

## 「第1回 第二種金融商品取引業者の機能の向上・信頼性の確保に関する検討部会」

### 議事要旨

日 時 平成29年3月8日（水）午後3時～4時30分  
場 所 第二種金融商品取引業協会 会議室  
出席者 東崎部会長ほか各委員

### 議事概要

#### 1. 事業型ファンドへの信頼性確保に向けた取組み – Ⅲ検討事項・措置（案） –

事務局から、配付資料に基づき、「事業型ファンドへの信頼性確保に向けた取組み – Ⅲ検討事項・措置（案） –」について説明が行われた後、各検討事項について、次のとおり意見交換が行われた。

#### (1) 別紙・検討事項Ⅰ「対象とする事業型ファンド」

##### ① 不動産信託受益権

###### 【委員】

- ・ 例えば、「不動産信託受益権」は、新ルールで想定している「事業型ファンド」には、含まないという理解で良いか。
- ・ 対象となる事業型ファンドは、いわゆる集団投資スキーム持分、金融商品取引法（以下「金商法」という。）2条2項5号、6号だけを念頭に置いているという理解で良いか。

###### 【事務局】

- ・ 不動産信託受益権は、今回検討する「事業型ファンド」には、含まない。
- ・ 事業型ファンドは、金商法2条2項5号、6号の権利のうち、投資家からの出資金を主として有価証券・デリバティブ取引に対する投資以外の事業に運用するファンドをいい、基本的に有価証券・デリバティブ取引に対する投資が運用財産の50%以下である場合には、事業型ファンドに該当する（資料1の9頁参照）。

##### ② 投資型クラウドファンディング

###### 【委員】

- ・ 投資型クラウドファンディングについて、既に協会「電子申込型電子募集取扱

業務等に関する規則」(以下「協会電子募集規則」という。)や金融商品取引業等に関する内閣府令に規制があり、今回の検討事項にある審査や情報提供の規定が導入されていることから、二重に規制をかける必要はなく、新ルールからは除外することで良いのではないか。

- ・ 他方で、同じ事業型ファンドについて、書面で申込みを受け付けるのか、インターネットで受け付けるのかというのは本質的な差ではなく、ファンドの販売・勧誘の方法によって規制に不合理な差があってはならないと考えている。特に審査の項目とモニタリングについては、協会電子募集規則に規定があるので、そちらとの平仄をとる必要があるのではないか。
- ・ 協会電子募集規則では、信託受益権に関する審査項目も規定されているので、仮に、新ルールで組合持分に関する審査項目だけを作ると、それらとの平仄や、潜脱のおそれがないのかということは考える必要があるのではないか。

### ③ 他の法令等により運用規制等があるファンド等

#### 【委員】

- ・ 別紙の1頁に、新ルールの適用除外とするファンドとして、他の法令等により運用規制があるものとされている。プロジェクトファイナンスで見ると、PFI法(注:民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律)に基づく事業などが考えられるが、ファンドというよりは事業の方に規制が入っているものについても、規制の対象外にしても良いのではないか。

#### 【事務局】

- ・ 検討したい。

#### 【委員】

- ・ 適格機関投資家等特例業務については、今回の対象からは外れるという理解で良いか。

#### 【事務局】

- ・ 適格機関投資家等特例業務は、対象とはしていない。

## (2) 別紙・検討事項Ⅱ「審査項目」

### ① 自己私募・自己募集

#### 【委員】

- ・ 自己私募・自己募集では、二種業者が自分で審査することになるのか。

#### 【事務局】

- ・ 二種業者自身が審査することになる。協会規則で、あらかじめ審査項目等を定め、協会が、必要に応じて、モニタリングや監査でチェックを行うことになるが、こうした過程で、二種業者が適切な審査体制等の整備を図ることになる。また、自己審査した結果を、顧客に情報提供するという事は、かなり意味があるのではないかと考えている。

#### 【委員】

- ・ 私募の取扱いの場合では、営業者自体はSPCが多く、事業について第三者による規制・監督を受けていないことが多いため、二種業者が営業者やファンドの事業を審査するということに意味がある。また、二種業者自身による自己私募というケースであっても、協会あるいは当局の監督が及ぶのであれば、ある程度の実効性はあると思う。
- ・ 新ルールに違反した場合、行政当局の監督処分の根拠となり得る、あるいは、新ルールに関連した留意事項が監督指針等に盛り込まれるとより実効性が上がると考える。

#### 【事務局】

- ・ 新ルールに違反した場合、少なくとも当局検査において、いろいろな体制不備等の指摘の一要因にはなるのではないかと考える。

### ② 審査対象

#### 【委員】

- ・ どのようなものが実際の審査の対象になるか、具体例を示していただけるとわかりやすい。

#### 【事務局】

- ・ 資料1の2頁にあるヴァンネット社の事案は、ワインファンドの自己私募・自己運用を行っていたものであり、出資金でワインを買い、そのワインが高くなったら売却し出資者に還元するという事業である。例えば、二種業者が、このファ

ンドを販売する際には、事業の実在性として、どこでワインを買い付けて、どこで売却するのか、出資金が分別管理される体制になっているか、また、出資者に対する運用報告を行う体制が整備されているか等を確認するということが考えられる。

### ③ S P C

#### 【委員】

- ・ 太陽光発電事業の場合、S P Cの先にいろいろな事業者が存在し、業務ごとに委託しているほか、事業の全体をアセットマネジャー（AM）が管理しているケースがある。こうした場合、ルールの対象となる事業者というのはAMを指すのか。

#### 【事務局】

- ・ 今後具体的に検討したい。抽象的であるが、出資対象事業、出資に対する収益が上がるような主要事業を行っているところは確認していただく必要があると考えている。

#### 【委員】

- ・ S P Cが事業主体となっている場合、S P Cは単なる箱である。二種業者は、原則、事業主体であるS P Cについてチェックし、二層構造のような形になっているときは、間のS P Cだけではなく、実際に事業を行っているところまで審査、モニタリングを行うという趣旨と理解している。

#### 【事務局】

- ・ 資料1の5頁、パチスロファンドに関する行政処分事案で、営業者はS P Cであり、二種業者は、当該営業者・S P Cのチェックは行っていたが、実際に事業を行っている事業者まではモニタリングをしていなかった。それらについて、証券監視委から「事業者のファンドの出資対象事業等の審査・モニタリングを一切行っておらず」と認定を受けている。本事案は、最終的には顧客資産が費消流用等によって毀損した。事務局としては、事業を実際に行っている者を見なければ投資者被害は防げないと考えている。

#### 【委員】

- ・ S P C、営業者と事業者が絡んでの事業については、S P Cだけでは実際のところがわからない。難しい部分は多々あるので、どこまでやるかというのは別の

議論として、実際には事業者の事業内容、管理体制、開示体制等をきちっと見ていくことが、必要ではないかと考える。

**【委員】**

- ・ S P Cを立ち上げてファンドを組成する場合、既に事業を行っている会社でファンドを組成するときは原案の項目でいいと思うが、新規の場合にどうするかというのは検討が必要ではないか。

**【事務局】**

- ・ ご指摘のとおり、S P C立上げ時には、営業者だけを審査しようとしてもわからないことが多い。ただし、立上げ時から事業計画、事業者・契約先の候補がいると思うので、そういうことを審査するために事業者まで対象を及ぼしたいと考えている。

**【委員】**

- ・ 事業に係る契約が締結されていないと募集を禁止することまで想定しているのか。例えば太陽光発電事業の場合、入口段階はかなりリスクがあるので関係者が出資し資金を入れることがあって、その段階の事業者との契約締結を出資の前提にしてしまうと、少し制限しすぎる気がする。

**【事務局】**

- ・ 全く事業者・契約先の候補もない、事業が具体化していないという段階で募集したい、資金を集めてから事業を考えたいというファンドは適格であるという判断にはならないのではないか。

**【部会長】**

- ・ 現在の事務局案の前提は、S P Cの立上げのときには、内容が固まっていなくても、少なくとも出資を募るときまでにはある程度、具体的な計画があり、それについてはきちんと審査すべきということで、固まっていなくとも良いという意見があるなら、そこは議論いただきたい。

**【委員】**

- ・ 一般投資家に販売するファンドについては、事業が何も固まっていない状況で募集するというのはあり得ないと思うが、例えば、事業関係者など限られた投資家を対象とするファンドで、風力や地熱などでは、あり得るかもしれない。

**【部会長】**

- ・ 例えば、そのようなニーズがあるのだとすれば、類型化が困難かもしれないが、

対象除外顧客に何か加えることが考えられる。また、そういう二段階方式のもので一段階目は審査を除外できるような仕組みにするといった手当も考えられる。

【委員】

- ・ 極めて高いリスク段階での出資ということであれば、それを説明しなければいけないというルールにするというのもあり得るかと思う。

④ 審査項目、審査基準

【委員】

- ・ 「適格性」や「妥当性」とあるが、そこには何か客観的、定量的な基準ができるわけではおそくない。そうすると、適格性を判断する責任は二種業者が負うという形になり、怖くて、他人のファンドを売れないということになるのではないか。

【事務局】

- ・ 二種業者各社の合理的な範囲・判断の中で調査していただくことになると考えている。適格性、妥当性について、定量的な評価は難しいと考えているが、不祥事が発生した場合、二種業者・販売会社に対しても、販売にあたり過失があったのか、無過失だったのかということが問われると思う。その場合、やるべきことをやったと言えない状況だと、むしろ、二種業者自身が困ってしまうことにもなりかねない。そういう観点からも審査・モニタリング等を明確化したい。
- ・ 投資運用業については、忠実義務、善管注意義務の規定がある。それと同レベルであるかどうかは別として、それに似たような義務が販売・仲介する二種業者には求められていると思うので、かなりの程度の審査をしていただかないといけないと思う。ただし、審査項目をあまり追加していくと二種業者の負担が重くなって、なかなか販売できないということにもなるので、合理的に十分審査を尽くしたと言える程度のものであれば良いと考える。

【委員】

- ・ 当社は私募の取扱いを行っているが、営業者の事業の最終的な意思決定には関わらないまでも、各営業者の分別管理の状況と、どのようなものに投資をしているかという資料は、全部当社に集め、確認している。また、分別管理の確認は日次チェック、月次チェックに加えて、年次で直接営業者を訪問して監査している。
- ・ もっとも、厳しい基準にしてしまうと、そもそも業務が回らなくなるというこ

とがあり、どこまで求めるかは社内でも検討課題となっているので、営業者にどこまでやってもらうかという基準（二種業者の審査基準・チェック項目）を、協会が作ってくれれば、ありがたい。

【委員】

- ・ 審査項目について、項目だけを提示した場合に、審査のレベルが各社区々となるのが想定されるので、もう少し具体的な項目に落とし込んだらどうか。

【部会長】

- ・ ルールとしては、項目を挙げておいて、例えば、こういう事例だったらこういう方法で見るとか、形で残すべきだとか、そういう指針になるようなものを提供するという方法もある。

【事務局】

- ・ 別紙の3頁に、審査項目と例示を記載しているが、例示も規則等にも書き込むことを考えている。さらに、審査記録を残すこともルール化してはどうかと考えている。

【委員】

- ・ 問題になっているファンドは、分別管理ができていないところが一番の問題点だと思うので、その点は審査で確認すべき事項ではないか。まだ事業を始めていない場合でも、具体的にどのように分別管理をするのかといったところがポイントになるかと思う。法令でもあるということだろうが、審査項目の中に盛り込んだほうが良いのではないか。

【事務局】

- ・ 検討したい。

⑤ 審査の実効性の確保

【委員】

- ・ 審査については、ルール化しても、営業者・事業者において情報が開示されないから審査ができないということも発生すると思う。また、審査項目を増やしたとしても、二種業者が行った審査を誰がチェックするのかということも検討が必要ではないか。
- ・ 審査項目を確認できなかつたら販売、受託できないという形まで持っていけないと、絵に描いた餅になってしまう。また、営業者・事業者にも規制を一緒にか

けないと、審査項目をいくら設けても、実効性を伴わないものになってしまうのではないか。

**【事務局】**

- ・ 資料1の10頁にあるとおり、二種業者が審査を行い、投資対象事業の適格性が確保されたファンドでなければ販売してはならないと自主規制で定めてはどうかと考えている。さらに、こういった二種業者による審査の実効性を確保するための措置として、営業者・事業者の審査に対する協力、情報提供を契約書に規定させ、確保していくことを考えている。

**【委員】**

- ・ 二種業者・ファンド業者に対する監督処分については、当局においては厳しい処分が既に行われている。現状、二種業者・販売業者が厳しく審査を行うべきであって、審査に応じないファンドは当然販売するべきではないというのが当局の姿勢だと思う。

**【委員】**

- ・ クラウドファンディング（電子申込型電子募集取扱業務）の場合、協会電子募集規則において、審査は、営業とは独立した人が行わなければならない、審査項目についても、社内規則やマニュアルを作らなければならないと規定されている。また、業府令において、審査記録の保存や、審査結果の概要の「契約締結前交付書面」への記載も求められている。項目だけ作れば良いというのではなく、どのように実効性を持たせて、後でチェックをできるようにするかは非常に大事かと考える。

**【委員】**

- ・ 監督指針に盛り込まれないまでも、新たに自主規制規則が作られることで、これが守れているかどうかを、今後、監督官庁として確認することになるという理解で良いか。

**【事務局】**

- ・ 行政では、当然に、協会の新ルール・自主規制を参照した監督・検査が行われると考える。

(3) 別紙・検討事項Ⅲ「投資者への販売・勧誘に当たっての情報提供・説明」

【委員】

- ・ 分別管理の状況が非常に重要だということであれば、それも盛り込んだ方が良いのではないか。

【事務局】

- ・ 分別管理の状況は「契約締結前交付書面」の記載項目となっているが、明示したほうが良いので検討する。

(4) 別紙・検討事項Ⅳ「ファンド発行後の情報提供」

① 営業者からの出資者・二種業者への情報提供

【委員】

- ・ ファンド発行後の情報提供は、あくまで営業者の方から出資者と二種業者にそれぞれ行うという理解で良いか。

【事務局】

- ・ 営業者から顧客、二種業者に情報提供をする。また、送付でなく、営業者のホームページでの掲載や、二種業者が営業者から委託を受けて、二種業者のホームページに掲載することでも良いと考えている。

【委員】

- ・ 出資者の全てが適格機関投資家である場合は、新ルールの対象外とされているが、例えば、ファンドの一部に適格機関投資家の出資があつて、提供されるような情報は知っている当該投資家についても、事後の情報提供という義務は課されるのか。

【部会長】

- ・ 現行事務局案では免除するという立付けになっていないが、検討させていただきたい。

② 営業者から事業報告書等が送付されない場合の取扱い

【委員】

- ・ 二種業者・販売業者は、営業者に対する責任を負うことになるか。

【事務局】

- ・ 負うことになると考えている。

**【部会長】**

- ・ 営業者との契約において、こういうものを送付するよという形で規定を置き、もしそれがなされていなければ、その契約を守ってくださいと、二種業者から注意する、促すという立付けになると理解している。

**【委員】**

- ・ 二種業者が、営業者や事業者から、いわゆる事業報告書や計算書類の提出を受けて、それを確認・保管するということだろうが、作成後、いつまでに送付、受領すべきか、ルールで決めないと、出してもらえないのではないかと。

**【事務局】**

- ・ ルールで決めることまでは考えていない。契約書ベースで定めていただくことと考えている。

**【委員】**

- ・ 営業者が報告書を出さないときに、二種業者としては、どう行動するのが適切なのか。営業者に出してくれと求めることになると思うが、裁判するのも現実的ではなく、出していないというアナウンスを顧客にするということが一つ考えられる。そういった二種業者として適切な行動をとれば、ある程度、免責されないと厳しい気がする。

**【事務局】**

- ・ 出資契約の中で、営業者は顧客に報告書を送付するとともに、二種業者にも送付することを規定することで、二種業者は、交付がなければ、まず交付を営業者に求めることになる。営業者に交付を求めても出てこなかったら、顧客にそのことを伝えることが考えられる。

**【委員】**

- ・ 二種業者が依頼をしても、事業者によっては、なかなか投資家に対する情報提供をしない場合があり、これに対する事業者へのペナルティーがないという問題がある。投資家や二種業者自身は、これはひどい事業者だということで、今後、付き合わないということが出来るが、逆に事業者からすると、別にそれはそれでもいいということにもなりかねない。
- ・ 例えば、全く報告をしないような事業者、営業者に関して、協会に報告をして、会員間で情報共有するといった仕組みを作ることは考えられるか。そういうことをやらないと実効性が確保できないのではないかと。

【事務局】

- ・ そのような仕組み・情報共有は法的な問題があつて難しいように思う。

③ モニタリング

【委員】

- ・ 例えば、太陽光発電の場合で、計算書類はきれいな数字があつたとしても、実際に見に行ったら管理がずさんで、発電所の半分は稼働していなかったとか、悪意があればそのようなこともあり得ると思う。しかし、現案では、モニタリングは書類上の数字のチェックだけで足り、実在性や稼働状況の確認については特段、求められていないようだが、あえて外した意図はあるのか。

【事務局】

- ・ モニタリングに関してどこまでやるのかというところは難しい。販売後、発行者の協力がどこまで得られるかわからない。また、二種業者としても、複数のファンドを扱う場合、最初の審査と同じようなレベルまで求めると、販売後も相当の作業が必要となり、そもそも取り扱えない業者も出る可能性がある。よって、まずは、営業者が作成した事業報告書等を確認し、疑わしい点があれば調査するという事を考えている。

2. 今後のスケジュール

次回3月27日(月)の第2回検討部会では、「事業型ファンドの私募の取扱い等に関する規則(仮称)」(案)の検討を行う。

(配付資料)

資料1 事業型ファンドへの信頼性確保に向けた取組み

資料2 事業型ファンドへの信頼性確保に向けた取組み(抜粋) Ⅲ検討事項・措置(案)  
別紙「検討事項」

以 上