

2014年11月21日

尾崎 一法(委員、日本ベンチャーキャピタル協会会長)

前回WG(本年11月6日 第3回)主要論点に関する日本ベンチャーキャピタル協会の見解

日本ベンチャーキャピタル協会(JVCA)といたしましては、本年8月の施行が予定されていた「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令案」の閣議決定が延期されたこと等に伴って本年10月より本WGが金融審議会において開催されることとなった経緯を踏まえ、以下のような基本的立場に立っております。

1. 一般投資家への詐欺的投資勧誘被害をなくすため、協会としても、最大限のご協力をさせて頂くとともに、具体的方策について出来る限りの知恵を絞らせて頂きます。協会としては、詐欺的投資勧誘被害を、形式のみならず実質的に撲滅したいと真剣に考えております。
2. そのようなご協力をさせて頂くことが、協会としての社会への貢献であり、ベンチャーキャピタル業界の健全な発展につながります。そして、特例業務が悪用されない環境のもと、健全に活動しようとする新たなベンチャーキャピタリスト及びベンチャー企業の挑戦を奨励し、育成することが、ベンチャーへの成長資金の供給と産業の新陳代謝につながり、日本経済の成長につながります。

上記の認識のもと、以下、前回WGでご指摘頂いた論点について、日本ベンチャーキャピタル協会としての見解を記させていただきます。

論点	委員指摘	回答等
LPSにおける共同事業性	・有限責任組合員(LP)は業務執行には不関与。株式会社の株主と変わらないのではないか。	・LPは、業務執行を無限責任組合員(GP)に委任する(LPS法16条)も、GPの業務執行を直接監視してLPSの共同事業について意思決定を行う立場であり、株式会社で例えるなら、LPは、株主であるとともに、取締役会において代表権/業務執行権を他の取締役委任している責任限定付き取締役のような存在です。LPは、共同事業を行う組合員(LPS法3条1項)として、匿名組合における匿名組合員や株式会社における株主とは異なる権限を有しています。また、LPが出資した財産は、匿名組合や株式会社のように自身の所有から離れることはなく、引き続き当該LPによって共有し続けられます。株式会社では、金商法上の開示義務のかからない少数数私募の場合、事業に関与しない投資家(株主)を募る行為について金商法上の登録義務は設けられていませんが、そのような中で、特定少数者からの私募のみで成り立っているLPSに不相応に厳しい規制を課することは、憲法上の営業の自由の保障の観点のみならず、投資勧誘被害防止策としての実効性の観点からも、適切なものとは考えられません。なお、LPSでは、株式会社の株主や匿名組合の匿名組合員とは異なり、

	<p>・LPS が金商法の適用除外となる法 2 条 2 項 5 号イの「出資者の全員が出資対象事業に関与する場合として政令で定める場合」を満たすことはないのではないか。</p>	<p>LP 同士にも契約関係がなくてはなりません。問題業者が運営していた LPS の中で、LPS 法に則って投資事業有限責任組合契約が全組合員間で締結され、被害者を含む全組合員の住所・氏名が契約に記載されている例は、検査の結果からも極めて少ないと考えられます。(11 月 6 日第 3 回 WG 資料 2. 11 頁参照)</p> <p>・金商法 2 条 2 項 5 号イは、民法上の組合、匿名組合、LPS、LLP(有限責任事業組合)、社団法人を対象としていることから、LPS は、同号イの要件を満たし得ることが想定されています。たとえば、ファンド事業に常時従事するわけではない出資者が「特に専門的な能力であって出資対象事業の継続の上で欠くことができないもの」(ex. 高度な経営ないし技術上の能力)を発揮して事業に対するアドバイスなどを行う場合であって、GP の業務執行の決定について同意するか否かの意思を表示してその執行が行われる場合は該当し得ます(施行令 1 条の 3 の 2 第 2 項)。現状では、法 2 条 2 項 5 号イの要件を厳格に満たすための負担に対して、特例業務の届出の負担が相対的に軽いことから、特例業務の届出を選択する GP がほとんどですが、今後仮に、特例業者のファンドに、高度な投資判断能力を持つ個人ですら出資できなくなったり、特例業務が廃止されて登録が必ず義務付けられることになったりすれば、金商法 2 条 2 項 5 号イの要件の範囲内でのみ共同事業を運営する LPS が増えるでしょう。LPS が、共同事業を行う上で不相応に負担が大きくない法的枠組みを選択することは自然な流れです。なお、①出資者間の共同事業性が法制上想定されていない匿名組合については、法に準拠した運営をしている LPS より金商法 2 条 2 項 5 号イの共同事業の要件を満たすものは少なく、②業務執行の決定が原則として総組合員の同意による(LLP 法 12 条 1 項)とされている LLP については、共同事業の要件を満たす場合がより多いと考えられます。</p> <p>・LPS において、金商法 2 条 2 項 5 号イの範囲内で共同事業が行われる場合であれば金商法の適用除外であるにも関わらず、少しでもその範囲を超える場合には一律事前参入規制である登録義務を課することとするのは、法制的に著しくバランスを欠きます。</p> <p>・このたびの規制見直しによって、健全な業者は特例業務を活用した LPS で投資事業を立ち上げて運営することが難しくなり、悪徳業者は金商法の適用されない少数人数私募の株式会社や金商法 2 条 2 項 5 号イの適用除外に流れるだけ、という事態は避けなければなりません。</p>
<p>適格機関投資家に 5%の出資要件を課することについて</p>	<p>・届出時は見込みで判定されるため、虚偽的な届出ができるでは</p>	<p>・ご指摘は、現行の特例業務についてはあてはまりますが、実際に出資を受ける際には契約を締結することになるため、今後の改正で、最初の届出の際における適格機関投資家の出資意向を証する書面の提出の義務付け、ファンド契約締結時＝出資時に適格機関投資家の出資を証する書面の届出</p>

<p>て</p>	<p>ないか。</p> <p>・5%は低すぎるのではないか。</p>	<p>の義務付け、届出が行われない場合における無登録としての取り扱いの定め等の手立てを行うべきです。各適格機関投資家の出資がなされているかどうかについては、事後チェックでいつでも客観的・形式的な判定が可能です。</p> <p>・適格機関投資家1社あたりの出資額については、多くの洗練された適格機関投資家の場合、特定のファンドへの risk exposure を一定程度以下にしなければならないとの自主ポリシーから、全体の5%を超えられない場合が多いです。そのため、詐欺的投資勧誘被害の防止に一定の効果が期待されて(本年10月10日第2回WG資料1の10頁参照)、かつ、実現性のある適格機関投資家の出資下限割合としては、5%程度が相当と考えられます。ただしこの下限は、各々の適格機関投資家についてのものであって、日本ベンチャーキャピタル協会としては、「洗練された(十分な投資判断能力を持つ)」個人が出資できるファンドについては、適格機関投資家を含むプロ(たとえば「適格投資家」や、金商法63条改正により新たに設けられるプロ概念)の出資全体で50%以上という要件を課すことが望ましいと考えております。</p>
<p>特例業者の登録制・届出制</p>	<p>・特例業者に登録制を課することがそんなに困るのか。</p>	<p>・ご指摘は、まず「登録制ありき」とのご認識であり、「規制改革の基本理念は、『事前規制』から『事後監視・監督』(以下「事後チェック」という。)への移行を図ることにある」とする総合規制改革会議「規制改革の推進に関する第二次答申(平成14年12月12日)」に適合しないものと考えます。(11月6日第3回WG資料2. 15頁参照)</p> <p>・また、「登録制にすれはうまくいく」ことにもならないと考えます。投資詐欺を行う問題業者は、形式的要件を具備していないことではなく、投資詐欺を行う悪意を有しているという実質に問題があるのです。政府が登録審査の際に客観的な「形式的要件」のみで問題業者を排除することは不可能ですし、国家財政が厳しい折、新たに税金を投入して実質を見抜こうとする登録審査体制を構築しようとすることは、限界があるとともに経済への弊害を生みます。民間の判断能力のある人から見れば、問題業者は一見して疑わしいと分かる者たちですが、それを見抜く判断能力のない方々が被害にあわれているのが実態です。したがって、問題業者を見抜くために有効な様々な判断要素(ex. 投資、財務、法律等)についての役割を適時適切に分担する、ファンドから独立した民間の第三者の判断能力を取り入れる仕組みを構築することが、投資詐欺被害を防止するうえで真に有効であるし、必要なことであると考えます。(11月6日第3回WG資料2. 10~13、17~21頁参照)</p> <p>・ベンチャーキャピタルへの登録制の弊害については、米国のベンチャーキャピタルにおいて、一定の要件を満たす者(本年11月6日第3回WG資料2の58頁、同WG資料4の1頁参照)が投資顧問</p>

法上の登録制の適用除外となった際の議論が参考になると考えます。米国 National Venture Capital Association (NVCA) が 2011 年 1 月 24 日に SEC に対して提出した Comment Letter における Background (2 頁～) では、①投資顧問法上の登録制は小規模 VC にとって年間数千万円程度もの非常に重たいコストのかかる体制整備を必要とする、②かかる登録制を課すると、VC は、規制上の要求を満たすために、本来新しい企業の開業と育成に集中すべき時間と金銭的リソースが取られ、本業に十分に専念できなくなる、③かかる登録制を課すると、政府にとっても、本来もっとかけるべきところに投入すべきリソースを散逸することになる、④VC は小規模の管理スタッフで業務執行を管理し、通常、投資担当パートナーが管理部長や CFO の役割を果たして出資者に対する報告や出資者との IR 活動を行っている、⑤かかる登録制は、VC ファンドの業務執行や LP との関係に変化を強いるものであり、VC に、従来、洗練された投資家が要求もせず導入されてこなかったリソース負担やオーバーヘッド負担を要求する、⑥SEC は投資顧問法の登録業者を定期的に検査することができるが、登録業者に対して行われる内部統制や法令順守等の検査は、VC ファンドに対して行ったとしても有意義な洞察をもたらさない、⑦SEC は既に、VC ファンドに対する苦情に対応し、不正が疑われる VC ファンドを捜査し、投資顧問法違反を発見すれば命令を申し立てる権限を有しており、かかる登録制に基づく規制権限を新たに講じなくとも大きな不都合はない、等の指摘がなされています。

http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=694&Itemid=93

・上記の議論は、米国にとどまらず、我が国を含む世界のベンチャーキャピタル全般に当てはまるものです。我が国においても、LPS など共同事業性のあるファンドを運営する VC においては、共同事業者たる特定少数の出資者によるガバナンスに誠実に対応しつつ、投資先の開業や成長を支援する業務に専念し、成果を出すことが本務となります。また、米国の VC の数十分の 1 の規模しかないと言われている我が国の VC 業界においては、VC 業務の専門家の層も薄いものになっています。かかる VC 事業者に対して、(実際に相手とすることがない) 不特定多数者を扱う事業者向けの業規制である登録制を強いることは、事業者にとって、費用的、リソース的、時間的な負担が大きだけでなく、まったく共同事業者が望んでいるものでもなく、VC 事業者が本来専念すべき出資者との連絡調整や支援業務に割くことができる費用、リソース、時間を削ぐものです。また、規制改革の理念に則れば、事前規制を新たに導入するためには、特例業者における匿名組合や LPS 等の様々な法的枠組みやビジネス実態を十分に理解し、事後チェックによって政策目的を達成すること

	<ul style="list-style-type: none"> ・登録に時間がかかって投資機会を失うというが、ベンチャーキャピタルを設立するときに投資先など見つからないのではないか。 ・不動産SPCのように器でしかないものも存在。登録で対応するのは無理がある。 	<p>ができる部分とそうでない部分を丁寧に検証し、「新成長戦略」等の政府全体の方針に矛盾しない形で、事前規制でなければどうしても政策目的を達成できない部分に限って慎重に行う必要があります。金商法の他の金融業者もそうだから特例業者も同じ規制を、といったご議論や、そもそも登録制ありき、とのご議論は、我が国の規制改革の理念や、国全体の政策の方向性に適合しないと考えます。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・後述の米国におけるベンチャーキャピタルの届出制においては、VCは、ファンド資産額、ファンド組織形態、支配関係、ファンド投資家数、ファンド最低投資額、一定の投資家のファンド保有割合、実際にファンドに投資した投資家の割合、会計監査の有無や監査法人の名称、監査済み財務諸表を投資家へ渡しているか、会計監査に問題はなかったか等を含む詳細な情報を、最低年1回(情報が変更された時にはより頻繁に)届け出る義務があります。これらの情報は、SECのウェブサイトで公表されております。(11月6日第3回WG資料4. 1~3頁参照) ・実務の実態としまして、ベンチャーキャピタルファンドを設立する際には、投資判断能力のある適格機関投資家等の投資家からは必ず、具体的な投資先候補を提示するように求められます。そのため、設立時に投資先が見つからないベンチャーキャピタルですと、投資判断能力のあるプロの投資家の方々から出資を募ってファンドを設立することは、まず不可能です。イノベーションが発生する現場では、迅速なスピードでの実務と判断が求められます。もしも、ベンチャーキャピタルが登録を必ず義務付けられ、かつ、登録に不相当な時間がかかるようになった場合には、その間に投資先候補への投資機会を逃し、結果としてファンドを設立できなくなるケースが生じるようになるものと予想されます。 ・貴重なご指摘だと考えます。経済の活力を失わせない形で規制改革を行うためには、ご指摘のように、実務の実態を踏まえることが必要であると考えます。
洗練された投資家 (Sophisticated Investor) の表明保証と弁護士の第三者意見	<ul style="list-style-type: none"> ・表明保証だけではワークしない。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ご指摘のように、表明保証を含め、ご提案したどの要件(11月6日第3回WG資料2. 17~21頁)についても、たった一つだけで投資詐欺被害の問題を100%防ぐものではありません。しかし、米国でもEUでも、本人以外の者に対して自身が「洗練された」投資家(Sophisticated Investor)である旨の表明保証を求めることで、リスクの高い投資から「洗練されていない」者を遠ざけるとともに、投資判断能力があり自己責任を取れる者のみが投資に参加するように促しています。そうした実務慣行は、有効性が認められて、長年にわたって先進国において定着しています。日本におい

・弁護士に、投資家の投資判断能力に関する判断能力はない。

でもこれを取り入れることで、これまでよりは投資詐欺被害を抑制することができるようになることは明らかです。

・ご提案の趣旨は、投資判断能力があるかどうか分かり辛い投資家の判定を弁護士にお願いしたいということではありません。むしろ、法的観点から、投資判断能力がない方々（例えば、投資詐欺被害の太宗を占めている、判断能力に欠ける高齢者。10月24日第2回WG資料1. 13頁参照）が投資している業者のファンドについては、適法性・相当性があるという意見書を出さないでいただくことで、問題業者のファンドの届出や、被害に合う方々を大幅に減らすことが目的です。

・本人自身の表明に加えて、第三者であり法律の専門家である弁護士の意見書も補完要件として加えることで、問題業者が投資判断能力のない方々を騙すためのハードルを更に上げ、本人の表明保証の信憑性を裏付けるとともに、投資詐欺被害を抑止する効果が期待されることは、明らかです。現行法制上も、(必ずしもビジネス評価の専門家ではない)弁護士等の証明がある場合には公権力による実質判断を不要とする例もあります。(たとえば、株式会社の現物出資財産について定められた会社法199条1項3号の価額が相当であることについて、弁護士、公認会計士、税理士等の証明を受けた場合には、裁判所による検査役の選任等の関与を不要とする制度が施行されています(会社法207条9項4号))。このような制度は、弁護士に、ビジネス評価能力というよりは、法律の専門家たる国家資格保持者として、評価対象となる事業者やその事業の信憑性を法的観点から検証する能力や、不正に力を貸さない見識を信頼して設けられているものと考えられます。

・同様に、「洗練された」投資家の表明保証に合わせて弁護士の第三者意見書を求める意味は、弁護士には、法律の専門家たる国家資格保持者として、表明保証をする本人自身に合理的に見て投資判断能力があるといえる根拠があるかどうかも含め、業者やファンドの適法性について、保守的な観点から、法律的な判断をする能力が期待できると考えるためです。弁護士は、そのような法的判断が難しい場合には意見書を出さず、判断をしても差し支えないと思われる場合にのみ意見書を出すと考えられるため、問題業者が特例業務を活用するハードルを、表明保証に加えて更に大幅に上げることが可能と考えます。弁護士が問題業者と組んで、投資詐欺被害者から出資を募るファンドに意見書を出す可能性への対処については、意見書を出す弁護士の氏名については届出を通じて公表される仕組みとすれば、弁護士には十分に慎重な法的判断をする動機付けがなされることになるし、それでも問題業者と組もうとする弁護士については、何人(なにびと)でも求めることができる懲戒制度を通じて、弁護士資格剥奪を含めた抑止が可能と考えます(弁護士法56条~58条)。

	<p>・能力を誰がどうやって見分けるのか。切り分けは外形的に明確である必要有り。</p> <p>・適合性の判断は難しい。地裁、高裁、最高裁でもブレる。</p>	<p>・ちなみに現在、米国 SEC においても、投資者の適格性の判断するための要件として、弁護士や会計士による第三者認証の仕組みを講じることが検討されております。SEC の the Investor as Purchaser Subcommittee 及び the Investor Education Subcommittee が本年 10 月 9 日に公表した “Accredited Investor (適格投資家)” の定義に課する Recommendation の中には、以下の趣旨の記載があります。</p> <p>【Recommendation 2】個人については、財務形式要件 (financial thresholds) だけに基づいて適格投資家の判定をするのではなく、財務的に洗練されていること (financial sophistication) に基づいて資格を与える定義に変えるべき</p> <p>【Recommendation 3】もし、財務形式要件のみに基づく判断基準を続けるのであれば、(財務形式要件を満たしたら投資額は無制限、満たさなかったら一切の投資を認めない、という従来のやり方ではなく) 資産や収入の一定割合以内の投資なら認めるという形に変更すべき</p> <p>【Recommendation 4】適格投資家の資格の認証の仕方について、業者 (有価証券発行者) だけに行わせるのではなく、第三者に認証 (verification) させる代替策を講じるべき。第三者としては、株式仲買人 (brokers)、投資顧問 (investment advisers)、会計士 (accountants)、弁護士 (attorneys)、認証サービスを専門的に提供する事業を行う組織 (an entity with a business based specifically on providing these verification services) が例示されている。</p> <p>http://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/investment-advisor-accredited-definition.pdf</p> <p>日本ベンチャーキャピタル協会としても、ここにあるような第三者組織としての役割を果たせる余地がないか検討して参りたいと考えております。</p> <p>・健全な通常のファンドでは、運営の適法性や相当性について、弁護士から、形式的なことにとどまらず実質的な判断を要することまで含めて、様々な意見を聞きながら運営を行っております。法令は解釈が分かれるからこそ、専門家である弁護士が必要とされると考えますので、能力の判断が外形的に明確でないことや、地裁・高裁・最高裁で判断が分かれ得ることは、法曹が、法的な観点から意見を表明することができない理由とはならないと考えます。また、上述のように米国においては、形式要件で投資者の適格性を判断することの限界から、適格性判断においては投資者が洗練されているか否かの実質要件をより重視する方向の見直しがなされており、弁護士の役割についても期待されております。</p> <p>・意見書を出す弁護士名も金融庁ホームページでの開示対象とすることで、実在する弁護士が意見</p>
--	---	--

	<ul style="list-style-type: none"> ・本人の表明保証を偽造することも可能。 	<p>を出しているかどうかを客観的に確認することができ、グレーまたはブラックな案件について、弁護士が意見書を出すことを抑止する効果が期待できます。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・申請書類の偽造がありうるではないかというご指摘については、すべての届出、登録、許認可において当てはまりますが、届出の前に監査法人や弁護士を含む第三者の意見を介在させて偽造をできるだけ抑止することや、届出内容の公表を通じて直ちに偽造や虚偽が判明する仕組みをつくるのが肝要と考えます。 ・繰り返しになりますが、どの要件につきましても、一つだけで詐欺被害を完全に防ぐことはできません。「それぞれの要件では完全に防げないから一切導入しない、だから登録制」ということでは、詐欺被害を完全に防止できないうえ、経済への弊害ももたらす結果となってしまいます。詐欺被害防止のために合理的に有効性があると判断される、ないしは国際的に有効性が認められている要件を複合的に組み合わせることで、全体として詐欺を撲滅するとともに、健全な経済活動への弊害が生じないようにするアプローチが大切であると考えます。
LPの要件	<ul style="list-style-type: none"> ・63条に新たに設けるプロの要件について、地方だと会社に資本金5千万円超という条件を求めることはハードルが高い。純資産要件にすべき。 	<ul style="list-style-type: none"> ・地方創生の観点からも、異存ありません。なお、資産規模の小さい会社も含め、「洗練された（投資判断能力のある）」投資家であるかどうかの確認を独立した第三者が行うべきであると考えます。
適格機関投資家等特例業務における適格機関投資家の要件	<ul style="list-style-type: none"> ・形式要件だけでなく、実質要件はないのか。 	<ul style="list-style-type: none"> ・現行金商法上、適格機関投資家、特定投資家、適格投資家のいずれのプロについても、実質要件は設けられていませんが、「洗練された」個人(Sophisticated Investor)が出資することができる共同事業性ある特例業務ファンドについては、届出の際、適格機関投資家が形式要件を満たすのみならず、適格機関投資家が第三者として実質的に投資判断を行っているかどうかも含めて、ファンド全体の適法性・相当性に関する弁護士の意見書を求めることを提案しております。意見書を出した弁護士名を金融庁ホームページ等に開示するとともに、こうした弁護士の第三者意見を提出できない業者は無登録業者と扱われることになれば、悪徳ファンドの設立数を大幅に減らすことができると考えます。
適格機関投資家等	<ul style="list-style-type: none"> ・適格機関投資家とそ 	<ul style="list-style-type: none"> ・もし、適格機関投資家等特例業務が、適格機関投資家とその周辺の投資家だけを相手方として制

<p>特例業務のそもそもの考え方</p>	<p>の周辺の投資家だけを想定していたから届出なのか、適格機関投資家にはモニタリング能力があるから届出なのか。本来の制度趣旨に沿った見直し。</p>	<p>度化されたものであれば、法文上もそのようになっているはずですが、条文では「適格機関投資家1名以上」と「適格機関投資家以外の者49名以内」としか規定されておらず、適格機関投資家以外の者の属性については何ら制限がありません。もし、本制度が、適格機関投資家の投資判断能力や監視能力を発揮する役割を全く期待していなかったならば、特例業務は当初から投資者保護を十分に考慮していなかった制度ということになるし、適格機関投資家とそれ以外の者をマッチングさせる意味もあまりないこととなります。すなわち、本制度は、適格機関投資家が、適格機関投資家以外の者を含みうるファンド全体のために、投資判断能力や監視能力を一定程度発揮する役割を期待しているもの、と捉えることが合理的です。また、証券取引等監視委員会の検査データからも、詐欺的投資勧誘被害を防止する上で、適格機関投資家がかかる役割を果たすことが有効であろうことが合理的に推測されます(10月24日第2回WG資料1. 10~12頁)。</p> <p>・適格機関投資家等特例業務は、金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法(仮称)に向けて」(2005年12月22日)を受けて創設されたものですが、政府全体では、LPS等のVCファンドによる多様な投資家による円滑な資金供給が、その導入によって阻害されないこととの政策的必要性が考慮されたため、その相手方は、同報告の想定していた「特定投資家(プロ)」のみに限定されないこととなりました。最終的な制度趣旨には、個人的見解を公表している当時の金融庁担当官のみならず、金融庁を含む政府全体の意向が込められています(11月6日第3回WG資料2. 10頁参照)。</p>
<p>海外の制度</p>	<p>・米国は届出性だが、実際は登録性並みの運用を行っているというが、なぜそれでも届出性なのか。</p> <p>・ドイツでは、登録申請から一定期間が過ぎると登録となる。</p>	<p>・米国においては、既述のように、ベンチャーキャピタルに対して登録制による過剰な負担を課すことの不合理を説く全米ベンチャーキャピタル協会(NVCA)の意見等を受け、ベンチャーキャピタルについては、登録制が適用除外とされて届出制となった経緯があります。NVCAは、既述のSECに対するComment Letter(2011年1月24日付)において、登録制の適用除外とされ届出制となったVCファンドが、一定の情報をSECに届け出ることや内容を更新すること、その情報がSECのウェブサイトで公表されることについては概して受け入れ可能とした上で、もしも、VCファンドに登録業者と同様のSECへの検査対応が必要になるのであれば、国会が法制化したVCファンドの適用除外の趣旨に反する旨を表明しています。</p> <p>・貴重なご指摘と考えます。なお、EU指令においては、後述のように、法文上「Registration」と記載されていても、日本法制の登録制のような事前参入規制のみならず、登記や、行政庁への届出を通じた業者名簿への記載をも含むと解せられるため、ご指摘のようなドイツにおける事例も、</p>

日本法制にあてはめるとしたら登記・届出・登録のいずれに近いのか、ご教示頂けると有難いです。

- ・ Alternative Investment Fund Managers (AIFM) に関する EU 指令 (2011/61/EU) によれば、一定のベンチャーキャピタルを含む AIFM (運用資産が計 5 億ユーロ以下で、投資開始から 5 年間はレバレッジや行使可能な償還の権利がないファンドのみを運用している者等の条件) に相当する AIFM については、認可制の適用除外とされております (3 条 2 項)。EU 各国は、認可の適用除外となる AIFM が「registration される」 (“are subject to registration”) (3 条 3 項 (a) 号) ようにしなければいけないとされておりますが、“registration” の日本語訳には、登録のみならず、記載、記名、登記など様々ある中で、EU 指令 3 条 3 項全体を読むと、この “registration” とは、必ずしも日本法制や米国法制における登録制を意味しないと解せられます。その理由は、この、(認可制の) 適用除外 AIFM について各国が他に行わなければならない義務としては、AIFM 自身やそのファンドを特定するようにすること (identify themselves) (同項 (b) 号)、投資戦略 (investment strategies) (同項 (c) 号) や主な取引手段 (main instruments in which they are trading) (同項 (d) 号) 等の情報を提供するようにすること (provide … information)、適用除外の要件を満たさなくなった場合に通知するようにすること (notify) (同項 (e) 号) のみであるためです。そのため、指令 3 条 3 項 (a) 号にいう registration には、日本法制における登録のようなものだけでなく、日本法制における法務局への登記や届出による業者名簿への記載のようなものや、日本法制の許認可のようなものも含まれ得ると解せられます。(11 月 6 日第 3 回 WG 資料 4. 7 頁参照)

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:174:0001:0073:EN:PDF>

- ・ ちなみに、2013 年 7 月より施行された欧州ベンチャーキャピタルファンド規制 (EuVECA: The Regulation No 345/2013 on European Venture Capital Funds) は、EU の VC fund に登録制を義務付けたものではありません。この制度は、EU 指令 (2011/61/EU) の認可適用除外となる AIFM に、運用ファンドにつき EuVECA 資格を選択する登録を認めることによって、EU 各国ごとの業規制を受けずに EU 全域で通用する European Marketing Passport を与える恩恵的なものです。(11 月 6 日第 3 回 WG 資料 4. 7 頁参照)

http://www.cliffordchance.com/briefings/2013/04/european_venturecapitalfundsregulatio.html

論点全般のまとめ	<ul style="list-style-type: none">・問題業者のファンドと健全に経済発展に寄与するファンドの実態を科学的に分析したうえで、「詐欺的投資勧誘被害を防止し」つつ「産業の新陳代謝とベンチャーへの成長資金の供給を阻害しない」見直しを行うための建設的議論を行うことが重要であると考えます。・一つの対策だけでは被害を完全に防ぐことをできないことをもって、複数の対策のうち一つも導入を行わずに、登録制ありきとする結論を導くことは、詐欺被害を実質的に防止できないだけでなく、経済への弊害ももたらす結果となってしまいます。合理的に有効な対策を複合的に組み合わせることで、全体として詐欺を撲滅するとともに、規制強化による弊害が生じないようにすることが重要であると考えます。・特に、特定少数の共同事業者によってスピードの速いイノベーションに投資を行っていくベンチャーキャピタルの分野では、独立した民間の第三者が特性を活かして適切な役割分担を行うことを通じて、自律的なガバナンスが機能するようにする視点が重要であると考えます。
----------	---