



## 仮想通貨ファンドに関する法的論点

執筆者: 本柳 祐介

### 1. はじめに

近時、仮想通貨が投資対象として注目を集めています。ビットコインに対する熱狂は、規制強化の流れもあり一時の熱狂から比べると落ち着きつつありますが、世界中で新しい仮想通貨が発行され続けており、各国の投資家は投資の機会をうかがっている状況にあります。

新しく発行される仮想通貨には投資対象として不適切なものも混じっており、仮想通貨への投資には相当程度の目利き力が求められるため、真贋の見極めを専門家に任せたいという投資家も多く、仮想通貨に投資するファンド組成のニーズが高まっています。

他人の資金を預かって投資運用する投資ファンドは投資家の保護の必要性が高いため、株式等の典型的な有価証券に投資する場合には金融商品取引法等の厳しい規制の適用を受けています。仮想通貨に投資するファンドも、従来の投資ファンドと同様に厳しい規制が必要と考えられますが、仮想通貨については新しい概念であることから規制の対応が追いついておらず、規制が及んでいないところも多くなっています。

以下では、仮想通貨に投資するファンドに対する法規制を、ファンドのタイプごとに概説します。

### 2. 組合型ファンド

#### (1) エンティティの選択

投資ファンドには、信託型、会社型、組合型の3つのタイプがありますが、投資ファンドとしての柔軟性の高さ等から組合型のファンドが優先的な選択肢になります。

国内で組合型のファンドを組成する場合、投資事業有限責任組合が第一の選択肢となりますが、投資事業有限責任組合が行うことができる活動の範囲は法定されており、仮想通貨に対する投資はその目的に含まれていません(投資事業有限責任組合契

本ニューズレターは法的助言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助言を求めて頂く必要があります。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。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: [newsletter@jurists.co.jp](mailto:newsletter@jurists.co.jp))

約に関する法律 3 条 1 項)。そのため、仮想通貨に対して直接投資をすることを目的とする投資事業有限責任組合を組成することはできません。他方、ファンド・オブ・ファンズとして他のファンドの持分に投資する場合等、投資対象が有価証券になるのであれば投資事業有限責任組合の活動範囲内に含まれます。

投資事業有限責任組合を使うことができない場合、任意組合や匿名組合による組合型のファンド組成が選択肢となります。

## (2) ファンド持分の有価証券該当性

ファンド持分が有価証券に該当する場合、そのファンドについて金融商品取引法の業者規制等が問題になります。組合型ファンドについては、ファンドの持分保有者が出資又は拠出をした金銭を充てて事業が行われ、収益の配当又は財産の分配が行われる場合には、原則として有価証券に該当します(金融商品取引法 2 条 2 項 5 号)。その投資対象がなんであるかを問いません。そのため通常想定される仮想通貨ファンドであれば、基本的にその持分は有価証券に該当します。

なお、ファンド持分が有価証券に該当するためには「出資又は拠出をした金銭を充てて」行うことが要件とされており、仮想通貨をもって出資を行うファンドは形式的にはこの要件を満たさないと考えられますが、実質的に金銭の出資とみられるものでないかは慎重に検討する必要があると考えられます。

## (3) 投資家の勧誘

ファンド持分が有価証券に該当する場合、その勧誘は第二種金融商品取引業に該当します(金融商品取引法 28 条 2 項)。ファンドの運営者(投資事業有限責任組合の無限責任組合員、匿名組合の営業者等)が自ら投資勧誘を行う場合には自己募集となり(同項 1 号、2 条 8 項 7 号へ)、他者のために投資勧誘を行う場合には募集・私募の取扱いとなります(同項 2 号、2 条 8 項 9 号)。第二種金融商品取引業を行うためには原則として金融商品取引業者としての登録が必要となります(金融商品取引法 29 条)。

## (4) ファンド資産の運用

ファンド資産の運用が、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として行われる場合、当該運用行為は投資運用業に該当し、金融商品取引業者としての登録が必要とされます(金融商品取引法 28 条 4 項)。仮想通貨に直接投資をするファンドの場合には「主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資」ではないため投資運用業に該当しないと考えられますが、仮想通貨の性質によっては有価証券とみられる場合があります。注意が必要となります。ファンド・オブ・ファンズとして他のファンドの持分に投資する場合等、有価証券を投資対象とするのであれば運用行為は投資運用業に該当します。投資運用業に該当する場合、ファンドの運営者が自ら運用を行う場合には自己運用となり(金融商品取引法 2 条 8 項 15 号)、他者のために行う場合には投資一任となります(同項 12 号口)。

## (5) 適格機関投資家等特例業務

組合型のファンドの場合、金融商品取引業者としての登録について適格機関投資家等特例業務という重要な例外があります。ファンドの投資家に 1 名以上の適格機関投資家がいること、適格機関投資家以外の投資家が一定の属性の者に限られること等の所定の要件を満たす場合には、金融商品取引業としての登録は不要とされ、規制の一部が緩和されます(金融商品取引法 63 条以下)。

## (6) 開示義務

ファンド持分が有価証券に該当する場合、有価証券届出書の提出義務等の開示義務が問題になりますが、主として有価証券に投資をするファンド以外については、開示義務の適用対象外とされます(金融商品取引法 3 条 3 号、金融商品取引法施行令 2 条の 9 第 1 項)。また、開示義務の適用対象とされる場合であっても、ファンド持分を保有するものが 499 名以下の場合には私募となるため、ほとんどの場合においては投資家に対する一定事項の告知義務のみが問題になります(金融商品取引法 2 条 3 項 3 号、23 条の 13 第 4 項、5 項)。

### 3. 信託型ファンド

#### (1) 投資信託

信託型ファンドの場合、投資信託及び投資法人に関する法律の規制を受ける委託者指図型投資信託に該当するかが問題になりますが、主として特定資産に対する投資として運用する目的が委託者指図型投資信託の要件とされています(投資信託及び投資法人に関する法律 2 条 1 項)。仮想通貨は特定資産に該当しないため(投資信託及び投資法人に関する法律施行令 3 条)、仮想通貨に直接投資をするファンドは委託者指図型投資信託に該当しません(仮想通貨の性質によっては有価証券とみられる場合がある点は上記と同様です。)。有価証券は特定資産に含まれるため、ファンド・オブ・ファンズとして他のファンドの持分に投資する場合等、投資対象が有価証券になるのであれば委託者指図型投資信託となります。

なお、有価証券投資を目的とする信託を行い、その受益権を複数の者に取得させることは、委託者指図型投資信託の一種である証券投資信託としてファンドを組成する必要があると求められます(投資信託及び投資法人に関する法律 7 条、8 条 1 項)。そのため、金銭ではない仮想通貨を信託し有価証券に投資するファンド(受益権を複数の者に取得させるもの)は組成が禁止されます<sup>1</sup>。

ファンドが投資信託に該当する場合、投信法の規制を遵守する必要があります。投資信託委託会社自身が販売を行う場合には第二種金融商品取引業を行う金融商品取引業者としての登録が必要となり(金融商品取引法 29 条、28 条 2 項、2 条 8 項 7 号イ)、投資信託委託会社以外の者が販売を行う場合には第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者としての登録が必要となります(同法 29 条、28 条 1 項、2 条 8 項 9 号)。さらに、投資信託委託会社には投資運用業を行う金融商品取引業としての登録が必要となります(同法 29 条、28 条 4 項、2 条 8 項 14 号)。また、50 名以上に勧誘する場合には原則として公募に該当し(同法 2 条 3 項)、有価証券届出書の提出(同法 5 条)やその後の継続開示義務等の金融商品取引法上の開示義務(同法 24 条 1 項等)が適用されます。

#### (2) 外国投資信託

海外の信託型ファンドの場合、外国投資信託該当性が問題となります。外国投資信託は「外国において外国の法令に基づいて設定された信託で、投資信託に類するものをいう」とされているため(投資信託及び投資法人に関する法律 2 条 24 項)、投資信託に類するか否かが外国投資信託該当性の判断にとって重要となります。外国投資信託に「類する」かどうかは総合的な判断となりますが、仮想通貨は特定資産に該当しないため(投資信託及び投資法人に関する法律施行令 3 条)、仮想通貨にのみ直接投資をする場合には外国投資信託への該当性は否定されやすいと考えられます。

外国投資信託に該当する場合、その受益権の勧誘に際しては外国投資信託の届出が必要となります(投資信託及び投資法人に関する法律 58 条)。また、委託会社自身が販売を行う場合には第二種金融商品取引業を行う金融商品取引業者としての登録が必要となり(金融商品取引法 29 条、28 条 2 項、2 条 8 項 7 号ロ)、投資信託委託会社以外の者が販売を行う場合には第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者としての登録が必要となります(同法 29 条、28 条 1 項、2 条 8 項 9 号)。また、50 名以上に勧誘する場合に関する金融商品取引法上の開示義務は国内投資信託と同様です。

#### (3) 信託

投資信託に該当しない信託型のファンドもありえます。特定資産に該当しない仮想通貨を主たる投資対象とするファンドや、受益権を分割して複数の者に取得させることを目的としないものは、投資信託に該当しない信託ファンドとして組成することができます。仮想通貨が信託の対象たる「財産」(信託法 2 条 1 項)に該当するかという論点がある以外について規制法上の新しい重要論点はありませんが、実務的な課題等はいくつものと考えられます。

<sup>1</sup> 受益権を複数の者に取得させることを目的としない信託は禁止されません。

## 4. 会社型ファンド

投資信託及び投資法人に関する法律で規制される投資法人に該当性するかにつき、特定資産に関する議論は委託者指図型投資信託と同様です(投資信託及び投資法人に関する法律 2 条 12 項)。もっとも、仮想通貨に投資するファンドとして投資法人を使うニーズはほとんどなく、会社型ファンドで問題になるのは外国投資法人のみと考えられます。

投資法人に「類する」場合には外国投資法人に該当し(投資信託及び投資法人に関する法律 2 条 25 項)、外国投資法人に関する規制は外国投資信託と基本的に同じですが、外国投資法人が自身で販売を行う場合には金融商品取引業には該当しない点に違いがあります。投資法人以外の者が販売を行う場合には第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者としての登録が必要となる点は外国投資信託と同様です<sup>2</sup>。

## 5. 取引相手方の法規制

仮想通貨に投資するファンドが投資活動を行う場合、取引の相手方に対して適用される法規制も問題となります。取引相手方の行為が適法でなければ、取引を安定的に行うことはできません。

まず、仮想通貨に投資する場合、取引相手方が仮想通貨交換業者として登録されているかが問題となります。法定通貨と仮想通貨の交換又は仮想通貨同士の交換を業として行う場合に基本的に仮想通貨交換業者としての登録が必要となります(資金決済に関する法律 63 条の 2、2 条 7 項)。交換が海外で完結するのであれば当該交換自体は日本法の適用外と考えられますが、ファンド運営者が国内にいるのであれば交換が海外で完結しているとは言えず、日本法の適用を受けることになります。ファンド運営者に対するアドバイザーが国内にいる場合も、その役割次第では実質的に本邦で交換が行われていると評価される可能性がありますので、当該アドバイザーの役割を慎重に検討する必要があります。さらに、仮想通貨の交換の媒介、取次ぎ又は代理も仮想通貨交換業に該当するため、本邦でこれらの行為を行う者にも仮想通貨交換業者としての登録が必要となります。媒介とは、他人間の契約の成立に第三者が尽力することを意味するため、捕捉範囲は広いものとなっています。

ファンド・オブ・ファンズとして他のファンドの持分に投資する場合等、投資対象が有価証券である場合には、取引相手方が金融商品取引業としての登録されているかが問題となります。有価証券に投資を募る行為や投資家から出資を受けた金銭の運用行為については原則として金融商品取引業の登録が必要となります。行為が海外で完結している場合には日本法の適用対象外とされることも多いものの、日本の居住者を相手方としている限り、基本的に日本法の適用の適用を受けることとなります。

## 6. おわりに

仮想通貨ファンドに関して問題となる法律は上記に限定されません。金融商品の販売等に関する法律による説明義務(同法 3 条)が課される場合や犯罪による収益の移転防止に関する法律による取引時確認(同法 4 条)が必要となる場合があるほか、仮想通貨の仕組みやファンドのストラクチャー次第では、出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律、貸金業法等の法律も問題となります。

仮想通貨の仕組みやファンドのストラクチャーは、定型的なものがあるわけではないため、個別具体的な検討が不可欠と言えます。

<sup>2</sup> 外国の会社型ファンドが外国投資法人に該当しない場合、当該ファンドの持分は単なる外国会社の株式ということになりますが、その販売については、当該ファンドが自身で販売を行うときには金融商品取引業には該当しない一方で、当該ファンド以外の者が販売を行うときには第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者としての登録が必要となり、金融商品取引業との関係においては、外国投資信託と同様の規制を受けます。もっとも、外国投資法人の届出(投資信託及び投資法人に関する法律 220 条)は必要とされない点に違いがあります。





もとやなぎ ゆうすけ  
**本柳 祐介**

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

[y.motoyanagi@jurists.co.jp](mailto:y.motoyanagi@jurists.co.jp)

2001年早稲田大学法学部卒業、2010年コロンビア大学ロースクール卒業(LL.M.)。ファイナンス分野のパートナーであり、キャピタル・マーケット、アセット・マネジメント、金融規制、金融取引等を中心とした業務を担当している。