - ・「ICOにおいて発行される一定のトークンは資金決済法上の仮想通貨に該当し、その交換等を業として行う事業者は内閣総理大臣(各財務局)への登録が必要になります。」
 - ・「また、ICOが投資としての性格を持つ場合、仮想通貨による購入であっても、実質的に法定通貨での購入と同視されるスキームについては、金融商品取引法の規制対象となると考えられます。」
- 日本仮想通貨事業者協会(JCBA)『イニシャル・コイン・オファリングへの対応について』
(2017年12月8日付)
 - ・「ICOによるトークンの発行時点では国内又は海外取引所において取り扱われていないとしても、「発行者による制限なく、本邦通貨又は外国通貨との交換を行うことができる」又は「発行者による制限なく、1号仮想通貨との交換を行うことができる」という考慮要素を充たす場合には、金融庁事務ガイドラインに照らせば、トークン発行時点で仮想通貨に該当するものと考えられる。具体的には、トークンの発行時点において、将来の国内又は海外の取引所への上場可能性を明示又は黙示に示唆している場合はもちろん、そのような示唆が存在しない場合であっても、発行者が、本邦通貨又は外国通貨との交換及び1号仮想通貨との交換を、トークンの技術的な設計等において、実質的に制限していないと認められる場合においては、仮想通貨に該当する可能性が高いため、仮想通貨に該当しないとする個別具体的な合理的事情がない限り、原則として、トークン発行時点において、資金決済法上の仮想通貨に該当するものとして取り扱うことが適当と考えられる。」

1. セキュリティトークン・STO

<米国の状況>

- 2018年6月、米証券取引委員会（SEC）の幹部により、ビットコイン（BTC）とともにイーサリアム（ETH）も有価証券とは見なされないとの見解が公表。
- 2018年9月、SEC委員長により、SEC職員の出した声明は、彼らの個人的見解を表したものであり、それ自体に法的な拘束力はなく、強制力や義務の発生するものではないとの見解を公表。
- ビットコイン（BTC）及びイーサリアム（ETH）以外の多くのトークンは有価証券に該当すると解されている。（Howey Test + 「十分に分散化され、管理者が不在であるといえるか。」）
※ Howey Test—(1)発起人又は第三者の努力にのみ依拠した (2)共同事業からの (3)収益を期待して行われる (4)金銭の投資、という審査基準
- 2018年11月「米SECが仮想通貨ICOに罰金、未登録のトークン販売に違法判決」
- 2019年4月米SECがICOのガイドラインを追加（主にHowey Testの基準解説）
- 証券法に準拠した「Security Token（セキュリティトークン）」の発行（STO/Security Token Offering）に注目が集まり、発行事例も出だしている。

1. セキュリティトークン・STO

<セキュリティトークン/STOの位置付け>

「ICOの後継手段としてのセキュリティトークン/STO」

&

「証券化・小口化の発展形としてのセキュリティトークン/STO」

Cf.「IEO(事業者がトークンの発行を仮想通貨交換所に委託して行う資金調達)」

**発行体が取引所に委託して行う
トークンを利用した資金調達**



2. セキュリティトークン・STOの事例(不動産)

<米国の事例①>

- 2018年8月、大手クラウドファンディング会社であるIndiegogoとSTOプラットフォームを提供しているTEMPLUMのサポートにより実施された不動産(ホテル)への投資セキュリティトークンオファリング(約20億円の調達を完了)

INDIEGOGO

Explore What We Do

For Entrepreneurs

Start a Campaign

Sign Up

Log In

THE ASPEN DIGITAL SECURITY TOKEN



St. Regis Aspen Resort Luxury Real-Estate Security Token Offering

Aspen Digital Inc is proposing to sell Aspen Coins, presenting purchasers with a unique opportunity to gain an indirect fragmented equity ownership stake in the St. Regis Aspen Resort in Aspen Colorado, an iconic trophy property.

LEARN MORE



2. セキュリティトークン・STOの事例(不動産)

<米国の事例②>

▶ 2018年10月11日日経新聞「仮想通貨で不動産ファンド 流動性強み、NYの物件に投資」
「米国で仮想通貨型の証券をベースにした不動産ファンドの発行が始まった。機関投資家や富裕な個人を対象にした初のファンドだ。ニューヨークの商業不動産に投資して家賃収入や物件売却益を得る。投資家はファンドの持ち分を仮想通貨で受け取り、その持ち分を仮想通貨交換会社で日々売買できるのが特徴。仮想通貨を利用して流動性を高めることが売りで、投資家の注目を集めている。」

「このファンドを考案したのが、不動産投資ファンドなどを運用する米投資会社リーシウム・パートナーズの共同創業者兼最高経営責任者(CEO)のスティーブ・シラム氏だ。」

「これに着目したシラム氏はファンドの持ち分を仮想通貨を使った「トークン」に置き換えた。投資家はファンドからお金を引き上げたい場合、償還期限を待たずにトークンを仮想通貨交換会社で売却すればよい。一方、トークンを購入した投資家は新たにファンドの持ち分を取得する。この不動産ファンドは投資家の資金を償還期限まで返すことなく、安定して不動産物件の購入・運用に専念できる。投資対象はオフィスビルなどニューヨークの商業不動産だ。」

「9月から機関投資家向けに説明会を始めた。10～12月期には個人向けにもネットで説明会を予定する。ファンドの運用資産目標は2億5000万ドル。リターンは年率10～12%を目指す。仮想通貨交換会社は現状、「オープン・ファイナンス」という取引企業を利用する予定だ。将来はナスダックなどの大手証券取引所の参入を見込み、一段の流動性向上を期待している。」

2. セキュリティトークン・STOの事例(不動産)

<米国の事例③>

➤ 2019年1月17日日経新聞「「トークン不動産」NYに ブロックチェーン使い権利証」

「米国で仮想通貨などの基盤技術であるブロックチェーン(分散型台帳)を使った不動産投資が登場している。物件を裏付けとしたトークン(デジタル権利証)を投資家が受け取り、賃料収入や売却益を得る仕組みだ。投資家が簡単な手続きで購入できるメリットがあるが、トークンの売買の流動性など課題も多い。」

「ニューヨーク・マンハッタン。人気のイーストビレッジ地区に各戸約158平方メートル、全12戸の高級コンドミニアムがまもなく完成する。この物件が話題を呼ぶのは、マンハッタンで初の「トークン不動産」になるからだ。」



「ブロックチェーンはインターネット上で売買取引や契約内容の記録を利用者が共有する仕組み。この技術を使い、不動産などの実物資産を裏付けにして組成されるのがトークンだ。トークンの発行や投資家への販売は証券会社などの金融機関が手がける。」

「マンハッタンの物件では、米証券のプロペラー・セキュリティーズがテクノロジー会社のフルイディティと組み、この不動産を担保にしたトークンを発行。投資家から約3000万ドル(約32億円)の資金を集めた。審査に一定の時間がかかる銀行の融資に頼らず、物件の完成までこぎ着けた。」

2. セキュリティトークン・STOの事例(不動産)

<イギリスの事例①>

- 英国 Smart Lands 社が Nottingham Trent University 等の学生向けの寮(124室)をトークン化。最低投資単位は500ポンドでファンド期間は3年。総額1400万ドルを調達。



2. セキュリティトークン・STOの事例(不動産)

<イギリスの事例②>

➤約700億円の不動産開発プロジェクトをセキュリティトークン化 ——tZEROプレスリリース(2019年10月)

eコマース大手オーバーストック・ドットコム(Overstock.com)のセキュリティトークン・プラットフォーム「tZERO」と「テゾス・ファウンデーション(Tezos Foundation)」は、5億ポンド(約6億4300万ドル、約700億円)をトークン化する不動産開発プロジェクトで提携した。

2019年10月30日(現地時間)の発表によると、ブロックチェーン・スタートアップの2社は、イギリスを拠点とするアライアンス・インベストメント(Alliance Investments)が融資した資産の一部をトークン化し、投資家に提供する。

最初のトークン発行は2020年第1四半期に予定されている。tZEROはマンチェスターで進行中のウォーターフロント開発を対象に、2000万ポンドの株式に相当するセキュリティトークンを発行する。住居、学生用の宿泊施設、商業施設、ホスピタリティ施設など、他の不動産開発も数年をかけてトークン化される予定。

テゾスは「デジタル資産とスマートコントラクトを展開、移動、保管」するためのベースインフラとして機能し、その後、SECに登録されたtZEROの子会社「PRO Securities」の代替取引システムでの二次取引に提供される。

2. セキュリティトークン・STOの事例(不動産)

<フランスの事例>

- 評価額8億円相当の不動産、フランス初ブロックチェーン上で売買成立
——米Forbes誌報道(2019年6月)

フランス・パリのAnnA Villaという不動産が、フランスで初めてブロックチェーン上で取引されたことが6月30日、米Forbes誌の報道により明らかとなった。取引はブロックチェーン投資基盤を提供するフランス企業Equisafeの提供するサービスによって、Ethereumのブロックチェーン上で発行されたトークンを用いて行われた。

販売されたのはパリ市内の建造物で、評価額は650万ユーロ(8億円相当)。同国の不動産会社Sapeb ImmobilierとValorcimに売却された。販売時、まず建物の所有権を合資会社SAPEB AnnAに譲渡する。EquisafeがSAPEB AnnAの権利を100個のトークンに分割してブロックチェーン上で発行。その後2つの不動産会社にトークンを分配した。このトークンはさらに1万分の1の単位まで分割することが可能だという。つまり、最小6.50ユーロ(800円相当)から不動産の権利を売買できるようなモデルとなる。

2. セキュリティトークン・STOの事例(不動産)

<日本不動産の事例①>


➤ BitOfProperty Pte Ltd(シンガポール法人)

BitOfProperty allows investors to invest in real estate by purchasing BITS, which represent ownership of the listed rental properties.

YIELD 5.60% IRR 7.30% TARGET € 166,000

Senbonkita

📍 SenbonKita 1-17-41, Osaka, Japan



北東側バース

| DETAILS | |
|------------------------|------------|
| Target Amount | € 166,000 |
| Invested Amount | € 2,887.52 |
| Min. Investment Amount | € 50 |
| Est. Net Rental Yield | 5.60% |
| Est. Capital Growth | 4.00% |
| IRR | 7.30% |
| Investment Period | 5 YEARS |

| | |
|----------------|---------|
| TIME REMAINING | 15 Days |
|----------------|---------|

| PROGRESS BAR | |
|--------------|-----------|
| 1.74% | |
| € 2,887.52 | € 166,000 |

01/05

- OVERVIEW
- MARKET OVERVIEW & OPPORTUNITY
- CAPITAL STRUCTURE & PAYMENT SCHEDULE
- DOCUMENTS
- LOCATION


← 01/ 010 →

GENERAL
The Senbonkita project will see the renovation of one fully functional guesthouse in Nishinari district in Osaka, Japan. After renovation works, this apartment will be rented out on a rent-to-rent basis by an experienced local property management company. BitOfProperty investors have the opportunity to acquire this house and start earning monthly fixed rental income.

DEVELOPER / SELLER
The company who is responsible for this project's renovation works and sale procedures is Fukuya Real Estate Sales Co. Ltd. Since their establishment in 1965, Fukuya Group has focused on two main factors which are Work Speed and Customer First. They are a real estate brokerage company who centers their business on real estate sales, but at the same time also takes care of several real estate related fields. With over 90 agent shops spread across Japan, they have a successful record of 40,000 sales in the past 5 years. The other real estate related fields which Fukuya Group covers are construction, renovation, asset management, property insurance and even moving support. Visit their homepage at [http:// www.fukuya-k.co.jp](http://www.fukuya-k.co.jp).

PROPERTY MANAGER
The company who is responsible for property management locally for this project is LIFULL Co., Ltd. This is a company that operates real estate and

Fill out a survey and win Grab/Uber giftcard!



2. セキュリティトークン・STOの事例(不動産)

<日本不動産の事例②>

➤株式会社リード・リアルエステート × Securitize Inc. (2019年10月22日リリース)

Yesterday, Tokyo-based Lead Real Estate said it would develop condominiums and hotels ahead of the Japan Olympics 2020 by using funds raised through issuing security tokens. The company which was founded in 2003 plans to issue digital tokens for upcoming properties in Ginza, Shinjuku, Shibuya, Ebisu, Shinagawa, and Meguro using the Securitize platform.

(引用元: <https://www.ledgerinsights.com/tokyo-real-estate-tokenization-blockchain-olympics-2020/>)

2. セキュリティトークン・STOの事例(事業)

<米国の事例①>

- 2018年7月、米国サンフランシスコ拠点の電気スクーターのスタートアップ企業であるスピンが、セキュリティトークン・オファリング(STO)で1億2500万ドル(約138億4000万円)を調達する見込みとの報道。投資家には事業収益の一部を配当する内容のトークン(有価証券)を発行。



Electric Scooter Startup Spin Seeks \$125 Million In 'Security Token Offering'

2. セキュリティトークン・STOの事例(事業)

<米国の事例②>

- tZEROが映画製作会社Vision Treeと共同でAtari創業者のNolan Bushnell氏の伝記映画の権利をトークン化し、4000万ドルを調達する計画を発表(2019年7月)。

tZERO announced today that it has entered a partnership with the producers of the upcoming movie, “Atari: Fistful of Quarters,” to tokenize the first major theatrical motion picture. This will be the first time the film industry leverages the power of blockchain technology, marking yet another milestone towards tZERO’s goal to revolutionizing capital markets. tZERO will develop the Bushnell token, sold by the film production and financing company, Vision Tree.

Vision Tree announced in March 2018 that it planned to raise as much as \$40 million with the sale of the Bushnell token. Bushnell token owners, in addition to receiving shares of movie earnings, also play an interactive role in the film’s development. Token owners have received additional benefits such as being able to vote on the movie’s trailer and even have a say in choosing the movie cast.

2. セキュリティトークン・STOの事例(事業)

<タイの事例>

- On November 9th 2019, Via East West Capital (VEWC) announced a Security Token Offering featuring Legend Siam Theme Park, a cultural theme park in Thailand. The STO will be powered by VEWC's own private blockchain, where a Reg D filing was made with the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). With a capacity to hold 20,000 visitors, the project has a value totaling \$131 million.



2. セキュリティトークン・STOの事例

<日本における動向①:2019年8月ケネディクス(株)第2四半期決算説明資料> デジタルセキュリタイゼーション

- ✓ 不動産投資市場の未来像を展望し、フィンテックを利用した新たなビジネスを立ち上げるため、専門部署を設立

専門部署の設立

デジタルセキュリタイゼーション推進室

- ✓ 2019年第4四半期を目途に設立予定
- ✓ **セキュリティトークン***を活用した不動産投資プラットフォームビジネスを検討
- ✓ 法制度の整備状況を調査し、事業化の検討を開始
- ✓ 先行するクラウドファンディング事業 (bitREALTY) との連携も視野に

不動産投資市場に流動性・簡便性を付与し、
個人投資家層の拡大を狙う

不動産セキュリティトークンの位置づけ

個人投資家へのアクセス

不動産セキュリティトークン

不動産「トークン化」がもたらす世界

- ✓ 不動産投資商品に流動性を付与
- ✓ 取引の効率化・自動化
- ✓ 24時間365日取引可能
- ✓ 客観的情報開示と取引簡便性向上

クラウドファンディング



J-REIT



不動産小口化商品

*セキュリティトークン（電子記録移転権利）

金商法2条2項各号に掲げる権利のうち、電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示されるもの

2. セキュリティトークン・STOの事例

<日本における動向②:フィンテックAM×デロイトトーマツC×クニエ>

- **セキュリティトークンを用いた不動産証券化の実証実験開始 に関するお知らせ (2019年10月28日付プレスリリース)**

フィンテック アセットマネジメント株式会社は、STOを目的として、デロイトトーマツ コンサルティング 合同会社、株式会社クニエと共同でセキュリティトークンを用いた不動産証券化実証実験を開始します。

不動産証券化においては、投資家を含めたステークホルダーとの間で様々な手続きが必要となり、時間、コストがかかるという側面があることは否めません。そこで、当社グループにおいては、新たに開発されるブロックチェーン技術を用いたシステムを利用することで、これらの側面を少なからず解消し、新しい投資家層を開拓すべく、STOによる不動産証券化という新しい試みに取り組むこととしました。

新たに開発されるシステムは、投資家保護に必要な機能を備え、ブロックチェーン技術を用いることで、セキュリティトークンの発行体と投資家との取引、譲渡等による投資家間の取引を安全に行うことが可能となるなど、投資家にとって有用性の高いものとなることが想定されます。当社グループでは、不動産証券化における新たな資金調達手法として、セキュリティトークンのビジネス面の有用性を検証し、国内のセキュリティトークン市場形成に向けた第一歩を踏み出します。

2. セキュリティトークン・STOの事例

＜日本における動向③：2019年9月30日日本経済新聞電子版＞

デジタル証券の資金調達普及へ業界団体 証券各社、ルール整備目指す

SBI北尾氏が代表に 野村・大和も参加

金融最前線 金融機関

2019/9/30 18:00 | 日本経済新聞 電子版

 保存  共有  印刷     その他▼

証券各社がブロックチェーン（分散型台帳）技術などを使った資金調達「STO（セキュリティ・トークン・オファリング）」の業界団体を10月1日に立ち上げる。SBI証券が主導し、野村証券や大和証券も加わる。デジタル技術を使った資金調達方法として期待が高まるなか、ルール整備に向けた自主規制団体となることを目指す。

新団体の名称は「日本STO協会」で、SBIの北尾吉孝会長が代表理事に就く。野村、大和のほか、ネット証券から楽天証券、カブドットコム証券、マネックス証券が参加する。2020年3月までに自主規制案を取りまとめ、自主規制団体としての認定を目指す。

2. セキュリティトークン・STOの事例

<日本における動向④: MUFG × LayerX>

- 「ST 研究コンソーシアム」の設立およびブロックチェーンを活用した次世代金融取引サービスの開発について(2019年11月7日付プレスリリース)

三菱UFJ 信託銀行は、三菱UFJ モルガン・スタンレー証券、三菱UFJ 銀行と共に、ブロックチェーン技術を活用して証券決済・資金決済の一元的な自動執行を可能にしつつ、投資家の権利保全も併せて実現する基盤の提供を目指し、協力企業全21社と、11月6日に「ST (Security Token) 研究コンソーシアム」(略称 SRC)を設立しました。

本サービスは、Security Token とSmart Contractとを組み合わせ、また将来的に社会実装が見込まれる外部のProgrammable Moneyとの連携により金融取引をプログラムベースで稼動可能にすることで、1つのプラットフォーム上で社債や証券化商品等の“様々な金融商品”を取扱い、24時間365日“いつでも柔軟に”、“どこからでも”専用端末が不要で、小口の個人投資家や海外投資家を含めた“誰とでも”、資金調達や運用を可能としていくことを目指します。

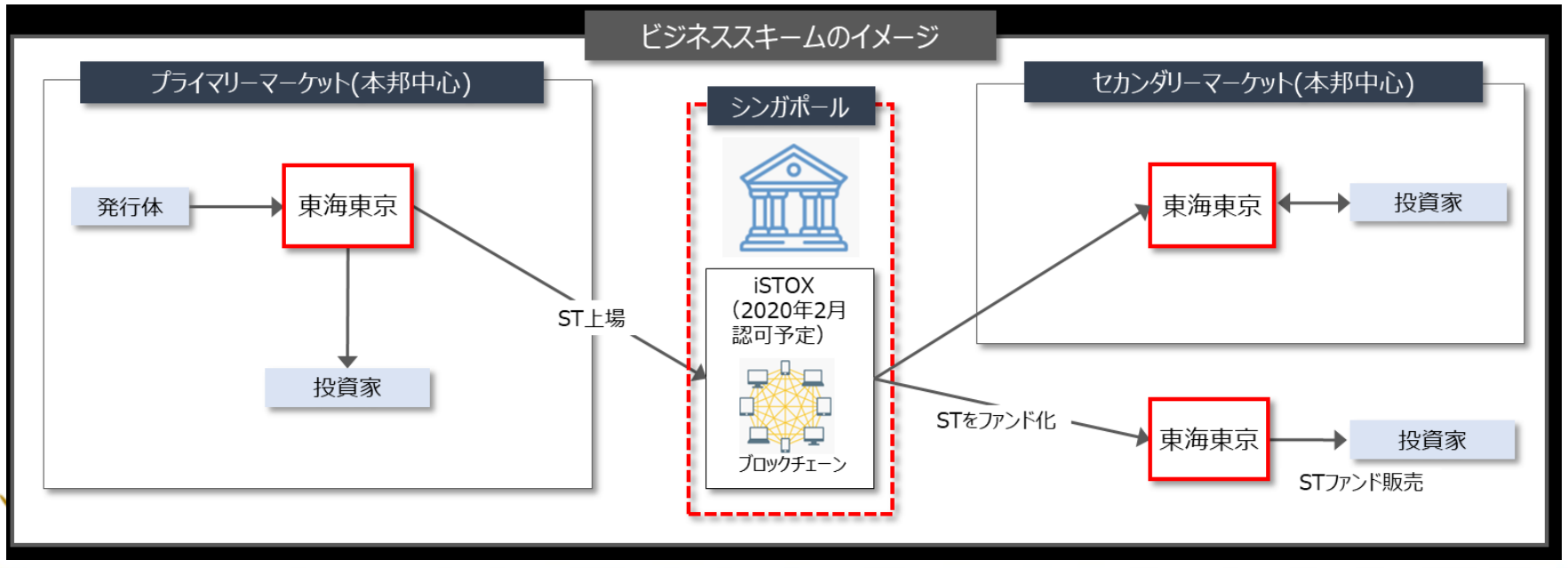
具体的には、現行の社債、または裏付資産に係る信託受益権の権利保有者についての原簿情報をブロックチェーン上に保持し、権利の移転が生じる都度、原簿情報が自動で更新され、法的にも権利を主張可能な状態になります。発行時に各証券に関する情報は全てプログラム化され、期中利払や償還に伴う資金の移動も自動で実行されます。証券の権利移転と同時、かつ自動で資金決済を行うために、本サービスは異なるブロックチェーン上のトークン同士を、第三者を介すことなく交換可能にすることを目指します。

2. セキュリティトークン・STOの事例

<日本における動向⑤: 東海東京フィナンシャル・ホールディングス>

- シンガポールのSTO取引所運営会社ICHX社への出資に関するお知らせ(2019年11月14日付プレスリリース)

当社のシンガポール現地法人である東海東京グローバル・インベストメンツTokai Tokyo Global Investments Pte.Ltd.は、シンガポールでSTO取引所セキュリティトークン取引所を運営するICHXTECH Pte Ltd.Ltd.への出資に係る契約を、ICHX社と締結しましたので、お知らせいたします。



2. セキュリティトークン・STOの事例

<日本における動向⑥:野村ホールディングス・野村総合研究所>

- デジタル証券の発行と取引を行うことができるプラットフォーム「ibet」を公表(2019年11月18日Coin Desk Japan報道)

野村ホールディングス株式会社と株式会社野村総合研究所の合弁会社で、ブロックチェーン技術を活用した有価証券等の権利を交換する基盤の開発・提供を行う株式会社BOOSTRY(ブーストリー)が発表したプラットフォーム「ibet」では、さまざまな権利と取引方法がトークンとして発行され、ブロックチェーン上のスマートコントラクトによってプログラム化される。同社は「取引市場の中間者の役割をプログラムにより実現することで、安全安心なデジタル上での相対取引を実現」するとしている。



セキュリティトークンは株式や債券、不動産などの有価証券をデジタル化したものを指すが、ibetのWebサイトではトークンの例として、「社債」「会員権」「サービス利用権」が挙げられており、当初は債券がデジタル化の対象になるとみられる。

3. 日本法上の「電子記録移転権利」

<日本の状況>

➤ 金融商品取引法改正法(2019年5月31日成立)(以下金融庁資料より引用)

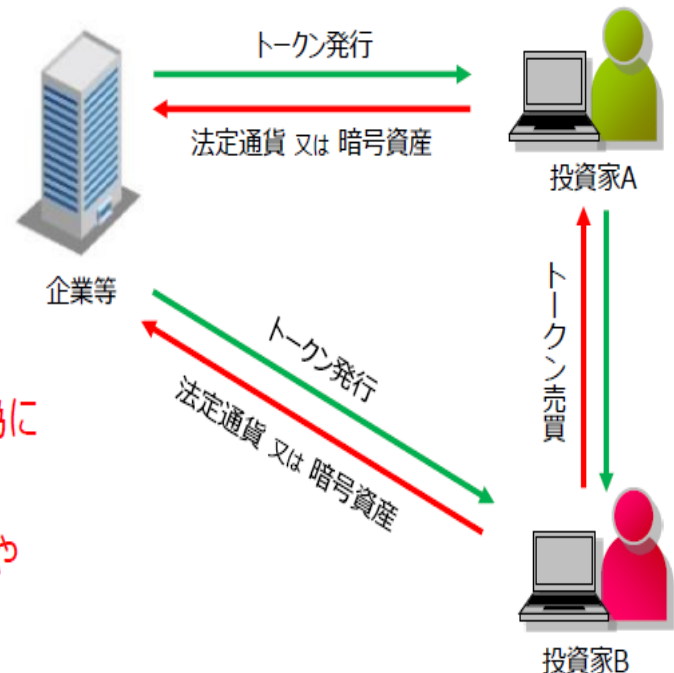
ICO (Initial Coin Offering) への対応

※ICOは、企業等がトークン(電子的な記録・記号)を発行して、投資家から資金調達を行う行為の総称

- 詐欺的な事案も多い等の指摘がある中、ICOに適用されるルールが不明確



- 収益分配を受ける権利が付与されたトークンについて、投資家のリスクや流通性の高さ等を踏まえ、
 - ・ 投資家に対し、暗号資産を対価としてトークンを発行する行為に金融商品取引法が適用されることを明確化
 - ・ 株式等と同様に、発行者による投資家への情報開示の制度やトークンの売買の仲介業者に対する販売・勧誘規制等を整備



3. 日本法上の「電子記録移転権利」

<日本の状況>

➤金融商品取引法改正法(2019年5月31日成立)

- ・「電子記録移転権利」とは、電子情報処理組織を用いて移転する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たものに限る。)に表示される金商法第2条第2項各号に掲げる権利(流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合を除く。)をいう。(改正後金商法第2条第3項)



- ・「第一項有価証券」に該当する(改正後金商法第2条第3項)
- ・資金決済法上の「暗号資産(仮想通貨)」からは除かれる(改正後資金決済法第2条第5項)
- ・「流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合」については政省令で定められる。

3. 日本法上の「電子記録移転権利」

<日本の状況>

➤金融商品取引法改正法(2019年5月31日成立)

- ・「第一項有価証券」に該当すると、...

↓

- ・第一種金融商品取引業が必要となる(改正後金商法第28条第1項第1号)
⇒業として売買を行う者(交換業者)も第一種金商業が必要
- ・セカンダリーマーケットを設けると「私設取引システム」(PTS:Proprietary Trading System)に該当してしまう。
- ・公募に該当する場合には有価証券届出書提出義務があるなどの開示規制の適用を受ける(改正後金商法第3条第3号ロ)
⇒私募にするためには、基本的に、①少数私募(勧誘対象者を49名以内とする)か、又は、②適格機関投資家限定私募(適格機関投資家のみを投資家とする)かのいずれかが必要となる。
- ・第一種少額電子募集取扱業務の対象となる(改正後金商法第29条の4の2第10項第2号)



=株式型クラウドファンディング(1人50万円、総額1億円)は活用できる
(改正後金商法第2条第3項)

3. 日本法上の「電子記録移転権利」

<私設取引システム(PTS)とは>

➤ 金融商品取引法第2条第8項第10号

十 有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であつて、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの(取り扱う有価証券の種類等に照らして取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場(第六十七条第二項に規定する店頭売買有価証券市場をいう。)以外において行うことが投資者保護のため適当でないと認められるものとして政令で定めるものを除く。)

イ 競売買の方法(有価証券の売買高が政令で定める基準を超えない場合に限る。)

ロ 金融商品取引所に上場されている有価証券について、当該金融商品取引所が開設する取引所金融商品市場における当該有価証券の売買価格を用いる方法

ハ 第六十七条の十一第一項の規定により登録を受けた有価証券(以下「店頭売買有価証券」という。)について、当該登録を行う認可金融商品取引業協会が公表する当該有価証券の売買価格を用いる方法

ニ 顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法

ホ イからニまでに掲げるもののほか、内閣府令で定める方法

➤ 定義府令第17条

第十七条 法第二条第八項第十号ホに規定する内閣府令で定める方法は、次に掲げる方法とする。

一 顧客の提示した指値が、取引の相手方となる他の顧客の提示した指値と一致する場合に、当該顧客の提示した指値を用いる方法

二 金融商品取引業者が、同一の銘柄に対し自己又は他の金融商品取引業者等の複数の売付け及び買付けの気配を提示し、当該複数の売付け及び買付けの気配に基づく価格を用いる方法(複数の金融商品取引業者等が恒常的に売付け及び買付けの気配を提示し、かつ当該売付け及び買付けの気配に基づき売買を行う義務を負うものを除く。)

3. 日本法上の「電子記録移転権利」

＜電子記録移転権利に関して想定される問題点＞

- ▶ トークンの移転のみをもって有価証券が移転する法律上の効果が発生するわけではない(トークンはあくまで「デジタル権利証」に過ぎない)
 - トークンの移転をもって有価証券(TK持分や受益権など)の譲渡の対抗要件を具備することはできない。
 - 例えば、トークンの移転をもってTK持分/受益権の譲渡の効力が発生することとし、かつ、当該譲渡の事実が自動的に営業者(合同会社)/信託受託者に通知される仕組みをシステム上構築しておくことで「通知」とみなすことができるか？
 - 仮に「通知」とみなすことができるとしても、第三者対抗要件を具備することはできない(ブロックチェーン上のタイムスタンプも「確定日付」に含まれる法改正が必要)。

3. 日本法上の「電子記録移転権利」

＜不特法1号事業のTK持分を表章するトークンを発行した場合の問題点＞

- 金商法上の有価証券ではないため「電子記録移転権利」には該当しない。
- 不特法1号事業TK持分を表章するトークンは資金決済法上の「暗号資産」に該当するか？
 - ・本邦通貨又は外国通貨との交換及び1号暗号資産との交換を、トークンの技術的な設計等において、実質的に制限していないと認められる場合においては、暗号資産に該当する可能性が高い？それともあくまで「証票」に過ぎない？あるいは「通貨建て資産」？
 - ※「通貨建て資産」: 例えば、銀行預金債権や、前払式支払手段(いわゆる電子マネー)など。
- 不特法1号事業TK持分を表章するトークンを弁済に利用する場合、「前払式支払手段」に該当するか？
 - ・①金額又は数量が記載・記録されること(価値の保存)、②金額・数量に応ずる対価を得て発行される証票等であること(対価発行)、③商品・サービスの代価の弁済等に使用されること(権利行使)の3要件を充足するものとして該当するか？それともあくまで「有価証券」を「代物弁済」しているに過ぎない？

4. セキュリティトークン・STOのメリット

➤「流動性が高まる」

←セカンダリーマーケット・エコシステムが必要

→より幅広い投資家層の取り込みや、より長期のファンドやオープンエンドファンドの組成が可能に

➤「コンプライアンス・投資家要件・配当計算等の自動判別・自動執行」

→証券の発行コスト・維持コストが低減される

→従来の証券化ではコスト面で見合わなかった規模・金額のアセットも対象に

➤「クロスボーダーの資金調達(仮想通貨による出資)」

→世界中の投資家から即時・低コストでの出資を募ることが可能に

←各国の証券法上の取扱いや規制について確認・対応が必要となる

➤「直接金融の実現容易化」

機関投資家(≡中間コスト)を介在させないことにより資金調達コストが低減するとともに、個人投資家からすれば既存の投資商品よりも優良・多様な投資機会を獲得することが可能となる(Win-Winの世界)。

4. セキュリティトークン・STOのメリット

<不動産クラウドファンディング:ビットリアルティ>

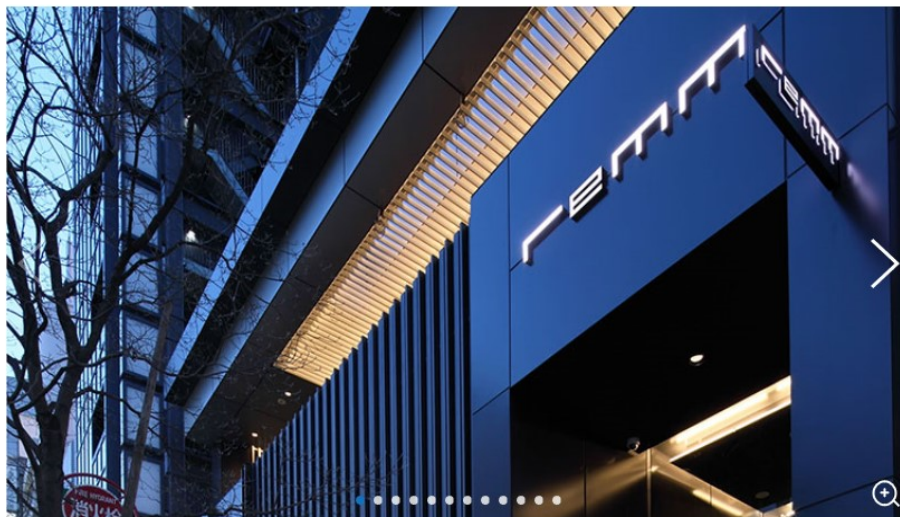


ファンド一覧

bitREALTYについて

オルタナティブ投資 Lab

レム六本木ビル：第1回ローンファンド



ファンド概要

投資対象

マーケット

リスク

運用状況

本件は、六本木駅徒歩1分という都内屈指のロケーションに建つホテル及び商業ビル「レム六本木ビル」を対象とする不動産担保ローン債権へ投資するファンドとなります。レム六本木ビルの不動産信託受益権を保有するSPC（合同会社RRB）に対するジュニアローンの一部を、ケネディクスからビットリアルティが組成するSPC（合同会社BRD3）で取得します。投資家の皆さまは、このSPC（合同会社BRD3）への匿名組合出資を通じて、レム六本木ビルの不動産担保ローン債権への投資を行います。

募集終了

100%

申し込み総額：100,600,000円 / 100,600,000円
ファンド成立下限額：90,540,000円（募集総額の90%）

1口の金額 100,000円
最低投資金額 1,000,000円
（最低投資口数 10口）

[シミュレーションを行う](#)

ファンド申し込みを行うためには会員登録のうえ、ログインしてください。

[会員登録](#)

[ログイン](#)

募集期間 2019/01/29 12:00～
2019/02/07 18:00

想定利回り 2.3%（年換算）

予定運用期間 7カ月

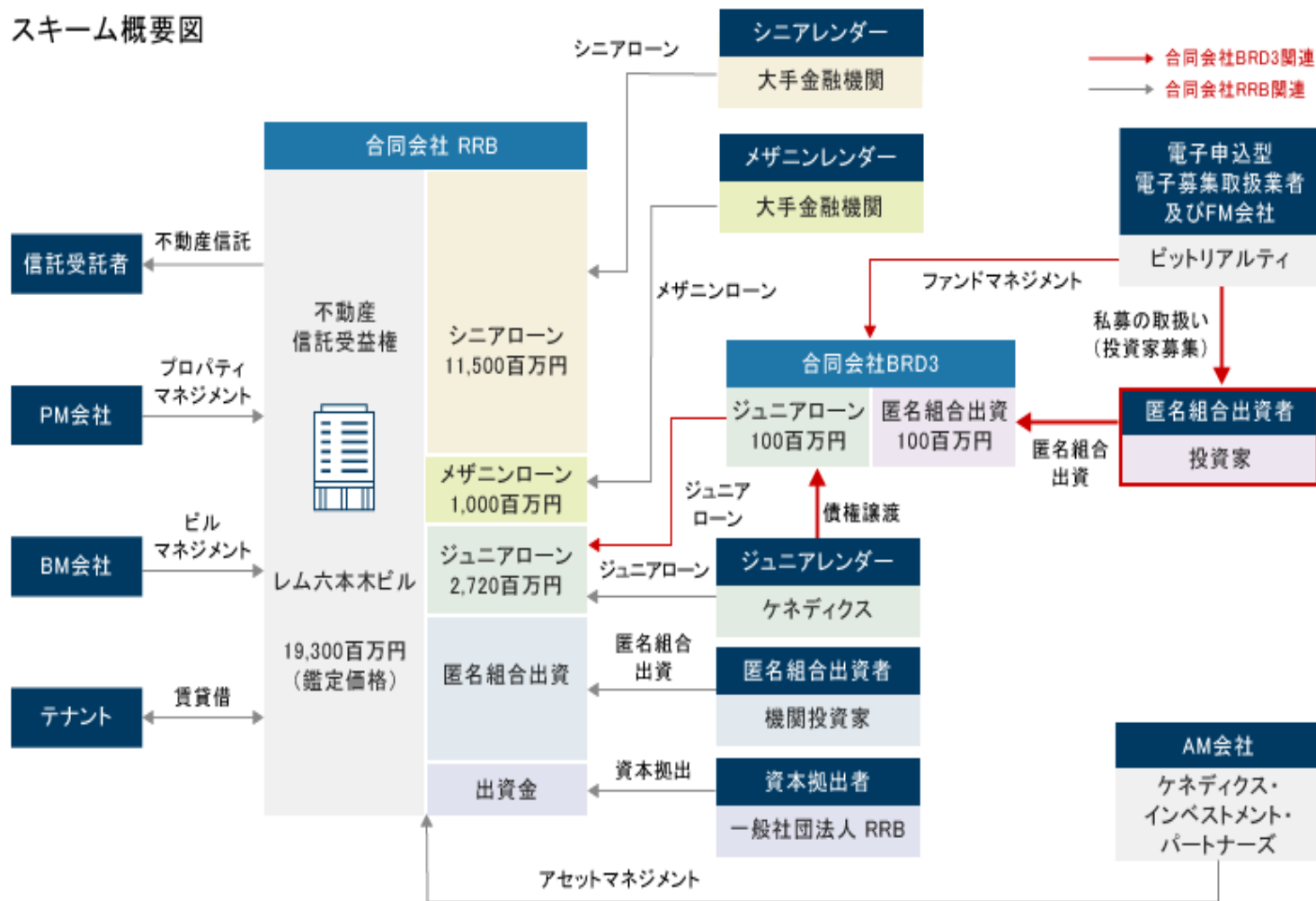
投資対象 ホテル、店舗



4. セキュリティトークン・STOのメリット

<不動産クラウドファンディング:ビットリアルティ>

スキーム概要図



5. 不特法における出資持分の流動性・換金性

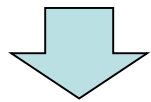
＜既存の上場REITと私募REITの異同＞

| | | 上場REIT | 私募REIT |
|-----|---------|--|---|
| 共通点 | | <ul style="list-style-type: none"> ・投信法に基づく投資法人が発行する投資口 ・ガバナンスや導管性など要件・制度が明確で透明性・安定性が高い ・運用期間の定めがない | |
| 相違点 | 流動性 | <ul style="list-style-type: none"> ・上場REITは証券取引所において売買が可能。 | <ul style="list-style-type: none"> ・私募REITは売買市場は存在せず、一定の条件下での払戻請求のみが可能(又は相対での売買)。 cf. 『shirion.jp』(私募リートセカンダリー取引媒介サイト) |
| | 価格変動リスク | <ul style="list-style-type: none"> ・上場REITはマーケットの変動リスクが存在する(株式市場に連動する傾向)。 | <ul style="list-style-type: none"> ・私募REITは不動産鑑定評価額ベースにより投資口価格が決定される。 |
| | 購入者 | <ul style="list-style-type: none"> ・上場REITは個人も購入可能。 | <ul style="list-style-type: none"> ・私募REITは適格機関投資家に限定される。 |

5. 不特法における出資持分の流動性・換金性

<個人向け非上場不動産オープンエンドファンドのニーズ・必要性>

- マーケットの価格変動リスク・ボラティリティを好まない個人投資家の存在
- 元本の安全度が高い代わりにミドルリスクミドルリターン/ローリスクローリターンの個人向けの不動産投資商品の不存在
- 不動産マーケットの周期を考えると、期限のあるファンドではなく期限のないファンドの方が望ましいのでは



『個人も購入できる私募REITのような投資商品(個人向け非上場不動産オープンエンドファンド)』

→「貯蓄から資産形成へ」

※海外においては個人も購入できる非上場の不動産オープンエンドファンドが存在する

Cf. ドイツの「Offene Immobilien-Publikumsfonds」

アメリカの不動産クラウドファンディング企業であるFundrise社の「eREIT」やRealty Mogul社の「Mogul REIT」(ハイイールド型のMogul REIT I、及び、Value add型のMogul REIT II)など

5. 不特法における出資持分の流動性・換金性

<不特法型クラウドファンディング:i-Bond(マリオン)>

商品

PRODUCTS

i-bond

予定分配率/年**1.50%** (税引前)

| | | | |
|----------------------|--------------|----|-----|
| 総募集金額 (優先出資 予定総額) | 541,500,000円 | 期間 | 無期限 |
| 募集単位 | 1口10,000円 | 分配 | 年1回 |
| 申込・買取手数料 | 0円 | | |



[商品詳細へ](#) >

買取請求

i-Bondはお客様のご資金の自由度を高めるために、事業者である株式会社マリオンが、お客様の優先出資持分を買取いたします。

ご資金が必要となった場合、お客様のマイページより、24時間365日買取請求を申請することができます。

※お客様からの買取請求が一時的に多発した場合は、不動産の全部又は一部の売却等が完了するまで、一時的に買取請求を留保させていただきます可能性があります。

5. 不特法における出資持分の流動性・換金性

<流動性・換金性の設計>

1. ファンド内の金銭による払戻し
2. 不動産特定共同事業者又は交換業者による買取り
3. 相対による第三者への売却
4. 売買市場(セカンダリーマーケット)

<不特法上の検討課題>

1. ファンド内の金銭による払戻しを自由に認めて良いか？
払戻額の評価基準・方法は？
払戻しの原資として借入金を充てることを認めて良いか？
2. 出資持分の「売買」を業として行う形態についての規制
不動産特定共同事業者が取得した場合の出資持分の帰趨(混同により消滅？)
3. 出資持分の「売買の媒介」を業として行う形態についての規制
4. 金商法上の私設取引システム(PTS)のような規制の要否
開示規制(適時開示など)の要否

6. 不特法出資持分に対する投資の一任運用

<有価証券投資における一任運用商品>

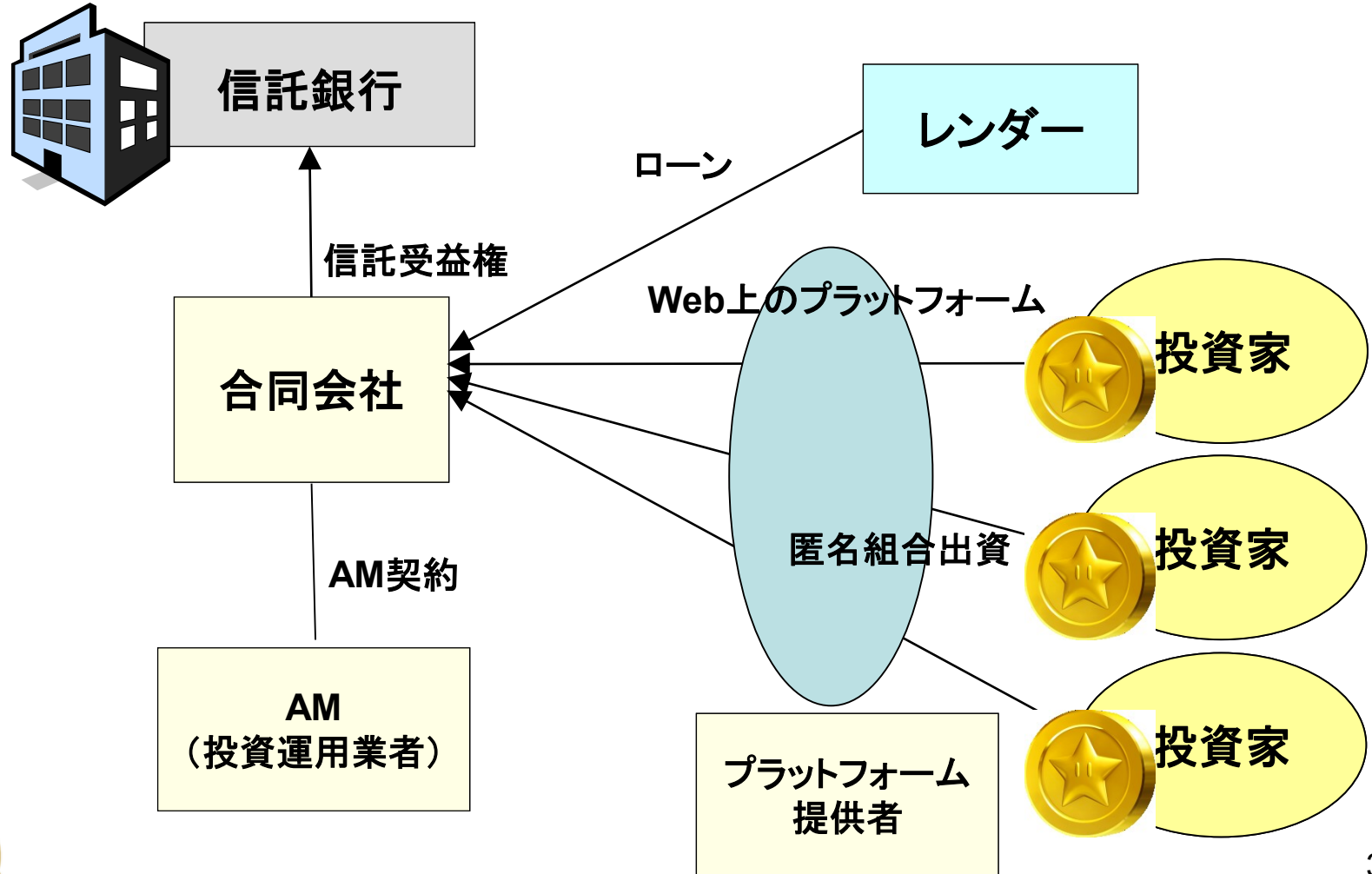
- ✓ REIT・投資信託
- ✓ ラップ口座
- ✓ ロボアドバイザー

<不特法上の検討課題>

1. 不特法1号事業の出資持分(≠有価証券)に対する投資の投資判断を一任で受託する契約を締結する場合の不特法上の登録の要否・種類は？またその登録基準は現行のままで対応できるか？
2. 不特法1号事業の出資持分(≠有価証券)に対する投資の投資助言を行うだけであれば不特法上の登録は不要でよいか？

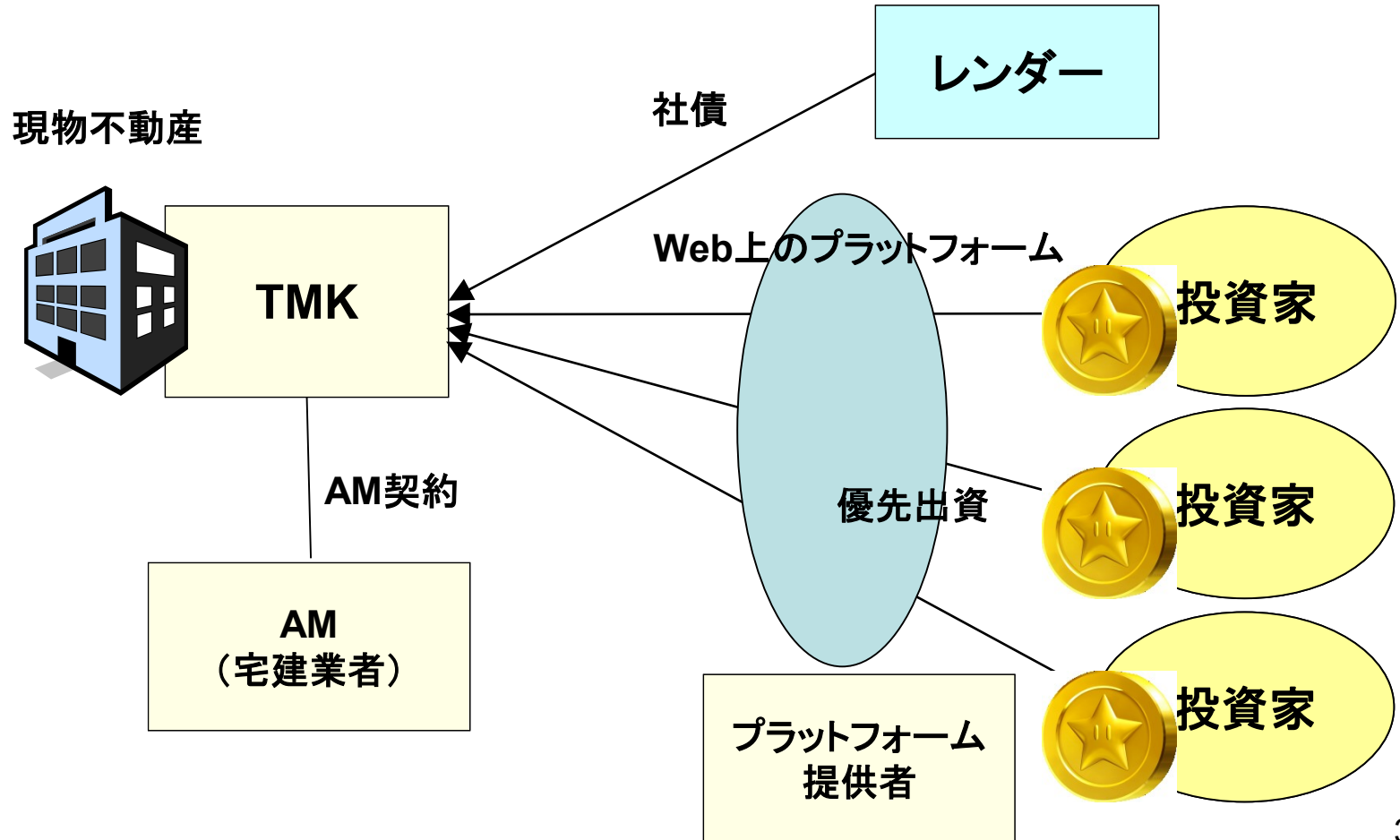
【参考】不動産のトークン化(法的類型)

＜GK-TKスキームのTK持分(2項有価証券)を表章するトークン＞



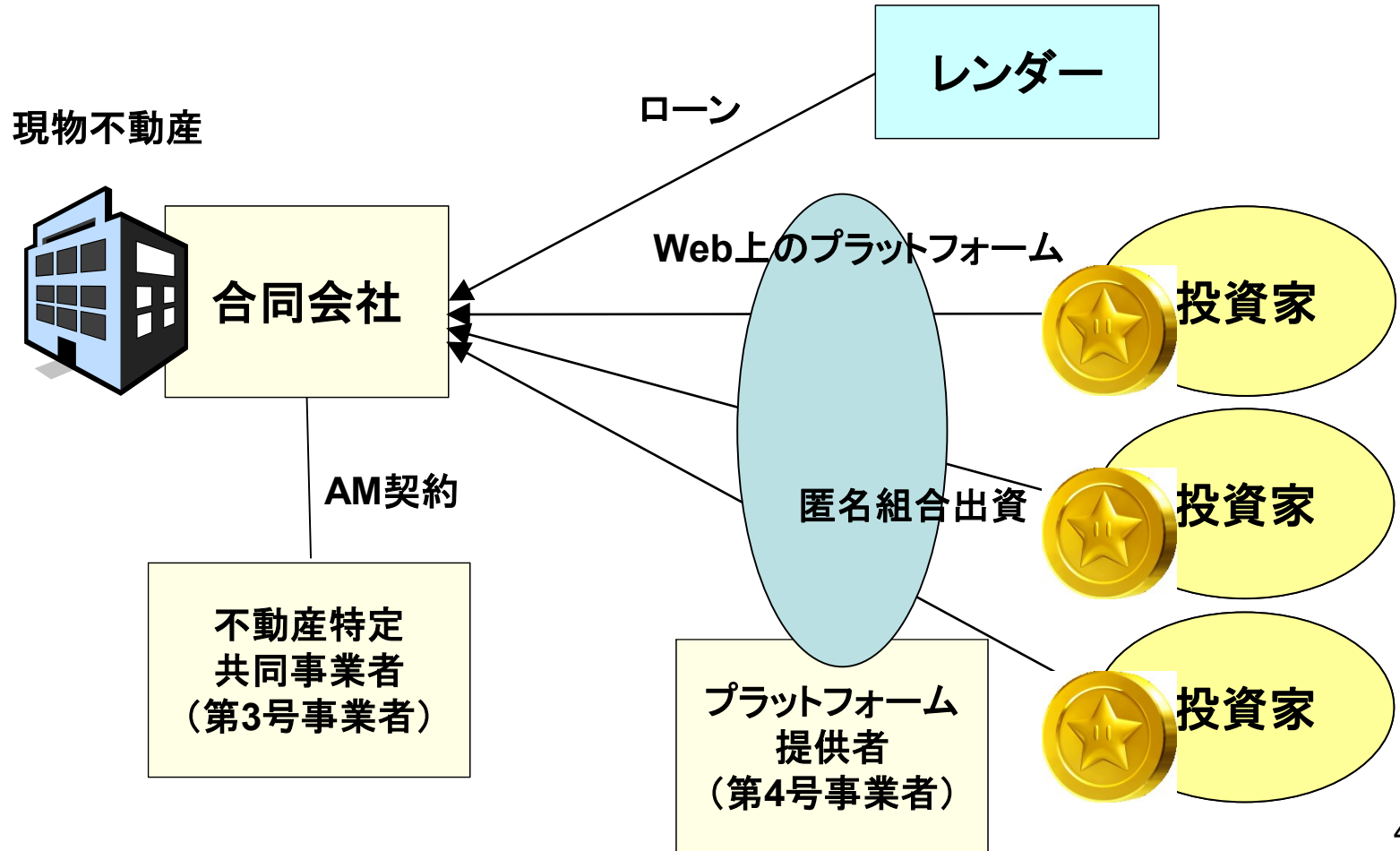
【参考】不動産のトークン化(法的類型)

＜資産流動化法上の優先出資(1項有価証券)を表章するトークン＞



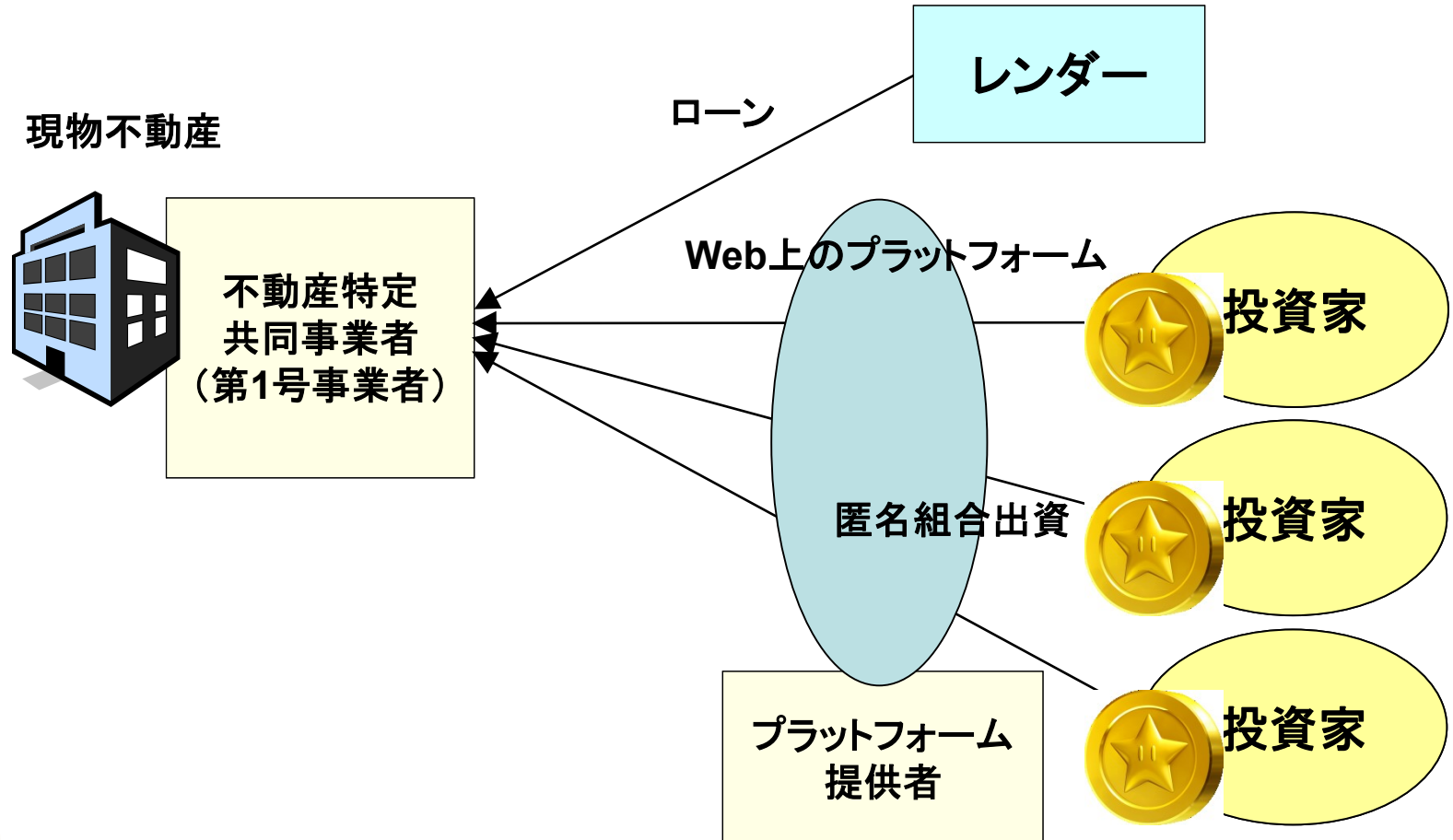
【参考】不動産のトークン化(法的類型)

＜不動産特定共同事業法上の特例事業のTK持分(2項有価証券)
を表章するトークン＞



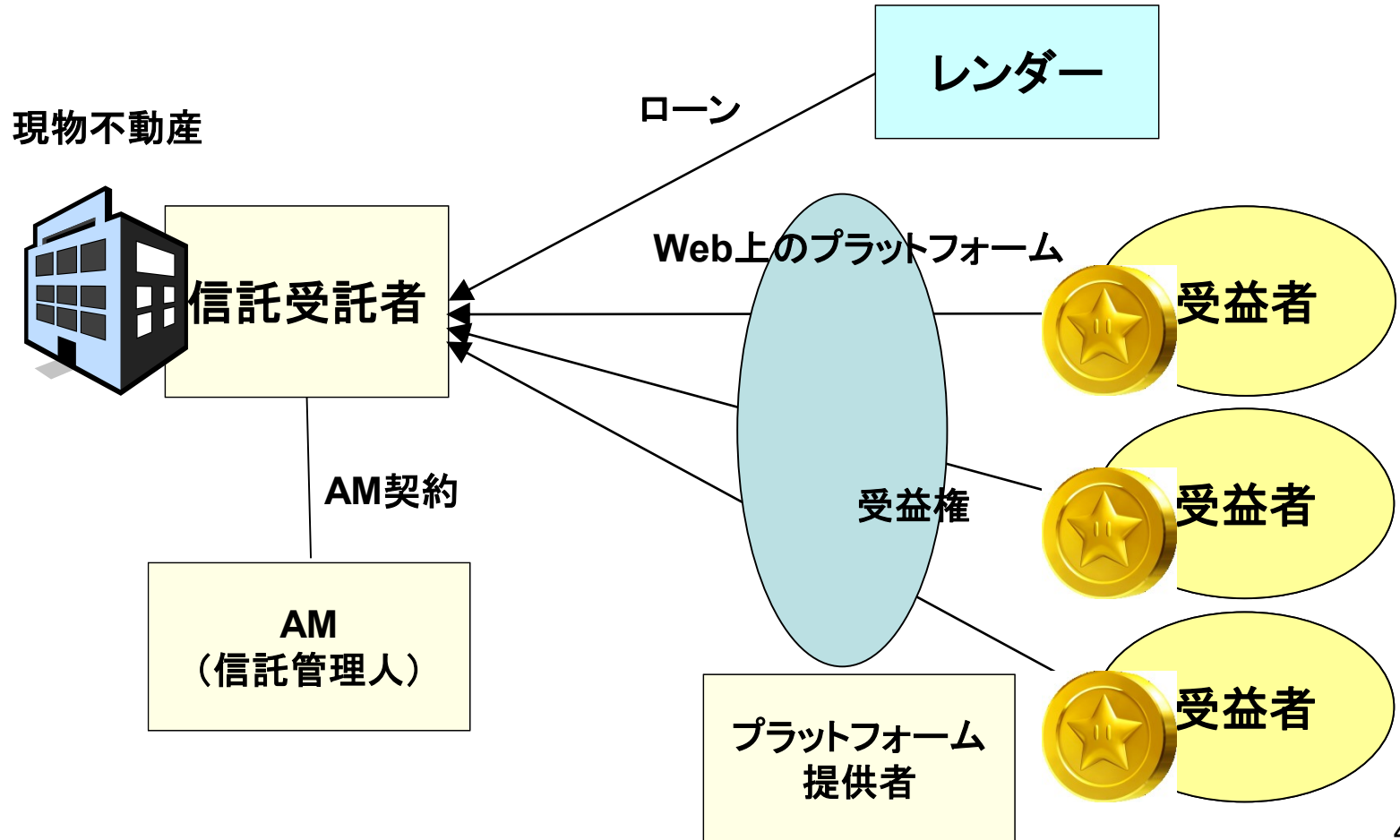
【参考】 不動産のトークン化(法的類型)

＜不動産特定共同事業法上の1号事業のTK持分(≠有価証券)
を表章するトークン＞



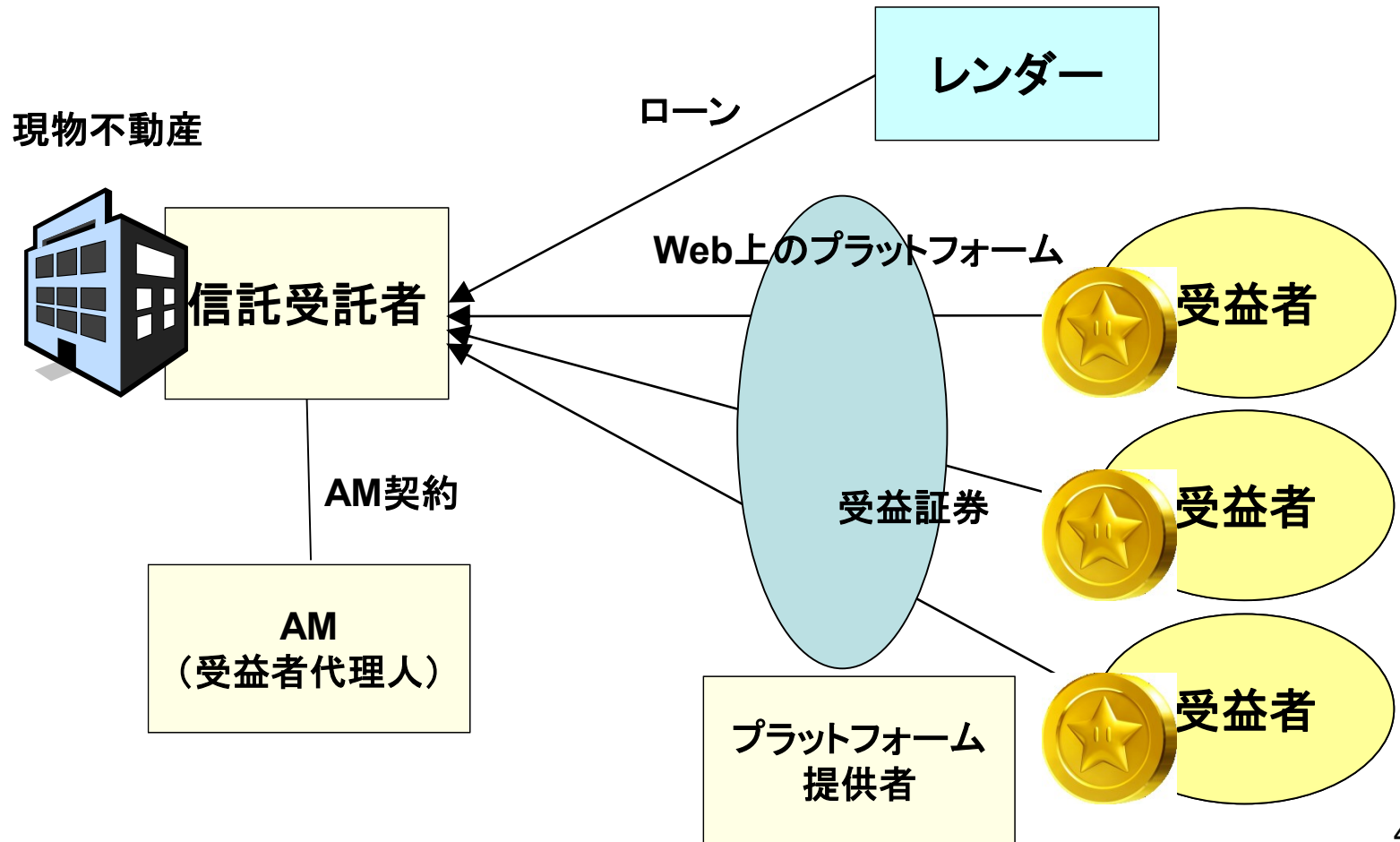
【参考】不動産のトークン化(法的類型)

＜不動産信託受益権(2項有価証券)を表章するトークン＞



【参考】不動産のトークン化(法的類型)

＜受益証券(1項有価証券)を表章するトークン＞



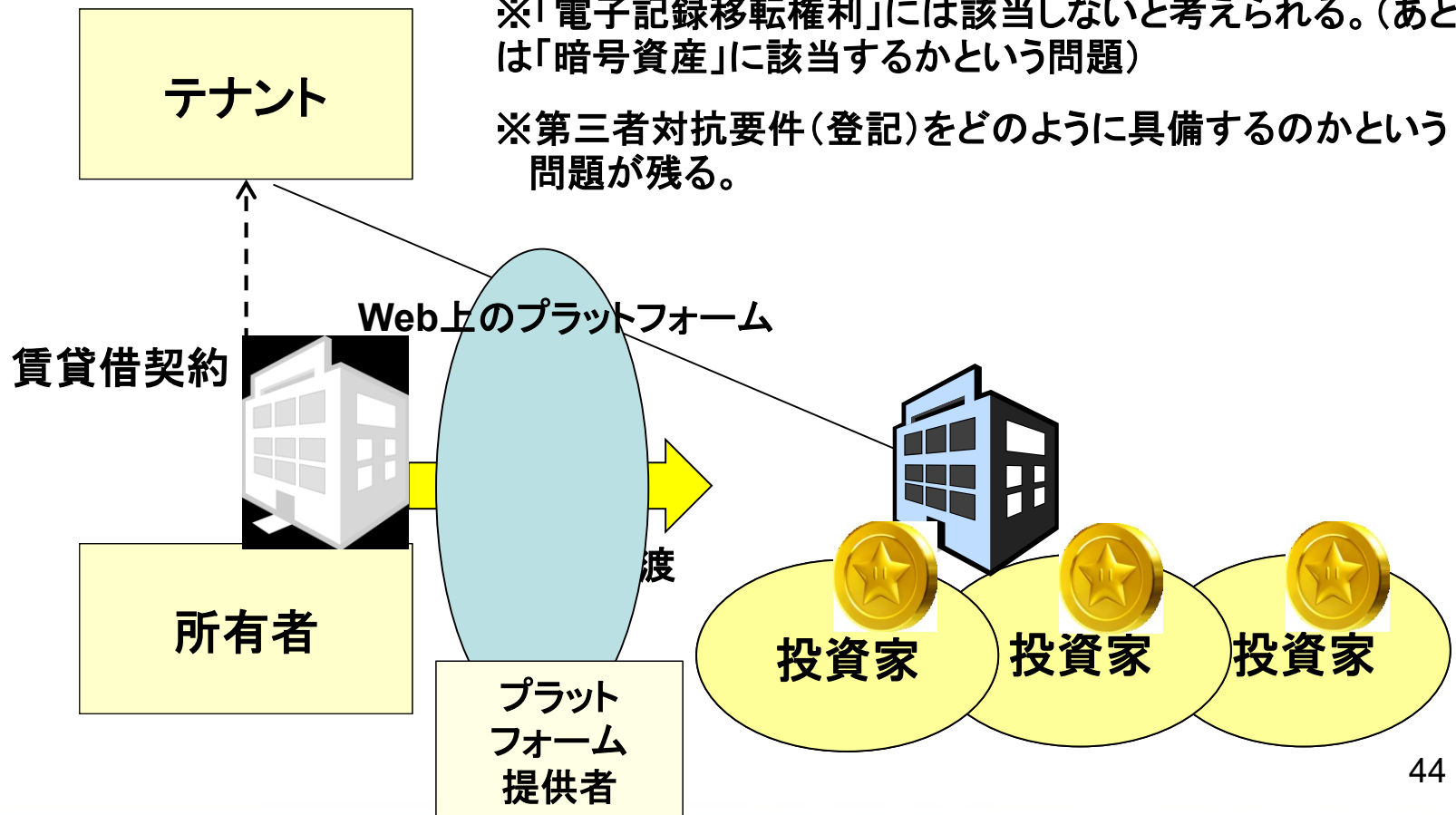
【参考】不動産のトークン化(法的類型)

<不動産所有権のトークン化>

※共有型のタイムシェアリゾート会員権も該当する。

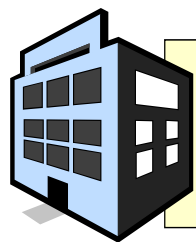
※「電子記録移転権利」には該当しないと考えられる。(あとは「暗号資産」に該当するかという問題)

※第三者対抗要件(登記)をどのように具備するのかという問題が残る。



【参考】不動産のトークン化(法的類型)

<利用権のトークン化>



所有者

※賃借権のほか、利用権型のタイムシェアリゾート会員権も該当する。

※「電子記録移転権利」には該当しないと考えられる。(あとは「暗号資産」に該当するかという問題)

※第三者対抗要件(確定日付)をどのように具備するのかという問題が残る。

利用契約

賃借人

Web上のプラットフォーム

プラットフォーム
提供者

投資家

投資家

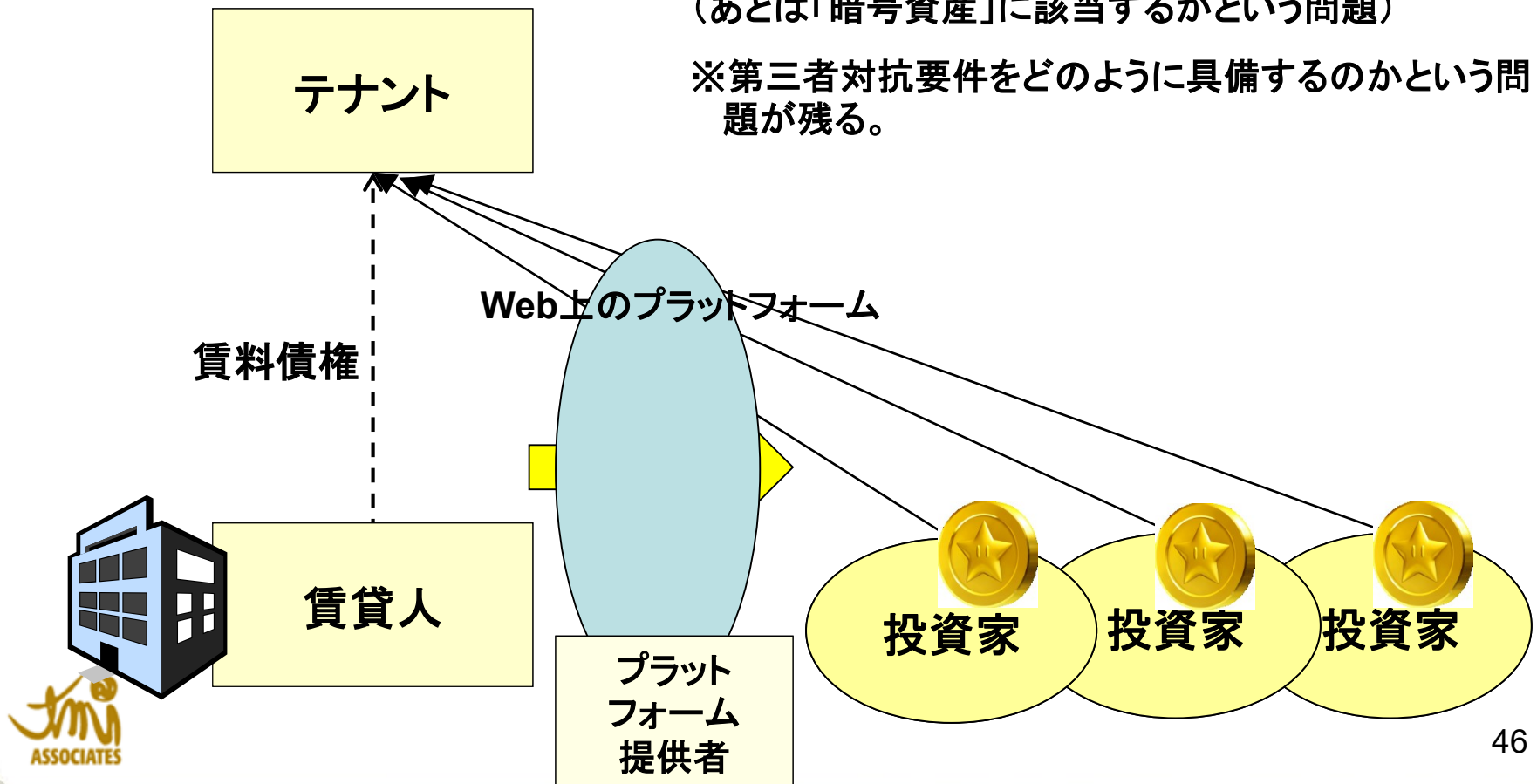
投資家

【参考】不動産のトークン化(法的類型)

＜賃料債権のトークン化＞

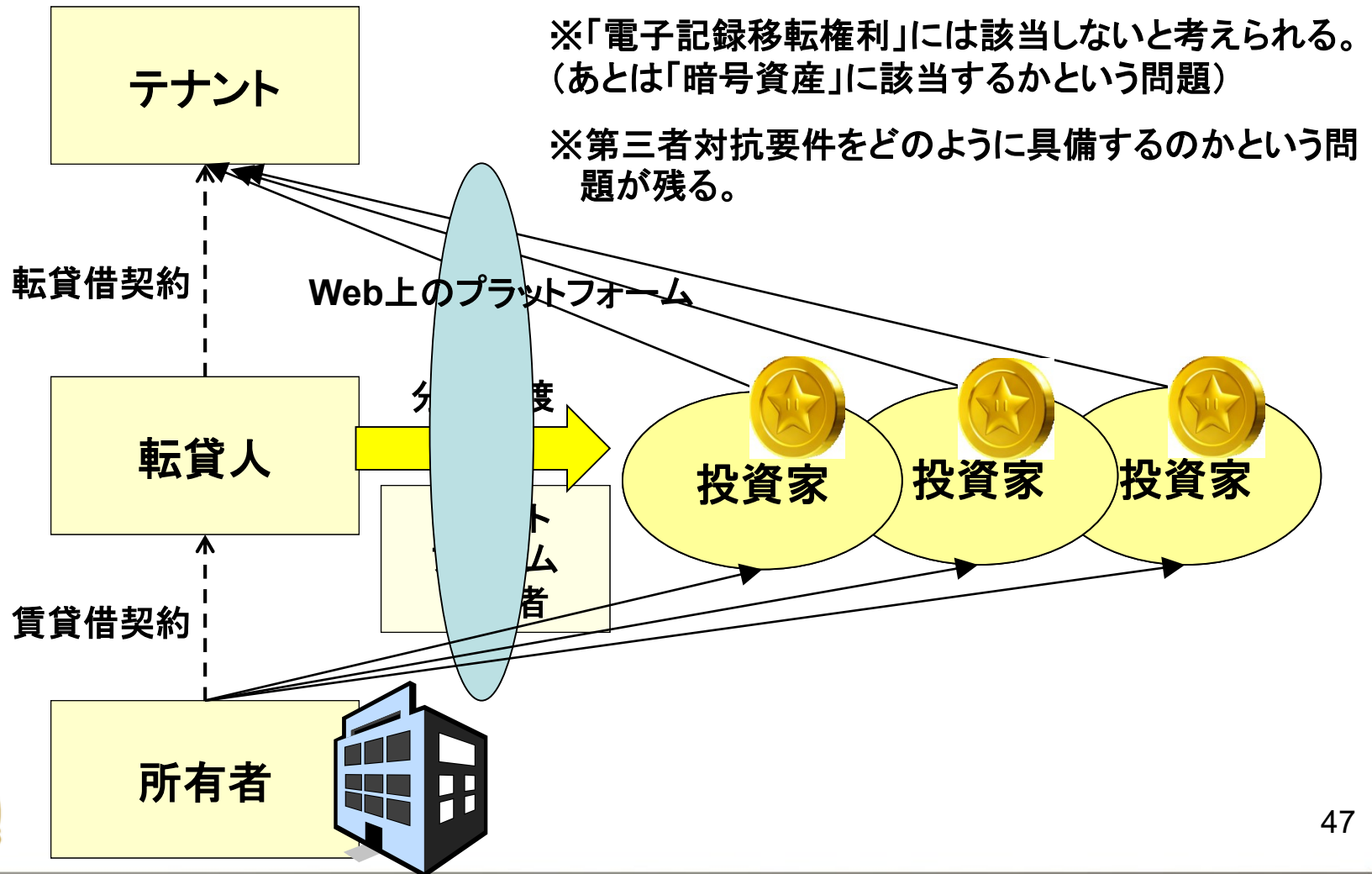
※「電子記録移転権利」には該当しないと考えられる。
(あとは「暗号資産」に該当するかという問題)

※第三者対抗要件をどのように具備するのかという問題が残る。



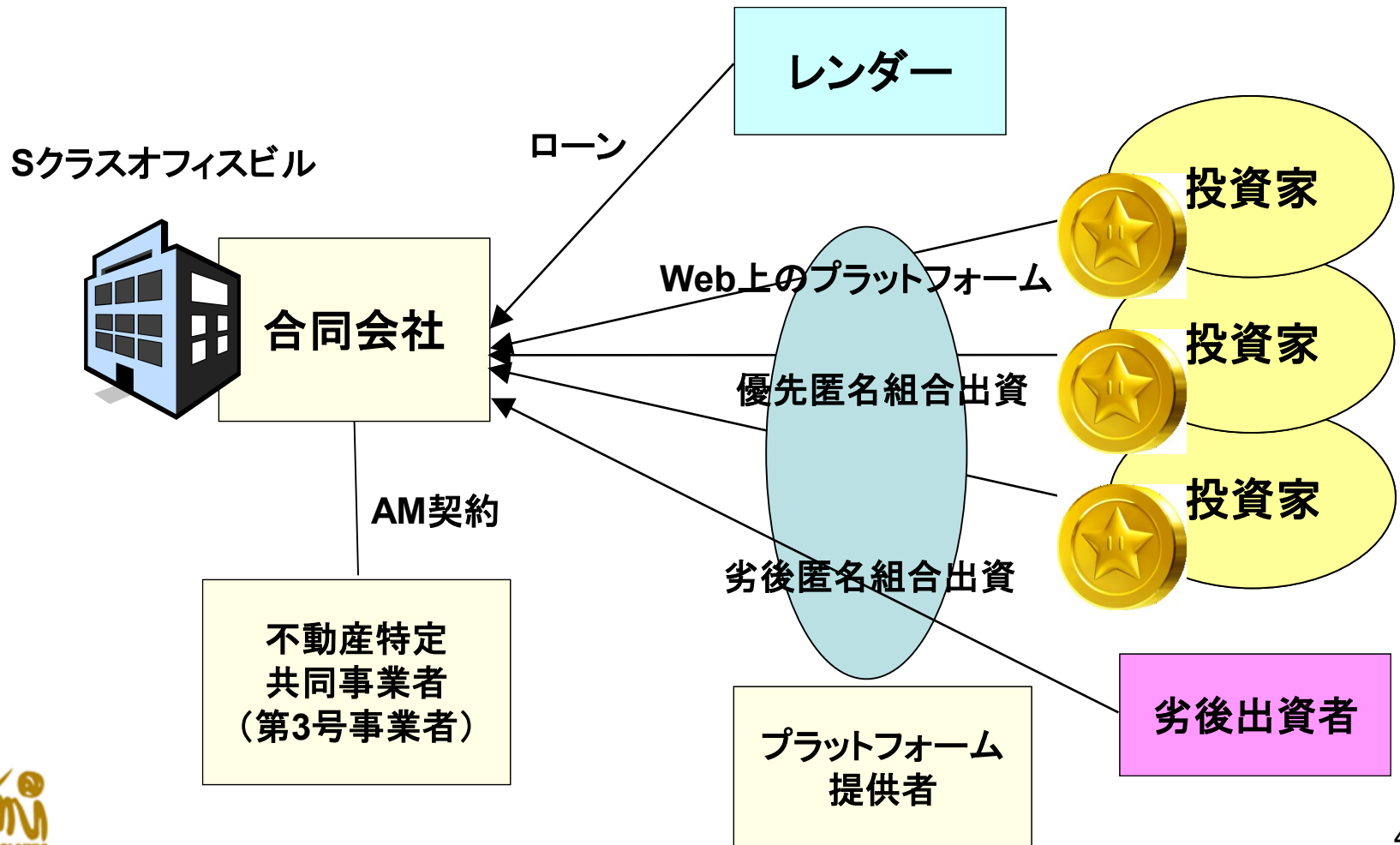
【参考】不動産のトークン化(法的類型)

＜賃借権＋転貸人たる地位のトークン化＞



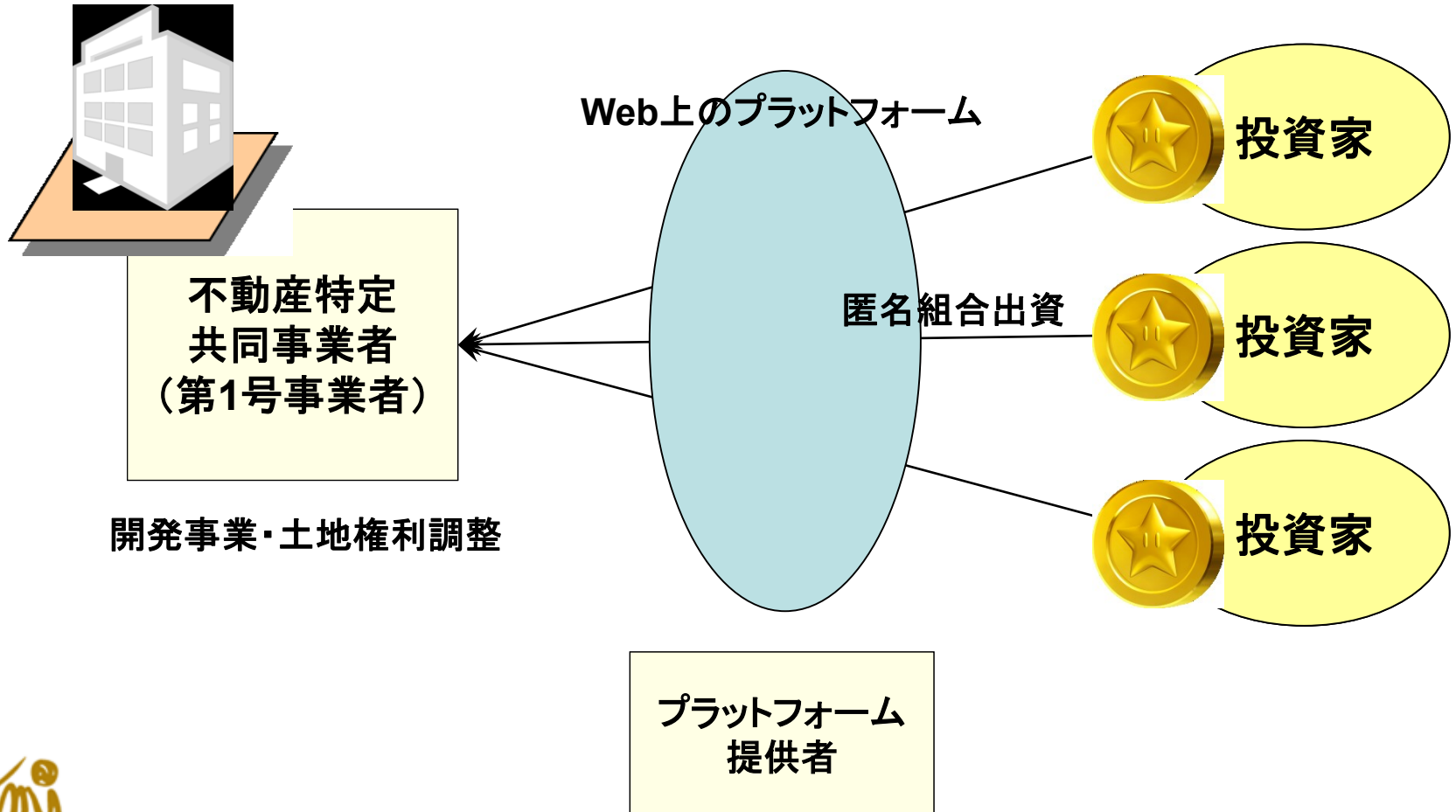
【参考】不動産のトークン化(商品性類型)

<具体例ー収益物件案件(ローリスクローリターン型)>



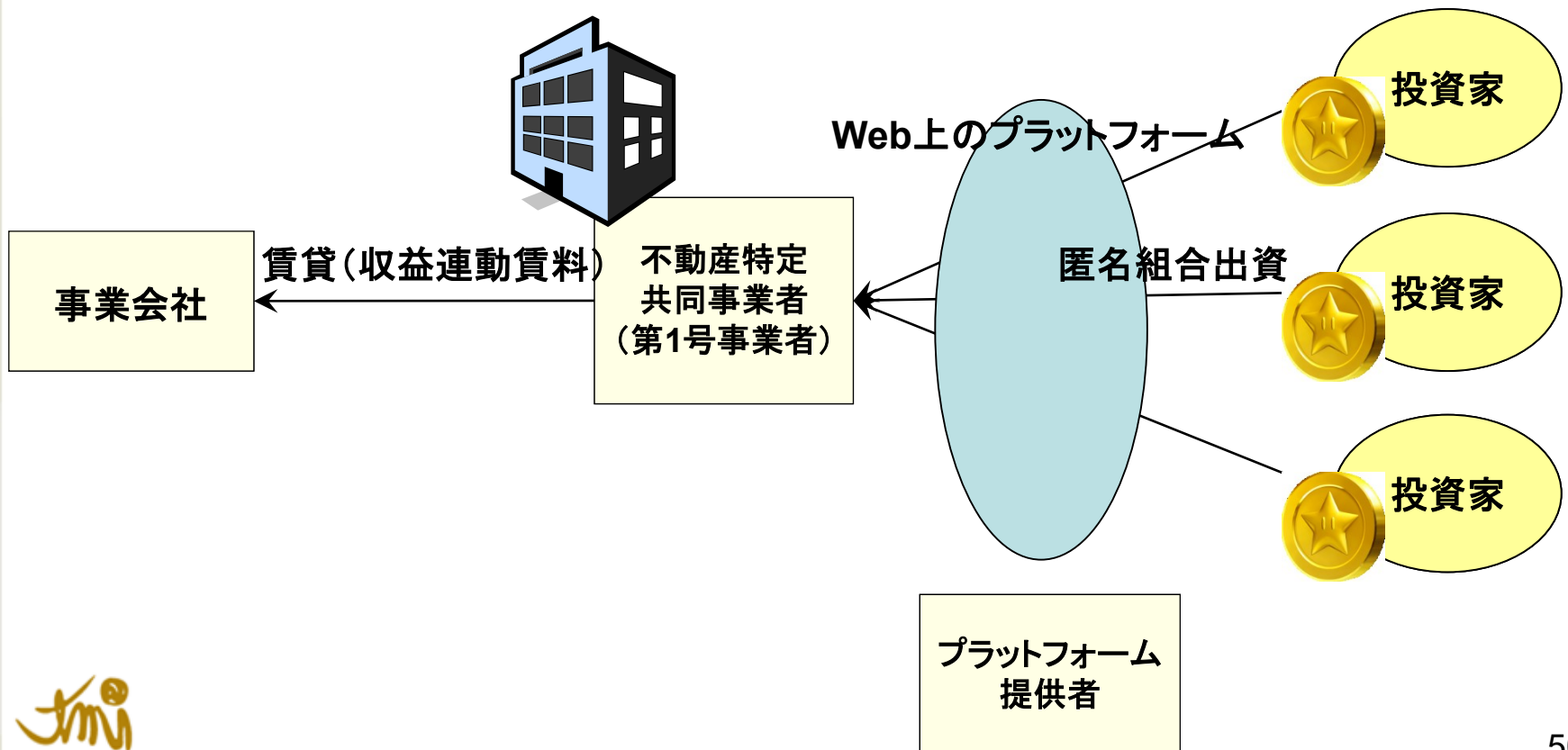
【参考】不動産のトークン化(商品性類型)

＜具体例－開発案件(ミドル/ハイリスク・ミドル/ハイリターン型)＞



【参考】 不動産のトークン化(商品性類型)

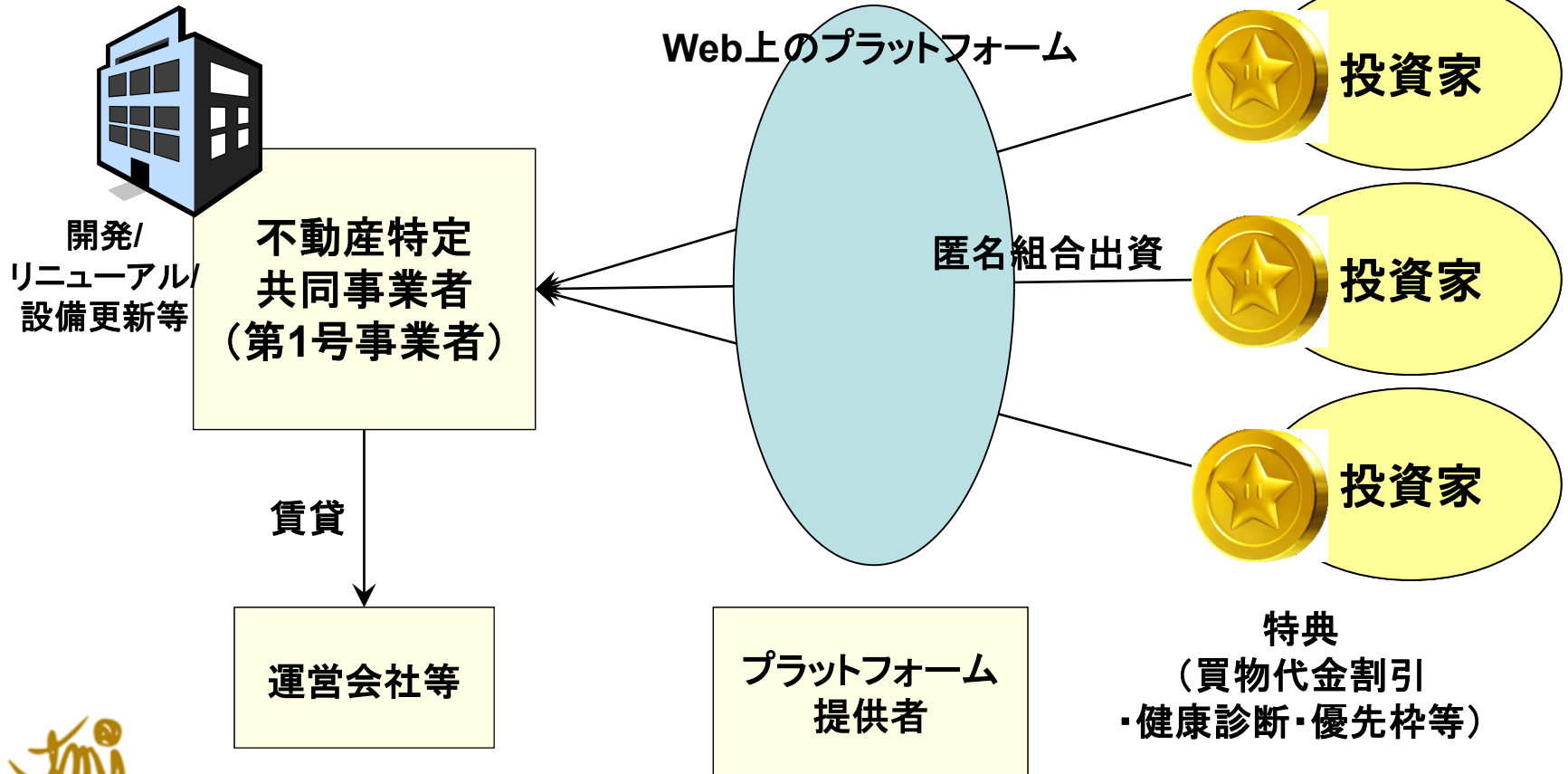
＜具体例－事業投資(×不動産ハイブリッド)案件＞



【参考】不動産のトークン化(商品性類型)

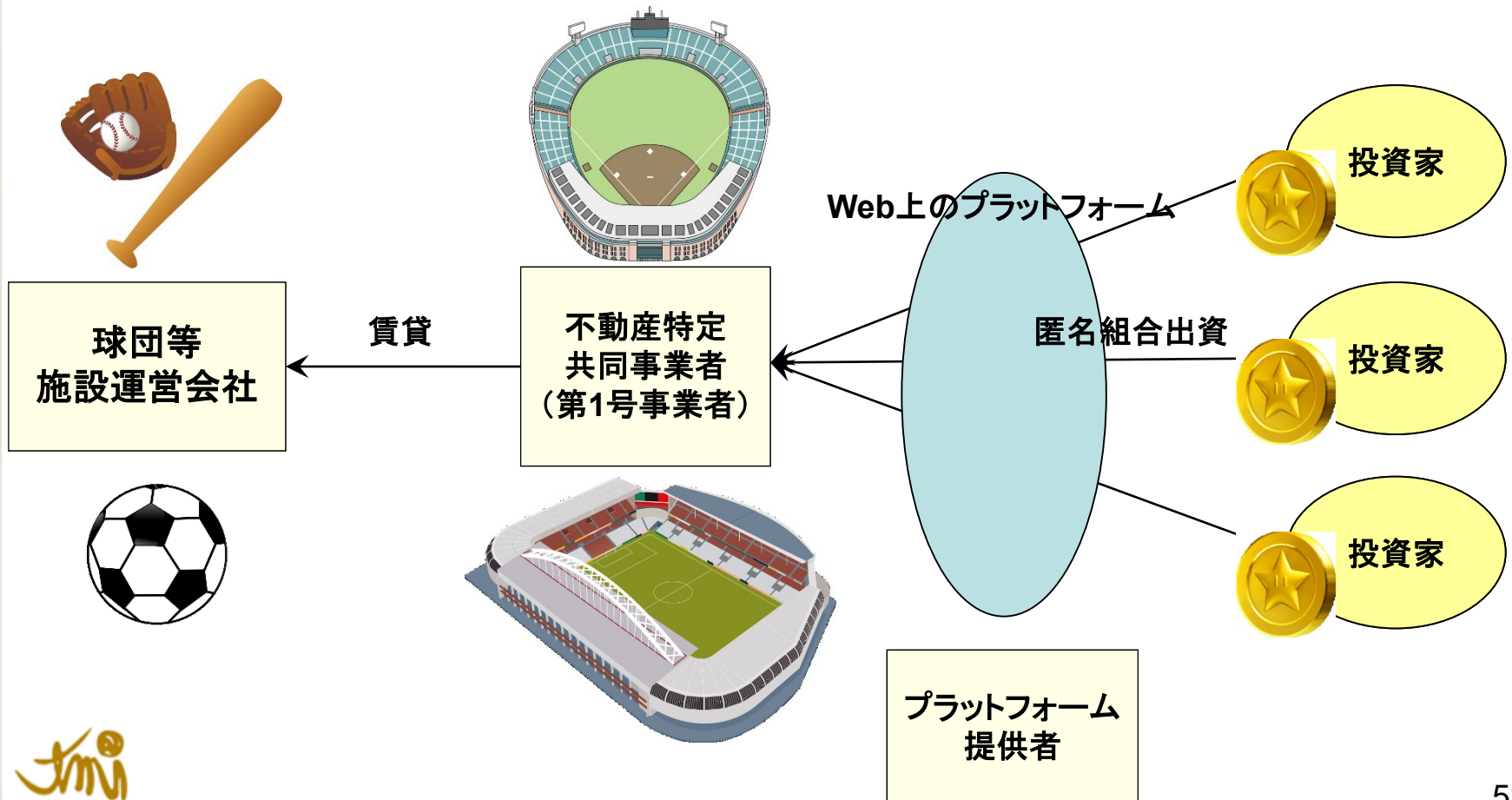
<具体例ー地方不動産×支援・応援×特典付与>

地方不動産(駅ビル・病院・保育園等)



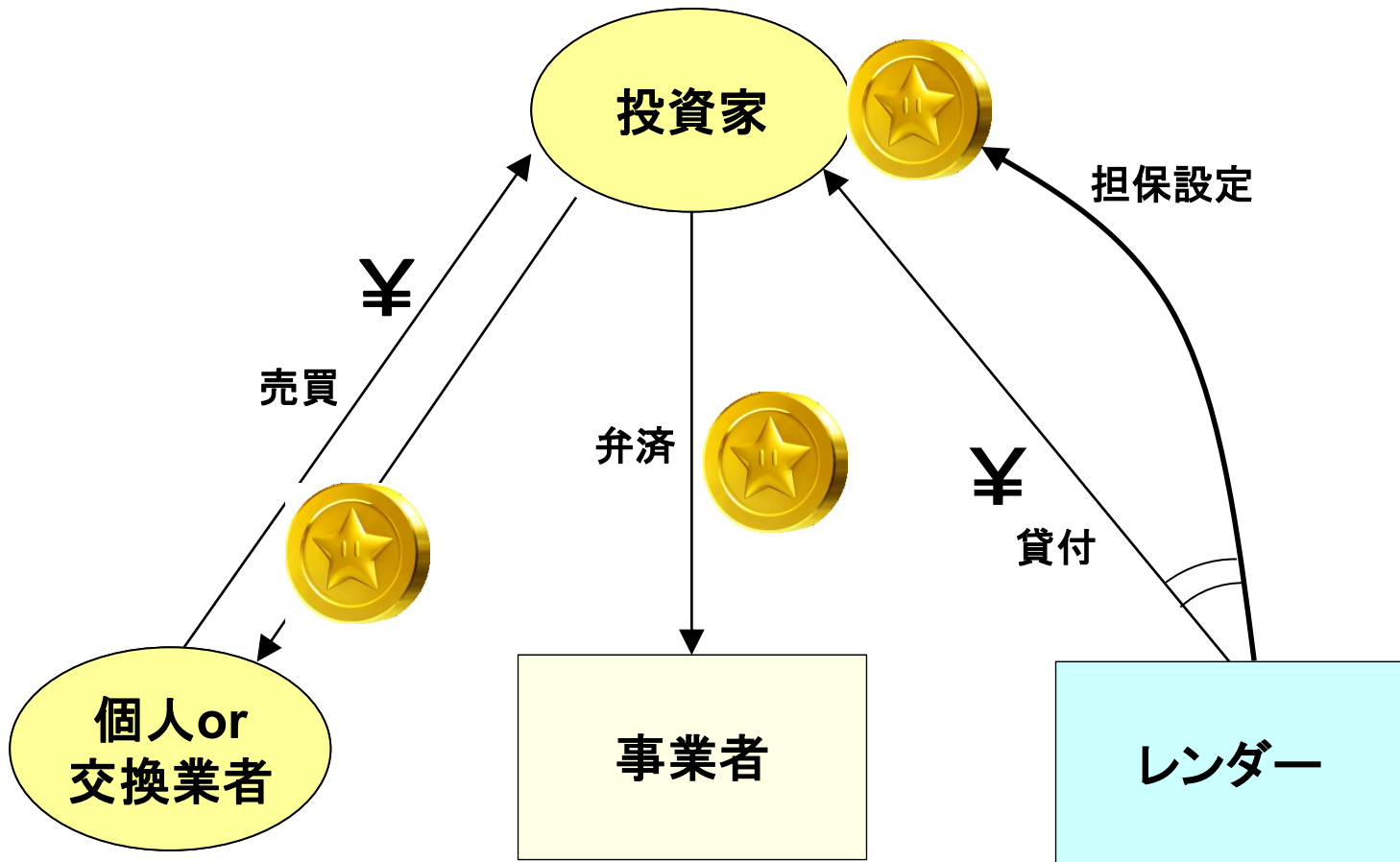
【参考】不動産のトークン化(商品性類型)

＜具体例－スポーツ球団施設・文化施設・観光施設案件＞



【参考】 不動産のトークン化(使用類型)

<トークンの使用(譲渡・弁済・担保設定)>



プロフィール

TMI総合法律事務所

パートナー弁護士 成本治男

- 1997年司法試験合格。1998年早稲田大学法学部卒業。2000年司法修習終了、弁護士登録、TMI総合法律事務所入所。2006年パートナー就任。現在、流動化・証券化協議会会員、信託法学会会員、マンション再生協会会員。IFLR 1000のStructured finance and securitizationの分野でleading lawyerとして、また、Chambers Asia及びBest Lawyersにおいて各不動産部門で、それぞれ選出されている。
- 不動産関連のファンド・流動化案件等のファイナンス分野において、レンダー・信託銀行・アセットマネジャー・投資家・アレンジャーなど、多数のクライアント・案件に参与している。大手国内証券会社のアセットファイナンス部門への出向経験を有し、以来、流動化・証券化、CMBS、PFI、プロジェクトファイナンスのほか、不動産ファンド・流動化案件のみならず日本版ESOPや知的財産信託その他多様な信託活用スキームやSPCを活用した太陽光発電ファンドスキームを得意分野とする。また、クラウドファンディングやセキュリティトークンその他FinTech・PropTech（不動産テック）に関わるリーガルサービスにも携わる。その他、不動産の売買、仲介、賃貸借、賃料増減額請求、原状回復、立退き、工事請負、建替え、再開発などの不動産取引一般についても多く経験を有している。
- 著作として、『再開発会社施行マニュアル』（社団法人全国市街地再開発協会）、『信託 実務のための法務と税務』（財経詳報社、2008年12月、共著）、『集団投資スキームのための金融商品取引法Q&A 100』（中央経済社、2009年2月、共著）、「IFRS下のSPC連結ルールにおける法的観点からの考察」（金融法務事情、2011年2月、共著）、「日本法下におけるストラクチャードカバードボンドに係る法的論点」（SFJ Journal、2012年8月、共著）、「不動産Techの概要と法的問題点」（日本不動産学会誌、2017年6月）、「不動産Techの実務と法律」（土地総合研究、2017年8月）など。



- 連絡先 TEL : 03-6438-5511 (代表) / 03-6438-5538 (直通)
E-mail : hnarimoto@tmi.gr.jp