

2021年8月

本邦初の公募型不動産セキュリティ・トークンの発行

弁護士 河合 健 / 弁護士 青木 俊介 / 弁護士 梅津 公美

2021年8月11日、本邦初の公募型不動産セキュリティ・トークンが発行された。公募の対象は、株式会社DS1(「DS1」)を委託者とし、三菱UFJ信託銀行株式会社(「三菱UFJ信託銀行」)を受託者として設定される受益証券発行信託(「本信託」)の信託受益権のうちの優先受益権(「本受益権」)であり、野村證券株式会社及び株式会社SBI証券(「引受証券会社」)による引受けを通じて個人投資家に販売された。本受益権の移転及び記録は、(振替機関等が備える振替口座簿ではなく)三菱UFJ信託銀行が開発した「Progmatic」(プログマ)という分散型台帳(ブロックチェーン)を用いたシステム上で行われる。本件は、本邦初の不動産信託受益権を裏付資産とするセキュリティ・トークンの公募案件として、今後のセキュリティ・トークン・オフリングの本格的な活用に向けて大きな意義を有すると考えられている。当事務所は、本件のストラクチャリングからドキュメンテーションに至るまで深く関与する機会を得たため、その事案について概説したい。

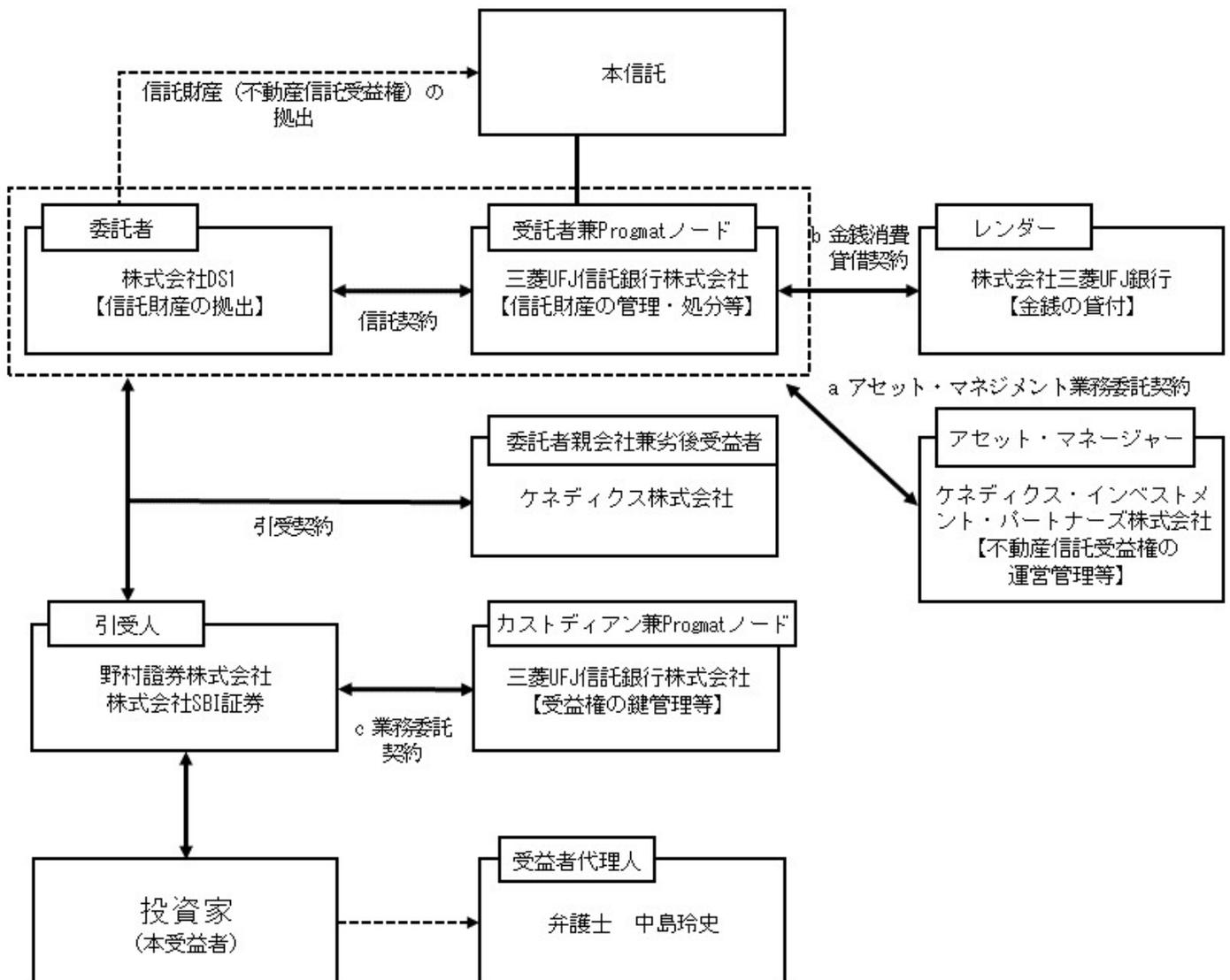
1 セキュリティ・トークン・オフリングと本件の位置付け

(1) 近年、ブロックチェーンをはじめとする分散型台帳技術を活用し、有価証券に表示される権利の発生と移転を電子的に記録しようとする動きが広まっている。このような有価証券に表示される権利をブロックチェーン上で生成・発行されるトークン(証券)に表示したものは、一般にセキュリティ・トークンやデジタル証券と呼ばれ、これを私募又は公募により販売することをセキュリティ・トークン・オフリング(STO)という。その一般的な意義については、すでに様々な書籍(例えば、河合健ほか編著『暗号資産・デジタル証券法』184頁以下(商事法務、2020年))で触れられているため本ニュースレターでは深く立ち入らないが、本件との関係でセキュリティ・トークン・オフリングの形態を利用する意義は、従来型の小口の不動産証券化投資商品としてのJ-REITにはない特性を持つ新たな金融商品を、ほふりや証券取引所といった伝統的な中央集権的管理主体から独立したシステムを通じて広く提供することを可能にした点にあると筆者らは考えている。

(2) セキュリティトークンは法令上明確に定義された概念ではないが、2020年5月1日に施行された「情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律」に基づく金融商品取引法の改正により、「電子記録移転有価証券表示権利等」及び「電子記録移転権利」という、ブロックチェーン上で発行されるトークンを想定した新たな概念が導入され、その特性にあわせた金融商品取引法上の規制と、それが適用される範囲が明確化された。これにより、セキュリティトークンを活用した資金調達の検討がいつそう活発に行われているが、これまでに実施された案件は、試験的なもの又は小規模なものにとどまっている。本件は、本邦で初めて、不動産信託受益権を裏付資産とする受益証券発行信託の信託受益権を、「電子記録移転有価証券表示権利等」に該当する有価証券として、公募を通じて個人投資家に販売した画期的な案件である。

2 スキームの概要

本件のスキームの概要は、以下のとおりである(2021年7月9日提出有価証券届出書より引用)。



(1) 委託者兼当初受益者であるDS1は、自己の保有する信託受益権(「本件不動産受益権」)を受託者である三菱UFJ信託銀行に信託譲渡し、①優先受益権(本受益権)、②劣後受益権及び③ローン受益権を取得する。本受益権は、引受証券会社による引受けを通じて個人投資家に販売される。劣後受益権は、ケネディクス株式会社に譲渡され、ローン受益権は、受託者が調達する株式会社三菱UFJ銀行からの借入金によって取得日と同日に償還される。

(2) 本信託の信託財産である本件不動産受益権は、ケネディクス・グループが運用する東京都渋谷区所在の共同住宅1棟を裏付けとする不動産管理処分信託の信託受益権であり、本スキームにより、個人投資家に対して単一不動産に対する小口の投資機会を提供する。信託財産の追加や入替えは行われぬ。

(3) 本受益権に係る財産的価値の記録及び移転は、三菱UFJ信託銀行が開発したセキュリティトークンの発行及び管理を行うプラットフォームである Progmatt 上の帳簿への電子的な記録によって行われる。当該帳簿は、Progmatt において登録される受益者等に係る情報とともに、本受益権に係る信託法 186 条に定める受益権原簿(「受益権原簿」)を構成する。

(4) 本受益権は、受託者の承諾がなければ譲渡することができず、受託者は、Progmatt 上で譲渡承諾依頼及び受益権原簿の名義書換請求が行われた場合のみ本受益権の譲渡承諾を行う。

(5) 本受益権の受益者(「本受益者」)は、金融商品取引業者(「取扱金融商品取引業者」)との間で保護預り契約を締結し、本受益権に係る財産的価値(トークン)を Progmatt 上で移転するために必要な秘密鍵等の情報の管理を取扱金融商品取引業者に委託するとともに、本受益権の譲渡承諾依頼及び受益権原簿の名義書換請求を取扱金融商品取引業者に委託する必要がある。本受益者の権利行使は、受益者代理人が行う。

(6) Progmatt 上での譲渡承諾依頼及び受益権原簿の名義書換請求はノード(ブロックチェーンのネットワークに参加する者又は参加するコンピュータ等の端末のことを意味する。)の保有者のみが行うことができる。したがって、取扱金融商品取引業者(ノードを保有しない)は、本受益者から委託された本受益権の譲渡承諾依頼及び受益権原簿の名義書換請求業務を履行するため、カस्टディアン兼 Progmatt のノード保有者である三菱UFJ信託銀行と業務委託契約を締結し、Progmatt 上での本受益権の譲渡承諾依頼及び受益権原簿の名義書換請求業務を再委託する。

3 主要な論点

本件のストラクチャリングにあたって検討した主要な論点は、以下のとおりである。

(1) 受益証券発行信託の選択

セキュリティトークンのストラクチャリングにあたっては、まず権利譲渡の手続を電子的なプラットフォーム内で完結させることができるようにする必要がある。

この点、受益証券発行信託は、その受益権の譲渡に際し、確定日付のある証書による通知又は承諾(信託法 94 条 2 項参照)なくして第三者対抗要件を備えることができるという点において、その譲渡手続を電子的なプラットフォーム内で完結させるための基本的な条件を満たしているといえ

る。もっとも、受益証券が発行される受益権については、その譲渡に際して当該受益権に係る受益証券を交付することが効力要件とされており(信託法 194 条)、会社法上の社債等とは異なり不発行制度も認められていないため、投資家によるセカンダリ譲渡のために物理的な券面が必須となり、電子的なプラットフォーム内での譲渡に適さない。

ここで、受益証券発行信託において、受益証券を発行しない旨が信託行為において定められた受益権(信託法 185 条 2 項)は、当事者の合意のみによって譲渡することが可能であり、受益権原簿への記載又は記録が受託者その他の第三者に対する対抗要件となる(信託法 195 条 2 項)。したがって、当該受益権をトークンに表示させ、受託者が管理するサーバー上に記録されているブロックチェーン上の記録を受益権原簿と取り扱うことにより、電子的なプラットフォーム内で権利移転及び対抗要件具備を完結させることが可能になる。なお、プラットフォーム外での譲渡については、信託法 93 条 2 項により、譲渡制限特約について悪意又は重過失の第三者に対する譲渡は無効と考えられるため(同項に基づく譲渡制限特約に違反する譲渡の効力が無効と解されている点については、債権法改正前後で変更はないと考えられている)、プラットフォーム外譲渡制限特約を付すことにより、プラットフォーム外譲渡の問題が発生する可能性を相当程度低下させることができると考えられる。

以上の検討を踏まえ、本件では、受益証券発行信託のうち受益証券を発行しない受益権をセキュリティトークンとして流通の対象としている。なお、劣後受益権については、統一的な事務処理を行う観点から、本受益権と同様の方法で管理されるセキュリティトークンとして発行されている。

(2) セキュリティの確保

ブロックチェーンには、ビットコインやイーサリアムに代表される、「パブリック型」と呼ばれる誰でもノードとしてのネットワーク参加が可能なものと、「プライベート/コンソーシアム型」と呼ばれる単独又は許可された特定の参加者のみがノードとしてネットワーク運用を行うものの二種類がある。本件においては、顧客資産の流出を未然に防止するため、セキュリティ確保の蓋然性が高い「プライベート/コンソーシアム型」の基盤を選択し、受託者及びカस्टディアンのみノードを付与している。また、「プライベート/コンソーシアム型」は、何らかの理由によりブロックチェーンにおいて実体上の権利関係と異なるトランザクションが記録された場合に、トークンの強制移転等による記録の訂正を行うことができる機能を実装することが可能である。

なお、このようにノード保有者を限定する建付けを採用する場合、中央集権的管理主体による管理に類似する面もあるが、複数のノード保有者によるプラットフォームの運営は、ノード保有者を含む案件関係者間で合意する信託行為の定めや契約に基づいて行われる。したがって、案件に即した柔軟な制度設計が可能であり、かかる点において伝統的なほふりや証券取引所のシステムとは異なる利点があると評価することができる。

(3) 多数の投資家が存在することを考慮した設計

受益者が受託者に対する指図権を行使することにより信託を運用する建付けの信託も存在するが、本件において、個人投資家でありかつ多数にのぼる本受益者が本信託の運用に関する実質的な判断を行うことは現実的ではない。したがって、受託者とケネディクス・インベストメント・パートナーズ株式会社(「アセットマネジャー」)の間で投資一任契約を締結することにより本信託の運用に関する

る実質的な判断はアセットマネジャーに一任し、受益者による判断が必要となる局面を極力限定している。また、事務の煩雑化を避けるため、本受益権に係る権利行使は、原則として受益者代理人が行うものとしている。

4 今後検討すべき課題

(1) セカンダリ市場

本受益権については、証券取引所のような高度な流動性を持つセカンダリ市場は存在せず、いわゆる店頭取引がセカンダリ市場として想定されている。具体的には、本受益者は取扱金融商品取引業者に対してのみ本受益権を譲渡することができ、譲渡価格は、裏付資産の鑑定評価額に基づく純資産額(NAV)を基準に、取扱金融商品取引業者が定める価格となる。但し、アセットマネジャーによる開示及び通知に基づき取扱金融商品取引業者が本信託に関する重要な後発事象の発生を認識し、当該事象が本信託に重大な影響を及ぼしうると判断した場合及び本件不動産受益権の売却が決定された場合等、一定の場合には、各取扱金融商品取引業者の判断により新規の本受益権の売買が停止される場合がある。

本受益権については、一定程度の流動性は確保されていると考えられるが、日次で高頻度での売買が行われ得るような性質のセキュリティトークンが今後発行される可能性も踏まえ、流動性の高いセカンダリ市場については議論を深める必要がある。例えば、投資家に対し、確実かつ円滑な投資回収の機会を提供し、活発な投資を呼び込むためには、資産裏付け型のセキュリティトークンを取り扱う私設取引システム(PTS)等の創設が期待される。

(2) 差押え

ほふりにおいて取り扱われる振替社債等の執行手続は、社債、株式等の振替に関する法律 280 条の委任を受けて最高裁判所規則において定められており、執行実務上の取扱いも相当程度固まっている。他方で、本件のようなほふりで取り扱われない受益権について差押え等が行われた際の執行手続は必ずしも明らかではない。この点、受益権に対する強制執行は民事執行法 167 条 1 項に基づき、その他の財産権に対する執行として債権執行の例によると考えられる。かかる解釈を前提とすると、本受益権の差押えにあたっては、債権執行における差押命令の手続に準じ、債務者である受益者に加えて、第三債務者に準ずる受託者に対して差押命令が送達されることになると考えられる(民事執行法 145 条 1 項、3 項)。受託者によるプラットフォームの運営の観点からは、その差押命令がどのような内容となるか(プラットフォーム上のトークンの移転及び受益権原簿の名義書換も禁止されるか等)が重要であるが、現時点では必ずしも明らかではなく、執行裁判所を含めた関係者による今後の議論が期待される。

5 最後に

本件は、公募型不動産セキュリティトークンの第 1 号案件として、今後の更なるセキュリティトークン・オフリングの活用に向けて大きな意義を有する案件であるが、上記のとおり検討すべき課題も残っている。今後事案の積み重ねとともにこれらの課題が解決され、セキュリティトークン・オフリングが一層発展することを願っている。

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
弁護士 河合 健(ken.kawai@amt-law.com)
弁護士 青木 俊介(shunsuke.aoki@amt-law.com)
弁護士 梅津 公美(satomi.umezu@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。
 - Capital Markets Legal Update 発行責任者
弁護士 廣瀬卓生、吉井一浩、福田直邦

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

www.amt-law.com