

プロ向けファンドに関する制度整備の早期実現と実効性の
ある運用を求める意見書

2015年（平成27年）2月19日

日本弁護士連合会

はじめに

金融庁は、2015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～」を公表した。

プロ向けファンド（適格機関投資家等特例業務・金融商品取引法第63条）は、本来プロ向けの制度であるにもかかわらず、現行法制では、49名以下の一般投資家への販売が可能であるため、問題業者により多くの投資被害が生じている。

当連合会は、適格機関投資家等特例業務を用いた投資被害の発生を防ぐとともに、主として個人の投資家が安心してファンドへの投資ができる環境を実現する観点から、以下のとおり意見を述べる¹。

第1 意見の趣旨

1 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「WG報告」という。)の提言に基づいた金融商品取引法の改正等の制度整備を早期に行って、プロ向けファンドの一般の個人への販売の禁止、参入の規制、行為規制、行政処分等の制度整備を実現し、できるだけ早く改正法を施行して実効ある運用をすべきである。

2 制度の具体化及び運用に当たっては、以下の点に留意すべきである。

(1) 適格機関投資家等特例業務の届出において、不適切なファンドについての届出を受理しないこと。その実効が確保されるよう、特例業務届出者及び適格機関投資家の要件を適切に設定し届出事項の拡充を図るとともに、審査の充実を図ること。

(2) 投資判断能力を有する一定の投資家及び特例業務届出者と密接に関連する者以外の者（特に一般の個人）にプロ向けファンドが販売される事態が生じないよう、制度の具体化と運用に当たって配意すること。特に、販売時に、特例業務届出者により、販売が認められる投資家に該当することの確認が確

実に行われるように制度の具体化を図るべきである。悪質な業者により、プロ向けファンドの販売が許されない投資者（特に一般の個人）に販売がされたときには、行政処分や刑事責任の追及が適切に行われること。

- (3) プロ向けファンドの販売が許される一般投資家への販売においては、適合性の原則、書面交付義務及び説明義務等の登録業者と同様の行為規制（業務の性質やリスクの高さ、出資者が限定されていることの説明義務を含む。）が適正に確保されること。また、投資型ファンドの運用においても、忠実義務・善管注意義務、運用報告書の交付義務等の登録業者と同様の行為規制が適正に確保されること。
- (4) 事業実態・運用実態がない業者や資金を流用する業者等に対する実効的な監督や責任追及が可能となることにも配慮して、届出書等の内容や事業概況の公表、事業報告書の作成・提出、帳簿作成・保存等の制度を整備すること。
- (5) 海外の業者や海外での運用等についても法執行の充実を図ること。
- (6) 投資者保護の観点から、行政処分や刑事処分等による規制の実効性確保を適切に行うこと。

第2 意見の理由

- 1 適格機関投資家等特例業務（プロ向けファンド）による投資被害の実情
適格機関投資家等特例業務による投資者被害が、高齢者を中心に拡大している。

国民生活センターの公表資料²によれば、2010年以降、相談件数は急増しており、2009年4月から2013年11月末までの間の相談事例は4569件にのぼり、既にお金を払ったという相談は2387件、既支払金額の合計は約144億円に達する。相談事例における契約当事者は、70歳代が全体の37.9%、80歳代が23.8%を占めており、60歳以上で全体の86%を占める。また、勧誘形態としては、訪問販売が26.3%、電話勧誘が57.9%を占める。相談内容では、「虚偽の説明」、「強引な勧誘」、「業者との連絡不能」、「次々に販売勧誘される」などが上位を占める。

金融庁は、悪質な特例業務届出者に対しては、警告書を発出し、その情報等を公表しているが、警告書を発出した事案としては、適格機関投資家等特例業務の要件を充足しないため無登録営業とみなされるものや、出資勧誘に際して虚偽告知を行ったもの、運用する意思や事実がないにもかかわらず出資勧誘を行ったもの、虚偽の運用実績を告知していたもの、出資金を流用していたもの、

顧客の出資に関する資料を保管せず、運用委託先の状況を把握していないもの等が報告されている³。

また、金融庁は、警告書を発出した特例業務届出者、報告命令に応じない特例業務届出者、連絡が取れない特例業務届出者等、問題のある業者を「問題があると認められた届出業者リスト」に掲載しているが、2014年8月末現在、同リストには527業者が掲載されている。上記時点の特例業務届出者が3031業者であることに比して、相当多数の業者が問題業者として把握されている⁴。

証券取引等監視委員会は、2013年度に22の特例業務届出者について検査を終了したが、12業者において問題が認められた。適格機関投資家等特例業務の要件を充たさないまま勧誘又は運用する事案、成功報酬や配当金などについて実際とは異なる記載がされた勧誘資料で勧誘する事案、ファンド出資金の流用の事案等が報告されている⁵。

なお、2014年上半期の利殖勧誘事犯のうち、集団投資スキーム（ファンド）に関する検挙状況は、被害人員811名、被害額28億2502万円となっている⁶。

悪質な業者は、適格機関投資家等特例業務を悪用・濫用して、高齢者等から資金を集めた後、連絡がとれなくなったり⁷、破綻をするものが少なくなく、投資者の被害回復を図ることが困難な事例が多い。老後の生活資金を失う被害も珍しくない。

2 現行法令の規制とファンド法制整備の必要性

(1) 現行法令の規制と適格機関投資家等特例業務による投資被害

金融商品取引法の下では、ファンドの販売勧誘や運用について、投資者保護の制度が整備されている。すなわち、ファンドの販売勧誘や投資型ファンドの運用を行うには、金融商品取引業者としての登録を得て（金融商品取引法第29条）、販売勧誘においては適合性の原則や書面交付義務等の行為規制（金融商品取引法第36条～第40条の5）、投資型ファンドの運用においては善管注意義務や忠実義務等の行為規制（金融商品取引法第42条～第43条の4）の下で業務を行うこととされており、法令違反等があるときには行政処分が行われる（金融商品取引法第51条～第52条）。

これに対して、現行の適格機関投資家等特例業務（金融商品取引法第63条）は、基本的にプロ同士の取引に用いられる制度とされ、参入規制がなく、

行為規制も虚偽説明の禁止と損失補てんの禁止に限定される(金融商品取引法第63条第4項)など極めて緩やかであり、かつ、行政処分を行うこともできないなど、基本的に投資者保護の制度は整備されていない。

にもかかわらず、現行法令の下では、49名以下の一般投資家への販売が可能とされていることから(金融商品取引法施行令第17条の12第2項)、問題業者が適法な特例業務届出者としての外観をもって、資金集めを行うのに使い勝手の良い制度となっている。すなわち、問題業者は、最低資本金等の登録要件を充足することなく業務を開始し、適合性の原則や書面交付義務等の規制を受けることなく販売勧誘を行うことができ、かつ、裁判所からの禁止又は停止命令(金融商品取引法第192条)が出されない限り業務を継続することができる。そのため、一般投資家が安心してファンドへの投資を行うことができる状況にあるとは言い難く、前述のとおり、問題業者による制度の悪用・濫用により、多くの投資被害が生まれている。

(2) ファンド法制の在り方

もとより、ファンドは、出資条件、投資対象、リターンの内容、出資者の得ることができる情報、投資者のとりうる手段等が、基本的に契約の定めによることになり、投資者においてこれらを確認の上投資判断をしなければならぬ。投資商品としての難易度は高く、リスクの高いものも多い。特に、匿名組合や民法上の組合等を用いたファンドでは、出資者が得ることができる情報や取りうる手段等が、限定されている⁸。また、投資対象によっては、リスクがかなり高いものや特殊なリスクを抱えるものもある。例えば、ベンチャー・ファンドは、投資対象となる新規企業の事業の成否によるところが大きく、リスクが高いし、リターンが生み出される状況になるまでに数年単位の時間を要するなどの特殊性も存する。

一般の投資者がファンドに安心して投資できる環境を実現するには、問題業者が悪用・濫用をしやすい現行制度を改めて、問題業者がかかる制度を利用して一般の投資者に被害をもたらす状況を除くとともに、ファンドの商品特性を踏まえた適切な販売勧誘ルール及び運用ルールが確保される必要がある。適切な規制の下でこそ、ファンドによる資金供給の拡大も期待することができる。

3 WG報告に基づく適格機関等特例業務の在り方

(1) WG報告の概要

WG報告は、現行の適格機関投資家等特例業務の制度枠組みを改め、①人的要件を充足しない業者を排除し、②適格機関投資家が適性を欠く者のみであるファンドの届出を認めないなど、適格機関投資家等特例業務を開始するに際して一定の要件を設けるとともに、③販売勧誘や投資型ファンドの運用については登録業者と同様の行為規制を課し、さらに、④問題業者に対して行政処分を行うことができるようにするなどの制度整備を提言している。

こうした制度整備を前提として、WG報告は適格機関投資家等特例業務の出資者を「投資判断能力を有する一定の投資家及び特例業務と密接に関連する者に限定することが適当」との基本認識の下で、販売可能な出資者の範囲を提案している。

そして、販売可能な個人は、(i) 投資性金融資産1億円以上を有し、証券口座開設後1年以上経過した富裕層、(ii) 組合等の業務執行組合員等(投資性金融資産3億円以上)、(iii) 当該プロ向けファンドの特例業務届出者と密接に関連する者(役員、使用人、親会社等の役員、使用人、その親族(3親等内)。)とされている。

なお、一定の要件を充足するベンチャー・ファンド⁹については、投資判断能力を有する個人へも販売が認められる。すなわち、(iv) 上場会社や資本金又は純資産5000万円以上の法人の役員・元役員等、(v) 有価証券届出書又は有価証券報告書に上位の株主等として記載された者、(vi) 経営革新等支援機関である公認会計士、弁護士、司法書士、行政書士、税理士等、(vii) 会社の役員・従業員・コンサルタント等として、会社の設立等の実務に一定期間直接かかわった経験があり、専門的な知識を有する者、に該当する個人にも、プロ向けファンドの販売が認められる。

(2) WG報告の提言について

現行の適格機関投資家等特例業務に関する規定が、参入の規制、行為規制が極めて限定されており、行政処分も行い得ないことに比べると、WG報告の提言は、適格機関投資家等特例業務の規制枠組みを整備するとともに、販売可能な投資者の範囲を限定し、前記の(i)～(iii)(ベンチャー・ファンドでは(i)～(vii))を除く一般の個人への販売を禁止するものである。出資者の範囲として富裕層(i)等を含む点でなお問題はあるが、現行制度に比して、規制の効果が期待される。

すなわち、販売が許されない一般の個人にプロ向けファンドが販売されたときには、当該ファンドの販売は適格機関投資家等特例業務の要件を充足せ

ず、届出の効力が認められないこととなることから、金融商品取引法第29条に違反する無登録営業となり、刑罰の適用対象ともなりうる（金融商品取引法第197条の2第10号の4）。

また、販売が認められる前記の（i）～（iii）（ベンチャー・ファンドでは（i）～（vii））に該当する個人に対する販売に際しては、適合性の原則、書面交付義務や説明義務等の行為規制が及ぼされる。

そもそも、届出の要件を充足しない業者は特例業務届出者として業務を行うことができないし、また、業務上の問題が明らかになったときには、行政処分の対象になりうる。

今後WG報告に基づいて金融商品取引法改正案が国会に提出される予定であるが、改正法及び改正法に基づく政省令においては、WG報告で提言された制度がいずれも確実に実現されること、規制の実効性を確保できるような形で具体化されることが求められる。

4 規制の実効性確保について

(1) 規制の実効性確保の重要性

問題業者は、規制のないところ、薄いところ、規制の実効が確保されていないところに進出して、被害を発生させ拡大する。したがって、問題業者による被害を防ぐためには、規制を整備するとともに、その運用において規制の実効を確保する必要がある。すなわち、民事・行政・刑事による規制の実効性確保が極めて重要である。

(2) 規制の実効性確保の具体策

① 届出における審査の実効

まず、適格機関投資家等特例業務の届出の段階で、不適切な業者の届出、適格機関投資家が不適切である届出、ベンチャー・ファンドを装う悪質な業者の届出などについて、これを適切かつ確実に審査し、届出を受理しないことが重要である。その際に、適切な審査が可能となるよう、審査のために必要となる事項については遺漏なく届出の記載事項とするとともに、届出の内容の真実性を確認できる客観的な資料を添付書類として提出するよう求める必要がある。

また、ベンチャー・ファンドは、未公開株へ投資を行う点において、詐欺的な未公開株ファンドと外形的に類似する面があることから、届出段階における適切な審査の必要性は高い。ベンチャー・ファンドについては、

悪質な業者のふるい分けのために、可能な限り悪質な業者が模倣しにくい要件を設けた上で、届出段階において、ファンド契約書類の提出、公認会計士等による会計監査と公認会計士名の公表などの体制が整っていることを確認する必要がある。もっとも、迅速な審査の要請にも配慮すべきである。

② 一般の個人への販売の禁止と違反業者への責任追及

一般の個人への販売の禁止が実効的に確保されるためには、特例業務届出者が個人への販売を行う際に、当該個人が（i）～（iii）（ベンチャー・ファンドの場合は（i）～（vii））に該当することの確認が、確実に行われる必要がある。例えば、富裕層（i）の該当性については、残高証明等の客観的資料による確認を原則とすることなどを検討すべきである。

また、販売が許されない一般の個人への販売が行われた場合に、民事・行政・刑事の責任追及が迅速かつ実効的に行われるためには、販売可能な投資者の範囲、販売できない投資者の範囲が明確であることが必要である。特例業務届出者が、販売可能な投資者への該当性を容易に争うことができ、該当性を争いながら違法な資金集めを継続する事態は、適切に防ぐ必要がある。例えば、販売可能な富裕層（i）の資産要件は、端的に「（投資性）金融資産を1億円以上有する者」と定めることを検討すべきである（パブリックコメントに付された金融商品取引業等に関する内閣府令案第233条の2第3項1号イにおいては、「取引の状況その他の事情から合理的に判断して、当該個人が保有する資産の合計額が1億円であると見込まれること」とされている。）。

販売が禁止された個人に販売された場合、行政は、無登録営業であることを指摘する警告書を早期に発するとともに、早期の行政処分を行うことが期待される。行政処分に関し、その要件として、販売ができない投資者に販売した場合を明確に規定することも必要である。また、悪質な業者の事案については、捜査機関と連携し、刑事責任を適切に問うことも求められる。

③ 販売が認められる個人への販売の適正確保

形式的に（i）～（iii）（ベンチャー・キャピタルの場合は（i）～（vii））に該当する個人であっても、高齢者や認知症患者等、プロ向けファンドへの投資の適合性が認められない者は当然あり得る。特に、富裕層（i）や（iii）のうちファンド関係者等の親族に対して販売を行う際には、適合性

の原則や説明義務は、当該個人の知識・経験・財産状況・契約締結目的に照らし、プロ向けファンドないしファンド投資の特性に鑑みて、適確に履行される必要がある。

また、適合性の原則や説明義務の内容については、法令や監督指針において、できる限り基本となる考え方を示すべきである。

④ 事業実態・運用実態がない業者、資金を流用する業者等への対応

届出の審査を行い、事業報告書の提供を受け、検査権を有する行政は、業者の内部情報を含め、事業実態・運用実態に関する情報を収集しやすい立場にある。

行政において事業実態・運用実態の問題を把握するためには、届出において事業実態・運用実態あるいはその見込みを根拠づける事実や資料について相応のものの提出を得るとともに、その後提出される事業報告書等により定期的に事業実態・運用実態を確認するなど、事後的な検証を適切に行う必要がある。また、特例業務届出者について、疑問や問題が生じたときには、投資者保護の観点から検査を適切に行うことが期待される所であり、検査による実態把握を確保するために金融商品取引法上の帳簿作成・保存義務を適切に定める必要もある。また、帳簿作成・保存義務の内容の具体化に際しては、資金流用の有無や流用先について事後的検証が容易となるよう配慮する必要もある。

民事責任の追及では、投資者や弁護士が、問題業者に関する情報を迅速に把握することが必要となる。届出書の記載事項、添付書類や事業の概況に係る説明書を公表すること、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、ベンチャー・ファンドにおける公認会計士名等の公表は、投資者や弁護士の情報取得にも資する面がある。

もともと、民事責任の追及のためには、これら公表資料や交付資料だけでなく、投資者が、事業実態・運用実態に関する情報を適切に得ることができる必要がある¹⁰。この点、匿名組合契約や民法上の組合等について、帳簿等の閲覧請求権や事業状況・運用状況について情報を求める権利の拡充を検討することが考えられる。

さらに、行政が把握している情報や刑事手続における情報を可能な限り、投資者や弁護士が活用できるよう、現行法における諸手続を運用することや、かかる情報の活用を拡充する方策も検討すべきである。

⑤ 海外の業者や海外への送金等への対応

適格機関投資家等特例業務に限らず、金融商品取引法違反の事例の中には投資金の送金先が海外となっているものや、海外の投資商品を取得させるもの、海外の無登録業者による事例も少なくない。適格機関投資家等特例業務を含め、海外が絡む事案についても適切に規制の実効性を確保していく必要がある。

⑥ 刑事による規制の実効性確保

販売が許されない個人等にプロ向けファンドを販売したこと等により無登録営業となる場合（金融商品取引法第29条・第197条の2第10号の4）、書面交付義務違反（現行の登録業者について金融商品取引法第37条の3第1項・第205条第12号）等の勧誘規制違反、運用報告書の虚偽記載（金融商品取引法第42条の7・第198条第2号の3）等の運用規制違反、事業実態・運用実態がない場合や資金の流用がある場合（現行の登録業者については虚偽告知の禁止の違反（金融商品取引法第38条第1号・第198条第2号の2・第198条の6第2号）等が問題となりうる。また、詐欺罪（刑法第246条）等が問題となりうる。）等は、金融商品取引法違反ないし刑法違反として刑罰の対象となりうる。また、事案によっては、犯罪収益移転防止法違反、組織犯罪処罰法違反等も問題となりうる。悪質業者の事案においては、刑事責任の追及を適切に行っていくことも求められる。

刑事責任の追及が問題となる事案については、行政と捜査機関が適切な連携を図ることも必要である。そのためには、現在行われている金融庁や財務局からの警告書の発出や、捜査機関への情報提供を迅速に行うとともに、捜査機関との情報の共有や情報交換の機会の充実等も考えられる。行政から情報提供の後の捜査機関における処理状況や結果を確認し、情報の公表を行っていくことも検討すべきである。

消費生活センターからの情報提供や弁護士からの情報提供・告訴・告発等に対し、捜査機関は、もたらされた情報を適切に蓄積し、関係各機関と適切に情報共有するとともに、悪質な業者による被害事案に対しては投資者保護、被害拡大防止の観点から、積極的な対応を行うべきである。

5 早期の法改正と施行の必要性

2013年12月に国民生活センターが注意喚起を行い¹¹、2014年4月に証券取引等監視委員会の建議¹²及び内閣府消費者委員会の提言¹³が行われた

後、既に相当の期間を経過している。

この間にも、現行の適格機関投資家等特例業務を悪用・濫用した投資被害は発生している。このような状況の継続を許さないためには、WG報告に基づく制度整備を早期に行い、できるだけ早く、改正法を施行することが極めて重要である。

また、施行までの間の被害を最小限に食い止めるため、現行の金融商品取引法の下においても、今後適格機関投資家等特例業務の制度整備が行われることを踏まえて、可能な限り法執行の充実・強化を図るべきである。

1 当連合会は、『金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案』に関する意見募集に対する意見（2007年5月11日）及び「適格機関投資家等特例業務（金融商品取引法第63条）に関する意見書」（2014年2月20日）を公表している。なお、投資被害へ対処するための制度整備については、「未公開株の被害の防止及び救済に関する意見書」（2010年6月17日）等を公表している。

2 独立行政法人国民生活センター「投資経験の乏しい者に『プロ向けファンド』を販売する業者のご注意！—高齢者を中心にトラブルが増加，劇場型勧誘もみられる—」（2013年12月19日）。

3 金融庁「無登録で金融商品取引業を行う者等の名称等について（警告書の発出を行った適格機関投資家等特例業務届出者）」

4 金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」第1回における金融庁監督局の提出資料。

5 証券取引等監視委員会「証券取引等監視委員会の活動状況」（2014年6月）。

6 警察庁生活安全局生活経済対策管理官「平成26年上半期における主な生活経済事犯の検挙状況等について」。

7 なお、金融庁の「問題があると認められた届出業者リスト」掲載の527業者についても、うち278業者が「連絡がとれない」とされている（前記注4の資料）。

8 匿名組合契約による投資者は、商法上、匿名組合員として、営業年度の終了時に営業の時間内に貸借対照表の閲覧謄写等の請求又は営業者の業務及び財産の状況を検査でき、それ以外の時期において裁判所の許可を得て営業者の業務及び財産の状況を検査できると定められるのみである（商法第539条）。また、民法上の組合契約による投資者は、民法上、請求により事務処理の状況の報告を受けること、組合契約終了後経過及び結果の報告を受けること、業務及び組合財産の状況を検査できると定められている（民法第645条及び第671条、第673条）。いずれも、投資契約に則した計算書類等の作成や報告・情報提供に関する具体的定めは置かれておらず、また、営業者ないし業務執行組合員に会計監査が義務付けられているわけではない。

9 なお、経済産業省は、「投資事業有限責任組合モデル契約」（2010年11月）を公表している。

10 投資事業有限責任組合法では、無限責任組合員は、事業年度ごとに財務諸表等（貸借対照表、損益計算書、業務報告書及び付属明細書）を作成の上公認会計士等の監

査を受ける必要があり、組合員は、営業時間内は、いつでも、財務諸表等、組合契約書及び公認会計士等の意見書を閲覧・謄写できる（投資事業有限責任組合法第8条）。

¹¹ 注2参照。

¹² 証券取引等監視委員会「適格機関投資家等特例業務に関する特例について」（2014年4月18日）。

¹³ 内閣府消費者委員会「適格機関投資家等特例業務についての提言」（2014年4月22日）。