

討 議 資 料

(これまでの議論を踏まえた論点の整理)

1. いわゆる「プロ向けファンド」を巡る状況	
(1) 投資家保護と成長資金の円滑な供給	1
(2) 海外におけるファンド運用・販売業者における規制の状況	2
(3) 適格機関投資家等特例業務を巡る被害の態様等	3
2. 適格機関投資家等特例業務制度のあり方について	
(1) 適格機関投資家等特例業務の届出者について	4
(2) 適格機関投資家の位置付けについて	5
(3) 届出者に対する行為規制について	7
(4) 問題のある届出者への対応について	9
(5) 適格機関投資家等特例業務の出資者の範囲について	10
3. その他の論点について	12

1. いわゆる「プロ向けファンド」を巡る状況

(1) 投資家保護と成長資金の円滑な供給

- 国内外において、ファンドは、リスクマネー供給において大きな役割を果たすようになってきている。リスクマネー供給が経済成長に果たす役割等を踏まえれば、投資運用等を巡る制度のあり方を検討する上では、ファンドによる成長資金の供給が円滑に行われるようにしていくことが求められている。特に、ベンチャー・キャピタルは、日本再興戦略において開業率10%台を目指すこととされるなか、「ベンチャーの加速」による成長分野の牽引を支援する役割を担っており、その役割の重要性に配慮していく必要がある。
- 一方、適格機関投資家等特例業務(いわゆる「プロ向けファンド」)制度において、一般投資家(アマ)への詐欺的な投資勧誘が行われ、投資者被害が増加している実情がある。投資家の保護を図るとともに、ファンドへの信頼を確保することにより、成長資金を円滑に供給していくためにも、投資者被害を適切に防止していくことが必要。
- こうした視点を踏まえ、投資運用等を巡る制度について、制度全体として整合性のある枠組みを考えていくべき。

(2) 海外におけるファンド運用・販売業者における規制の状況

- 海外(米国、欧州、シンガポール)では、先般の金融危機以降、ファンドにかかる規制が強化され、登録制・認可制・免許制が適用されている。例外として、米国におけるベンチャー・キャピタルについては、届出制が残されているが、その場合でも、登録と同じ様式によりほぼ同様の情報の提出・公開が求められ、各種の行為規制・行政処分の対象とされている。販売についても、届出制の私募によることができるが、その対象は適格投資家(Accredited Investor)や35名以内の洗練された投資家(Sophisticated Investor)に限定されている。

(3) 適格機関投資家等特例業務を巡る被害の態様等

- 「プロ向けファンド」制度を巡る被害については、例えば、以下のような態様や問題が報告されているところ。
 - ① 適格機関投資家について
 - 設立が比較的容易な投資事業有限責任組合を適格機関投資家として、少額のみのお金を出資を行わせた上で、その他の出資は個人から集める。
 - ② 適格機関投資家等特例業務の届出者について
 - 届出は提出されているが、実際には適格機関投資家からほとんどお金を受けていない、詐欺的な勧誘が行われるなど、業者の人的・財産的基礎に問題が伺われる。
 - ③ 届出者の業務の状況について
 - お金を契約とは異なる投資、ファンドと無関係の会社経費・私費・他の顧客への配当・償還等に流用される。
 - 運営内容について、十分な情報提供が行われない。顧客のお金状況を把握するための資料を保管せず、運用委託先の運用状況も把握していない。
 - ④ 適格機関投資家等特例業務の出資者の範囲について
 - 投資経験の乏しい一般投資家や高齢者が被害にあっている。
- こうした様々な被害の態様や問題に対応していくためには、出資者の範囲にとどまらない全体的な対応を行っていくことが必要。

2. 適格機関投資家等特例業務制度のあり方について

(1) 適格機関投資家等特例業務の届出者について

- 運用者には一定の資質が求められることから、適格機関投資家等特例業務の届出者に対して、以下のような措置を検討することが適当ではないか。
 - ① 拒否要件・欠格事由など、一定の人的要件を設けること。
 - ② 届出書の記載事項及び添付書類について、拡充を図ること。また、米国の例も参考にしつつ、届出書等の内容の一部や、説明書類を公表すること。

(2) 適格機関投資家の位置付けについて

- ① 適格機関投資家等特例業務は、基本的には適格機関投資家を対象とすることから、金融イノベーションを阻害しないよう簡素な規制とされたところ。ただし、金融商品取引法制定時に、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があるとの実態を踏まえ、そうした者が少人数に限られる場合においては、プロ向けファンドとして簡素な規制とされたものと考えられる。
- ② また、適格機関投資家が出資を行って、自己のために当該ファンドに関与することで、ファンドの運用状況等の適正性がある程度確保されることにより、一般投資家も反射的に保護されることが期待されたものと考えられる。

○ 適格機関投資家に問題が多いという被害の実態に鑑みると、適格機関投資家の範囲や要件について、以下のような措置を検討することが適当ではないか。

- ① 出資者である適格機関投資家、特に投資事業有限責任組合に問題が多く認められるが、出資者として実態を伴わない投資事業有限責任組合を排除するために、適格機関投資家等特例業務制度において適格機関投資家として認められる投資事業有限責任組合に、株式会社や法人に係る資産要件とのバランスも踏まえつつ、資産要件(例えば、純資産5億円以上)を設けること。
- ② 適格機関投資家等特例業務を行う運用者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家として投資を行う場合には、特例業務としては認めないこと。

※ このほか、適格機関投資家からの出資額又は出資割合が一定の水準以上であることを求めるべきとの指摘があることについては、ベンチャー・ファンドの円滑な組成・運用に影響があることにも留意していく必要があるのではないか。

(3) 届出者に対する行為規制について

○ 投資家被害の実態や諸外国の制度等に鑑み、届出制の下でも、行為規制については、下記のように、登録の場合と同様の規定を設けることを検討するのが適當ではないか。

① 投資家被害の実態を踏まえ、適格機関投資家等特例業務を行う者に関しても、現在規定が置かれている虚偽説明、損失補填の禁止に加えて、行為規制に関する以下のような規定を整備すること。

- ・ 忠実義務、善管注意義務
 - ・ 分別管理義務
 - ・ 利益相反行為
 - ・ 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
- 等

② 一方、プロ間の自由な取引を阻害しない観点から、特定投資家から出資を受ける場合には、金商法の他の規定に倣い、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)等を設けないこととすること。

- 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を義務付けること。
- ④ 適格機関投資家等特例業務に係る事業報告書の作成・当局への提出、帳簿作成・保存を、届出者にも義務付けること。

(4) 問題のある届出者への対応について

○ 適格機関投資家等特例業務を行う者のうち、問題となっている運用者に対して、実効性のある対応を行えるようにする必要があり、以下のような措置を検討することが適当ではないか。

- ① 適格機関投資家等特例業務の届出者が問題を起こした場合、業務の改善や停止・廃止をさせることができるようにすること。
- ② 適格機関投資家等特例業務の無届出、虚偽の届出等に対する罰則(1年以下の懲役・300万円以下の罰金)の引き上げ。
- ③ 金商法違反行為に係る裁判所への申立てのための調査(金商法第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)の引き上げ。
- ④ 適格機関投資家等特例業務に対する検査について、投資者保護の観点から、適格機関投資家等特例業務の届出者に対して検査を行えることを明確化。

(注) 現行の適格機関投資家等特例業務に係る検査権限は、適格機関投資家等特例業務を行う者の自己運用に係る業務の状況に対する検査を想定した規定となっている。

- ⑤ 投資家被害の拡大を防止する観点から、裁判所の禁止命令の対象について、法律・命令違反となる場合以外にも拡大。

○ 上記の対応を実効的に行っていくためのエンフォースメントの体制について、人員の強化等を図っていくことが必要ではないか。

(5) 適格機関投資家等特例業務の出資者の範囲について

- 以上の措置とあわせ考えた時、適格機関投資家等特例業務の出資者の範囲について、どう考えるか。本来はプロ向けの制度であるものの、一方で、ファンドと関係の深い一般投資家も出資しているというプロ向けファンドの実態等を踏まえれば、投資判断能力を有する一定の投資家及び特例業者と密接に関連する者に限定することが適当ではないか。

5月のパブリック・コメント案に対して、以下のような修正を加えることについて、どう考えるか。

- ① 株式会社のみならず、法人について、純資産を基準とすること。
- ② 適格機関投資家等特例業務の届出者(特例業者)と密接に関連を有する者として、以下のような者を含めること。
 - ・ 当該特例業者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者
 - ・ 当該特例業者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者の役員、使用人、その親族(3親等)
- ③ 以上に加え、ベンチャー・ファンドについては、成長資金を供給するなどの役割があることや米国等においても別途の扱いがなされている例があることを踏まえ、
 - ・ ガバナンスの強化、
 - ・ 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ファンドの財務諸表に関して)財務諸表の公認会計士・監査法人による会計監査の実施と公認会計士名等の公表など、相応の体制が整備されることを前提に、当面、投資判断能力を有する者として、以下のような者を含めること。

- ・ 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
 - ※ 元役員等については、退職後、例えば、5年程度とすること。
- ・ 上場会社等の上位50名(有価証券届出書)又は10名(有価証券報告書)程度の株主等として記載された個人・法人等
- ・ 公認会計士、弁護士、司法書士、行政書士、税理士
- ・ 会社の役員・従業員・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、買収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)携わった経験がある者
- ・ 上記のような出資可能な投資家が支配する会社

※ 併せて上記の②・③の投資家からの出資割合を一定の水準以下とすべきとの指摘があることについては、ベンチャー・ファンドの円滑な組成・運用に影響があることにも留意していく必要があるのではないか。

④ また、この場合のベンチャー・ファンドの定義について、米国や欧州の例も参考にしつつ、以下のようなものとする。

- (i) 非上場企業への株式投資等が、例えば8割以上であること
- (ii) 原則として、レバレッジがないこと
- (iii) 原則として、途中償還がないこと
- (iv) 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

⑤ 上記の点との関連で、届出制より厳しい登録制となっているプロ向け投資運用業の出資者の範囲等についても、必要な検討を行うこと。

3. その他の論点について

- エンジェル・ファンドのような、いわゆる「旦那ファンド」に関しては、地方におけるファンドによる成長資金の円滑な供給の観点からも重要な役割を担うものと位置付けられ、その出資者の投資判断能力等も踏まえると、仮に上記のような案であれば「プロ向けファンド」制度の中で対応することが可能と考えられるのではないか。
- 一方、一般の個人投資家から広く出資を募ることにより、太陽光発電等の事業を収益目的で行うファンドについては、投資家の保護を適切に図っていくという観点からも、金融商品取引法における一般的な登録制（第2種金融商品取引業）や先般法制度が整備された投資型クラウドファンディングの制度等の下で事業を行うことが考えられるのではないか。