

金融庁は、平成 20 年度税制改正により導入された「独立の地位を有する代理人」(以下「独立代理人」という。)の規定に関し、今般、国外ファンドと投資一任契約を締結し特定の投資活動を行う国内の投資運用業者が独立代理人に該当するかどうかの判定における法的独立性に関する実務上の取扱いの疑問点について、下記のとおりQ&A形式にとりまとめた。

本Q&Aにおけるファンドの概要、運用委託の状況、報酬については、基本的に、別途とりまとめた「国外ファンドと投資一任契約を締結し特定の投資活動を行う国内の投資運用業者が独立代理人に該当するかどうかの判定について」の事例を前提としている。

前提事実が異なる場合や、関係法令が変更されるような場合には、異なる見解が示されることもありうる。

なお、本Q&Aについては、国税庁に照会し、「貴見のとおりで差し支えない。」との回答を得ている。

記

国内の投資運用業者に係る独立代理人の判定における法的独立性に関するQ&A

(基本的な考え方)

投資一任契約において国内の投資運用業者に全部又は一部を一任される投資判断とは、「投資の対象となる有価証券の種類、銘柄、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期についての判断又は行うべきデリバティブ取引の内容及び時期についての判断」であり、独立代理人の判定における法的独立性に関しては、これらの判断について国内の投資運用業者が十分な裁量権を有していることが重要である。

【問1 - リスク管理】

投資一任契約に以下のような定めがあり、実際に委託者(ファンドの国外業務執行組合員又は国外投資運用業者をいう。以下同じ。)がその定めに基づく指示を(頻繁に)行っている場合、その指示は、「詳細な指示」に該当するか。

(例1)委託者は、リスク量の上限を(数値又は計算式ではなく)市場の状況に応じて適宜指示することができる。委託者は、国内の投資運用業者がリスク量を超える運用を行っている場合には、速やかにポジションを解消するよう指示することができる。

(例2)委託者は、リスク量の上限を(数値又は計算式ではなく)市場の状況に応じて適宜指示することができる。委託者は、通常と異なるマーケットの状況が生じた時(例えば、今回のサブプライム・ローンのような問題が起きた時)には、特定の運用手段を用いないように指示することができる。

(例3)委託者は、リスク量の上限を(数値又は計算式ではなく)市場の状況に応じて適宜指示することができる。委託者は、ファンドに含まれる特定の銘柄の株式の流動性が極めて低くなり、その銘柄の保有量がファンド資産の額に比較して多いと認める場合には、速やかにその銘柄のポジションを解消するよう指示することができる。

【答】

ファンドを管理運用するにあたって、運用を各地域・各分野の専門家(投資運用業者等)

に任せつつ、ファンド全体のリスク管理を特定の者に一元化することはしばしば見られる手法である。このようなリスク管理(リスク量の制限)に関する指示は、投資一任契約において「市場の状況に応じて適宜指示することができる」とされ、仮にその指示が頻繁に行われていたとしても、(例1)(例2)のように、通常は、「有価証券の種類、銘柄、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期」に関する指示でないため、国内の投資運用業者の投資判断についての十分な裁量権を失わせる「詳細な指示」には当たらない。

ただし、リスク量の制限に関する指示であっても、(例3)のように、その指示が有価証券の銘柄や売買の時期等に及ぶ場合には、国内の投資運用業者の投資判断についての十分な裁量権を失わせ、「詳細な指示」に該当するおそれがある。

【問2 - 資産配分(アセット・アロケーション)】

投資一任契約において、委託者がアセット・アロケーションを(数値又は計算式ではなく)市場の状況に応じて適宜指示することができることとされ、実際に委託者が以下のような指示を行っている場合、その指示は、「詳細な指示」に該当するか。

(例1)債券と株式の比率に関する指示

(例2)株式投資における業種毎の比率に関する指示

(例3)個別銘柄の比率に関する指示

【答】

投資一任契約において、委託者がアセット・アロケーションを指定することはしばしば見られる。このようなアセット・アロケーションに関する指示は、有価証券の種類に関する指示であるが、「有価証券の銘柄、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期」に関する指示ではないため、(例1)や(例2)のような大まかな指示で、国内の投資運用業者の投資判断についての十分な裁量権を失わせるものでない限り、「詳細な指示」には当たらない。

ただし、アセット・アロケーションに関する指示であっても、(例3)のように、その指示が有価証券の個別銘柄の比率に及ぶ場合には、国内の投資運用業者の十分な裁量権を失わせ、「詳細な指示」に該当するおそれがある。

【問3 - 投資制限(ネガティブ・リスト等)】

投資一任契約において、委託者が特定の業種又は銘柄への投資を制限することができることとされ、実際に委託者がそのような指示を行っている場合、その指示は、「詳細な指示」に該当するか。

【答】

投資一任契約において、委託者が様々な理由から特定の業種又は銘柄への投資を制限することができる。このような投資制限に関する指示は、有価証券の銘柄に関する指示であるが、投資が制限された業種又は銘柄以外の有価証券に関する国内の投資運用業者の投資判断についての十分な裁量権を失わせるものではないため、「詳細な指示」には当たらない。

【問4 - 投資方針】

投資一任契約に以下のような定めがあり、実際に委託者がその定めに基づく指示を行っ

ている場合、その指示は、「詳細な指示」に該当するか。

(例1) 委託者と国内の投資運用業者は定期的に投資運営委員会を開催し、国内の投資運用業者はその委員会で決定された投資運営方針に沿って投資を行う。

(例2) 重要な投資方針の変更を行う場合(例えば、従前は上場株式のみに投資することとしていたが、新たに非上場株式にも投資を行うこととする場合)には、委託者がその承認を行う。

【答】

投資一任契約において、委託者が投資対象について上場株式に限る等の投資方針を指示する(又はその変更を承認する)ことはしばしばみられる。このような投資方針に関する指示(又は変更の承認)は、有価証券の種類に関する指示であるが、「有価証券の銘柄、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期」に関する指示ではないため、(例2)のような大まかな指示で、国内の投資運用業者の投資判断についての十分な裁量権を失わせるものでない限り、「詳細な指示」には当たらない。

また、(例1)のようにその投資方針を委託者と国内の投資運用業者との合同の投資運営委員会で決定している場合でも、その投資方針が大まかなもので、国内の投資運用業者の投資判断についての十分な裁量権を失わせるものでない限り、「詳細な指示」には当たらない。

【問5 - 投資承認】

投資一任契約において、一定金額以上を単一の銘柄へ投資する場合には、国内の投資運用業者は委託者の承認を受けなければならないこととされ、実際に委託者がそのような承認を行っている場合、その承認は、「詳細な指示」に該当するか。

【答】

一定金額以上の単一銘柄への投資に関する承認は、有価証券の銘柄に関する指示であり、国内の投資運用業者の投資判断についての十分な裁量権を失わせる「詳細な指示」に該当するおそれがある。

【問6 - 情報交換】

委託者と国内の投資運用業者が市場の動向について情報交換を行っており、個別銘柄に関する分析・見通しについても意見交換を行っている場合、国内の投資運用業者の法的独立性が失われることになるか。

【答】

国内の投資運用業者が投資一任契約に基づいて実施する投資活動に関連する重要な情報を委託者に提供することは、それが投資活動を行う方法について委託者から承諾を求める過程で行われるものでない限り、それ自体は、代理人が独立していないと決定する十分な基準とはならない。単なる契約の円滑な実施と委託者との良好な関係の維持のための情報の提供は、国内の投資運用業者の法的独立性を失わせるものではない。

ただし、情報交換や意見交換の過程において、委託者から「有価証券の銘柄、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期」に関する指示が行われる場合には、国内の投資運用業者の投資判断についての十分な裁量権を失わせる「詳細な指示」に該当するおそれがある。

【問7 - 代理人としての監督(オーバーサイト)】

代理人である国外投資運用業者が、復代理人である国内の投資運用業者に対して、投資一任契約の条項の順守等について監督(オーバーサイト)を行っている場合、国内の投資運用業者の法的独立性が失われることになるか。

【答】

国外ファンドから資金運用を任された国外投資運用業者が、更に各地域・各分野の専門家(投資運用業者等)にその資金運用の一部を任せることはしばしば見られる。この場合、代理人である国外投資運用業者は、復代理人の選任及び監督について本人(国外ファンド)に対して責任を負うこととなるため、復代理人である国内の投資運用業者に対して、代理人としての監督(オーバーサイト)を行うこととなる。このような監督は、代理人が本人に対して負う善良な管理者としての注意義務に基づいて行われるものであり、契約の条項の順守等についての監督に過ぎないので、それ自体は、国内の投資運用業者の法的独立性を失わせるものではない。