

プロ向けファンドに係る規制見直しの動向

1. はじめに

平成 27 年 1 月 28 日、金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」(座長: 神田秀樹教授。以下「本WG」といいます。)において、適格機関投資家等特例業務を利用した集団投資スキーム(いわゆる「プロ向けファンド」)について一定の改正を提言する内容の報告書「金融審議会投資運用等に関するワーキング・グループ報告～投資家の保護及び成長資金の円滑な供給を確保するためのプロ向けファンドをめぐる制度のあり方～」(以下「本報告書」といいます。)が取り纏められました¹。

2. 適格機関投資家等特例業務とは

金融商品取引法(以下「金商法」といいます。)上、金融商品取引業を行うには原則として金融商品取引業者としての登録が必要です²。いわゆる集団投資スキーム持分(金商法 2 条 2 項 5 号、6 号)に関しては、その募集・私募業務は第二種金融商品取引業として³、その出資又は拠出を受けた財産の運用業務は投資運用業として⁴、それぞれ登録が必要となります。この特例として、適格機関投資家 1 名以上且つ適格機関投資家以外の投資家(以下「一般投資家」といいます。)49 名以下等の一定の要件を満たす集団投資スキームに係る私募・運用業務は、「適格機関投資家等特例業務」として登録制ではなく届出制とされており⁵、行為規制も虚偽告知の禁止(金商法 38 条 1 号)及び損失補填等の禁止(金商法 39 条)に限定される等⁶、登録を受ける場合に比べて極めて緩やかな規制にとどめられています。

このような特例が設けられた背景については、平成 18 年改正⁷により金商法において新たに自己募集・私募及び自己運用について原則として登録を義務付けることで利用者保護の

本ニューズレターの執筆者



かわかみ よしひろ
川上 嘉彦

パートナー
弁護士



しば ちかひろ
芝 肇浩

アソシエイト
弁護士

徹底を図る一方で、金融イノベーションを阻害する規制とならないよう、適格機関投資家等を対象とする集団投資スキームについて特例を認めたものとされています⁸。また、一般投資家による投資も認められているのは、基本的に適格機関投資家が出資者となるファンドであっても当該ファンドと関係の深い一般投資家(例えばファンド運営会社の役員等)も出資している場合も多いとの実態を踏まえたものと説明されています⁹。

3. 投資運用等 WG に至る経緯

近時、適格機関投資家等特例業務が一般投資家向けにファンド持分を販売するための手段としても利用され、投資経験に乏しい投資家(特に高齢者)に対して不当な勧誘が行われる事例がみられるようになりました¹⁰。さらには、適格機関投資家の出資が行われていない、50 名以上の一般投資家から出資を集めている、出資金を運用資産以外に流用している、無登録業者に対して販売・運用の業務委託をしている、等といった事例も多発していることが明らかになりました¹¹。

このような事態を受けて、金融庁等の関係当局は、一定の対策¹²を講じてきましたが、悪質な業者による投資被害事例の増加は止まらず、平成 25 年末から翌年 4 月にかけて、独立行政法人国民生活センター、日本弁護士連合会、証券取引等監視委員会、消費者委員会といった各方面から、金融庁に対し、制度の見直しに向けた要望、意見、建議、提言が寄せられました。

以上を踏まえ、金融庁は、平成 26 年 5 月 14 日、適格機関投資家等特例業務において出資可能な一般投資家の範囲を一定の範囲に限定する旨の政・府令改正案を公表し、同年 8 月 1 日施行を目標にパブリックコメント(以下、「本パブコメ」といいます。)に付しました¹³。

本パブコメにおいては、ベンチャー・ファンドや一般の個人投資家向けの(太陽光発電等の事業を行う)ファンドに関して販売可能な投資家の範囲が狭すぎる等¹⁴、投資者保護の観点

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、弁護士の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。

西村あさひ法律事務所 広報室
(電話: 03-5562-8352 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

から個人への販売を禁止すべきである等¹⁵、様々な意見が寄せられました¹⁶。このような状況を踏まえて金融庁は仕切り直しを行い、同年 9 月 26 日に金融審議会に対して諮問に付したうえで、本WGにおいてベンチャー・キャピタル関係者や消費者関係者からヒアリングを行いつつ検討が行われました。

4. 投資運用等 WG 報告書の概要

本 WG においては平成 26 年 10 月から平成 27 年 1 月まで 6 回にわたり審議が行われ、これを踏まえて、冒頭記載の通り、同月 28 日に本報告書が取り纏められました。

本 WG においては一時は登録制の導入も含めて議論がなされましたが、本報告書において提案されている改正の内容は、以下のように、届出制を維持しつつ、要件及び規制の厳格化を図るものとなっております。

- (1) 届出手続きについての措置
 - ① 拒否要件・欠格事由等一定の人的要件を規定
 - ② 届出書の記載事項・添付書類の拡充及び届出書等の内容や事業の概況に係る説明書類の公表
- (2) 適格機関投資家に関する要件の加重
 - ① 投資事業有限責任組合について資産要件(例えば、運用資産残高(借入を除く。)5 億円以上)を規定
 - ② 適格機関投資家からの投資が、届出者が支配する者のみからの形骸的なものの場合を除外
- (3) 届出者に対する行為規制の厳格化
 - ① 忠実義務・善管注意義務、分別管理義務、投資家利益を該当する取引行為の禁止、適合性原則、断定的判断の提供の禁止、契約締結前・締結時交付書面の交付義務、運用報告書の交付義務等
 - ② 但し、特定投資家については、適合性原則、契約締結前・締結時交付書面の交付義務、運用報告書の交付義務(個別照会に対して速やかに回答できる体制が整備されている場合)等を適用除外
 - ③ 適格機関投資家等特例業務に関し、その業務の性質やリスクの高さ、出資できる者が限定されていることの説明義務

- ④ 事業報告書作成・提出義務及び帳簿作成・保存義務
- (4) エンフォースメントの拡充
 - ① 業務改善・停止・廃止命令を可能とすること
 - ② 無届出、虚偽届出等に対する罰則(1 年以下の懲役・300 万円以下の罰金)の引上げ
 - ③ 緊急差止命令(金商法 192 条 1 項)の申立てのための調査(金商法 187 条)に関する報告・物件提出命令違反等に対する罰則(10 万円以下の過料)の引上げ
 - ④ 投資者保護の観点からの届出者に対する検査を明確化
 - ⑤ 緊急差止命令(金商法 192 条 1 項)の対象を拡大
- (5) 出資可能な一般投資家の範囲の制限について本パブコメにおける案よりも緩和し¹⁷、①株式会社以外の法人であつても一定の資本金又は純資産要件を満たすもの、②届出者の一定のグループ企業、運用委託先・投資助言者及びこれらの者の役職員・その親族(3 親等内)、③政府・地方自治体、④一定の体制整備をした「ベンチャー・ファンド」について一定範囲の個人・法人を追加¹⁸
- (6) 上記の見直しとの関連で、プロ向け投資運用業の範囲等についても検討

5. 今後の見通し

今後、本報告書は金融審議会総会において報告されるとともに、当該報告の内容を踏まえて具体的な改正作業が進められることとなります。本報告書において提言された改正内容のうち政・府令改正で対応可能と考えられる一部の事項(届出書の記載事項及び添付書類の拡充(前記 4(1)②)や出資可能な一般投資家の範囲の制限(前記 4(5)については先行して政・府令改正案がパブリックコメントに付される可能性があります。それ以外の事項については、今通常国会において提出されるであろう金商法の一部改正法案に盛り込まれたうえで、改正法の成立後、関連する政・府令改正案がパブリックコメントに付されることが予想されます。

なお、政・府令の制定に当たっては原則として少なくとも 30

日間のパブリックコメントの募集が必要ですが(行政手続法 39 条)、法律案の提出に当たってはそのようなプロセスを経ないのが通常であり、関係者が直接に意見を提示する機会は必ずしも保障されていない点に留意が必要です。

6. 実務への影響

これまでの適格機関投資家等特例業務の利用例としては、本WGの事務局資料¹⁹によると、ファンド数では「不動産ファンド」(その多くは不動産流動化取引において用いられるいわゆるTK-GKスキーム²⁰と推察されます。)と「ベンチャー」の2つが過半を、運用財産額では「不動産ファンド」が大部分を占めているほか、様々な種類の投資ファンドがありますが、その中には(運用財産額では少ないものの)主たる出資者が個人であるもの(「ヘッジファンド」や「ベンチャーファンド」等)も相当数含まれていることが明らかにされています。こうした状況の下、本報告書の通りに改正がなされた場合、以下のような実務への影響が考えられます。

(1) 届出関連

届出制が維持されたことで、不動産流動化取引の場合等に特別目的会社(SPC)が適格機関投資家等特例業務を利用することは引き続き可能となるものと見込まれますが、他方で、届出に際して拒否要件・欠格事由等一定の人的要件が求められることとされているため(前記 4(1)①)、その具体的な内容次第では、大きく制約を受けるおそれがあり、今後の動向に注意が必要です。また、届出書の記載事項及び添付書類の拡充(同②)により、届出により時間及び費用を要することになることが懸念されます。

また、これに関連して一定の公表が求められることとなるため(同②)、公表対象となる範囲次第ではその利用が困難となる場合もあります。

(2) 適格機関投資家の要件

スキームの設計の際、投資事業有限責任組合は一定の資産要件を満たした場合に限り適格機関投資家としてカウントされることになること(前記 4(2)①)や届出者の支配する者は(それによる「形骸的な投資」の判断基準次第では)適格機関投資家としてカウントされない可能性があることについて(前記 4(2)②)、留意が必要となります。

(3) 届出者に対する行為規制・検査・行政処分等

行為規制が厳格化されたうえで(前記 4(3))、検査・調査及び行政処分・刑事罰によるエンフォースメントも強化されることから(前記 4(4))、これらへの対応への一定の法令遵守コストを要することに留意を要します。特に、届出者が SPC の場合には、事務委託先や運用委託先・投資助言者において、かかる行為規制の遵守に加えて検査対応についても、どのように手当てをするか実務的な観点からの検討を要します。

(4) 出資可能な一般投資家の範囲について

一般投資家の範囲が制限されることになったため(前記 4(5))、特に個人や中小企業から出資を受けているファンドについては、(特別に範囲が緩和される「ベンチャー・ファンド」を除き、)今後は適格機関投資家等特例業務の利用が困難となるものも少なからず存在するものと考えられ、個別の事情に応じた適切な対応(金融商品取引業者²¹の利用等)を検討する必要があります。また、特別に一般投資家の範囲が緩和される「ベンチャー・ファンド」の場合であっても、一定の体制整備²²を要する点には十分に留意が必要です。

さらに、「ベンチャー・ファンド」に限らず一般投資家から出資を受ける場合には、その要件の該当性をどのような資料を用いて確認すべきか、事後的に要件を満たさなくなった場合にどのように対応すべきか等、今後の動向を注視しつつ実務的な課題を解決していく必要があります。

7. 結 語

本報告書において提案されている適格機関投資家等特例業務に関する改正内容は、本パブコメ段階のものに比べて、投資家保護のための規制の強化のみならず金融イノベーションの促進にも一定の配慮がなされたものとなったように思われます。もともと、今後、策定される改正案が具体的にどのような内容となるか、そして、改正を踏まえて当局がどのような運用を行っていくこととなるかについては、上記7の問題意識を踏まえて、引き続き注視していく必要があります。

以上

¹ 金融庁平成 27 年 1 月 28 日付「金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」報告書の公表について」
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20150128-1.html。

² 金商法 29 条

³ 金商法 2 条 8 項 7 号へ、28 条 2 項 1 号

⁴ 金商法 2 条 8 項 15 号ハ、28 条 4 項 3 号

⁵ 金商法 63 条 1 項、2 項、63 条の 3 第 1 項、金融商品取引法施行令 17 条の 12

⁶ 金商法 63 条 4 項、63 条の 3 第 3 項

⁷ 証券取引法等の一部を改正する法律(平成 18 年法律第 65 号)。

⁸ 三井秀範＝池田唯一[監修]・松尾直彦[編著]『「一問一答金融商品取引法」(改訂版、商事法務、2008 年)325 頁。

⁹ 三井＝池田・松尾・前掲 327 頁。

¹⁰ 独立行政法人国民生活センター平成 23 年 2 月 24 日付報道発表資料「複雑・巧妙化するファンドへの出資契約トラブル―プロ向け(届出業務)のファンドが劇場型勧誘によって消費者に販売されるケースも」(同ウェブサイト内 http://www.kokusen.go.jp/news/data/n-20110224_1.html)において公表。)1 頁、7 頁。

¹¹ 金融庁＝証券取引等監視委員会平成 24 年 2 月 15 日付「適格機関投資家等特例業者に対する対応を強化！違法なファンド業者にご注意ください！」
http://www.fsa.go.jp/ordinary/tekikaku_kyouka/ <http://www.fsa.go.jp/ses/c/support/tekikaku_kyouka.htm>

¹² ①投資者に対する注意喚起(注 11)、②届出の際の添付書類や届出事項を追加するなどの内閣府令の改正(資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う金融庁関係内閣府令の整備等に関する内閣府令(平成 24 年内閣府令第 4 号)10 条による金融商品取引業等に関する内閣府令 236 条、238 条、239 条、244 条及び 244 条の 2 の改正(平成 24 年 4 月 1 日施行))、③届出受理時の留意事項の追加、問題のある届出業者に対する警告書の発出及びその旨の公表(金融庁ウェブサイト内 <http://www.fsa.go.jp/ordinary/chuui/tekikaku.html>)参照。)並びに問題のある届出業者のリストの作成及び公表(金融庁ウェブサイト内 <http://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyo/tokurei.html>)参照。)を定めるなどの監督指針の改正(平成 24 年 2 月 15 日公表に係る「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正(同日及び平成 24 年 4 月 1 日に段階的に実施))
<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20120215-2.html>)、④金融商品取引法違反のある届出業者らに対する調査及び緊急差止め命令の積極的な活用(証券取引等監視委員会によるジャパンライズ株式会社及びその役職員の金融商品取引法違反行為に係る札幌地方裁判所への緊急差止め命令の申立て(平成 23 年 4 月 28 日)など)

¹³ 金融庁ウェブサイト内 <http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20140514-1.html>。この改正案において公表された出資可能な一般投資家の範囲は、大要、①金融商品取引業者等(法人)及びその子会社等・関連会社等、②集団投資スキームの自己運用業者及びその役員・使用人・親会社等、③上場会社及びその子会社等・関連会社等、④資本金 5000 万円超の株式会社及びその子会社等・関連会社等、⑤特殊法人、⑥特定目的会社、⑦投資性金融資産 100 億円以上を保有する一定の在続厚生年金基金及び企業年金基金、⑧外国法人、⑨投資性金融資産を 1 億円以上保有しかつ証券口座開設後 1 年経過した個人及びかかる個人を代表者とする資産管理会社、⑩投資性金融資産を 3 億円以上保有する法人、⑪業務執行組合員等として投資性金融資産 3 億円以上を保有する業務執行組合員等(個人・法人)、⑫投資者が届出業者と同様の範囲である外国集団投資スキーム持分の発行者とされています。

¹⁴ ベンチャー・ファンド側の意見の例として、独立系ベンチャーキャピタリスト等有志(赤浦徹、磯崎哲也、加登住眞、木下慶彦、郷治友孝、佐佐安リ、松山太河、村口和孝)平成 26 年 6 月 9 日付「「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案」修正への意見書」(磯崎哲也氏のウェブサイト「isologue」内 <http://www.tez.com/blog/archives/post4613.html>)において公表。)

¹⁵ 例として、日本弁護士連合会会長の金融庁長官宛て 2014 年 6 月 6 日付「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案等について(要望)」(日本弁護士連合会ウェブサイト内 http://www.nichibenren.or.jp/activity/document/opinion/year/2014/14022_0_2.html)において公表。)

¹⁶ 金融庁平成 27 年 1 月 28 日付「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案等」に対するパブリックコメントの結果等について
<http://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20150128-2.html>

¹⁷ ②及び③については出資割合を一定の水準以下にするとの措置を講じることが考えられるとされている。

¹⁸ 「ベンチャー・ファンド」(*)については、相応の体制整備(投資事業有限責任組合モデル契約に準じたガバナンスの確保、ファンド契約書類の提出、総会開催・決算情報の投資家への開示、プロ以外から出資を受ける場合の財務諸表監査の実施と公認会計士名等の公表等)を条件に、以下の者を追加
 (i) 上場会社等の役員・元役員、ファンドの業務執行組合員・元業務執行組合員等
 (ii) 上場会社等の有価証券届出書(上位 50 名程度)又は有価証券報告書(上位 10 名程度)記載の株主等である個人・法人等
 (iii) 経営革新等支援機関として認定されている公認会計士、弁護士、司法書士、行政書士、税理士等
 (iv) 会社の役員・使用人・コンサルタント等として、会社の設立、増資、新株予約権の発行、新規事業の立上げ、経営戦略の作成、企業財務、投資業務、株主総会又は取締役会の運営、買取若しくは発行する株式の金融商品取引所への上場に関する実務に、一定期間(例えば 1 年程度)直接携わった経験があり、当該実務について専門的な知識や能力を有する者
 (v) 上記のような出資可能な投資家が支配する会社
 (*) 「ベンチャー・ファンド」の定義は以下のとおり
 ・ 非上場企業への株式投資等が例えば 8 割以上
 ・ 原則として、レバレッジがないこと
 ・ 原則として、途中償還がないこと
 ・ ベンチャー・ファンドとしての投資戦略をとっていることを明確に説明していること 等

¹⁹ 金融庁監督局平成 26 年 10 月 10 日付「事務局説明資料(適格機関投資家等特例業務届出者の状況)(金融庁ウェブサイト内 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi_wg/siryou/20141010.html)において公表。)

²⁰ 匿名組合(TK)契約によりエクイティ出資を受け入れた特別目的会社である合同会社(GK)が流動化対象資産を取得・保有するスキームをいいます。TK-GK スキームを用いた不動産流動化取引においては、合同会社は、不動産特定共同事業法による制約等から、現物不動産ではなく不動産信託受益権を取得・保有するスキームが一般化しており、この場合、合同会社は匿名組合契約形式の集団投資スキーム持分の発行者となるとともに、受け入れた金銭を有価証券である不動産信託受益権として運用することとなるため、適格機関投資家等特例業務、第二種金融商品取引業者への私募の取扱いの委託または金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令 16 条 1 項 10 号所定の例外によることが通常です。

²¹ 場合によっては、平成 26 年改正により登録要件が緩和される第二種少額電子募集取扱業者(金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成 26 年法律第 44 号)1 条による改正後の金商法 29 条の 4 の 3(平成 27 年 5 月までに施行予定)参照)の制度を利用することも考えられます。

²² 注 18 参照。