

適格機関投資家等特例業務制度の改正と不動産ファンド実務への影響について



小澤 絵里子

森・濱田松本法律事務所
弁護士



高橋 可奈

森・濱田松本法律事務所
弁護士

I. はじめに

2015年6月3日に公布された金融商品取引法の一部を改正する法律（以下「本改正法」という。）に関し、2016年2月3日、改正政令・内閣府令及び改正監督指針^{注1}が公布された。今般の改正（以下「本改正」という。）は2016年3月1日より施行されている。

本改正の主眼は、適格機関投資家等特例業務制度の見直しである。本改正前においては、金商法第63条に基づく適格機関投資家等特例業務の届出者（以下「特例業務届出者」という。）に対して簡素な行為規制しか適用されず、行政処分の対象となっていなかったことや、49名以内であれば投資経験の乏

しい者にも販売が可能であったことから、当該制度の悪用による投資家被害が増加していた。そこで、2014年4月、消費者委員会や証券取引等監視委員会から、制度を見直すべきとの提言・建議が出され、これらを踏まえ、販売可能な投資家を制限する政令・内閣府令案等が公表された。しかし、当時のパブリック・コメントの過程で、販売可能な投資家の範囲が狭いことから新たなファンドの組成が困難になる等の意見が出されたため、2014年10月より、金融審議会に設置された投資運用等に関するワーキング・グループにおいて検討及び審議がなされた。当該検討の結果は、2015年1月28日付「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～」にまとめられ、同報

注 1

本改正に直接関係する法律、政省令・監督指針は、以下のとおりである。

- ・金融商品取引法（以下「金商法」という。）
- ・金融商品取引法施行令（以下「施行令」という。）
- ・金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「業府令」という。）
- ・金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（以下「定義府令」という。）
- ・金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（本編）（以下「監督指針」という。）

告を踏まえ、本改正に至っている。

本改正の背景は、適格機関投資家等特例業務の本来の制度趣旨に立ち返り、悪用事例を排除することにより投資家被害を防ぐことにある一方で、適格機関投資家等特例業務を利用する者は、すべからく本改正の影響を受けることになる。そして、GK-TKスキームによる不動産ファンドにおいては広く適格機関投資家等特例業務の特例を利用しているため、本改正が不動産ファンド実務に与える影響は少なくない。

そこで、本稿では、不動産ファンド（GK-TKスキーム）の文脈で利用されている、金商法第63条第1項第2号に掲げる行為（運用）に係る適格機関投資家等特例業務（以下「適格機関投資家等特例業務（運用）」という。）の実務に与える影響について、概説することとした^{注2}。なお、本稿のうち意見にわたる部分は、当職らの個人的な見解であることをあらかじめお断りしておく。

Ⅱ. 本改正の内容

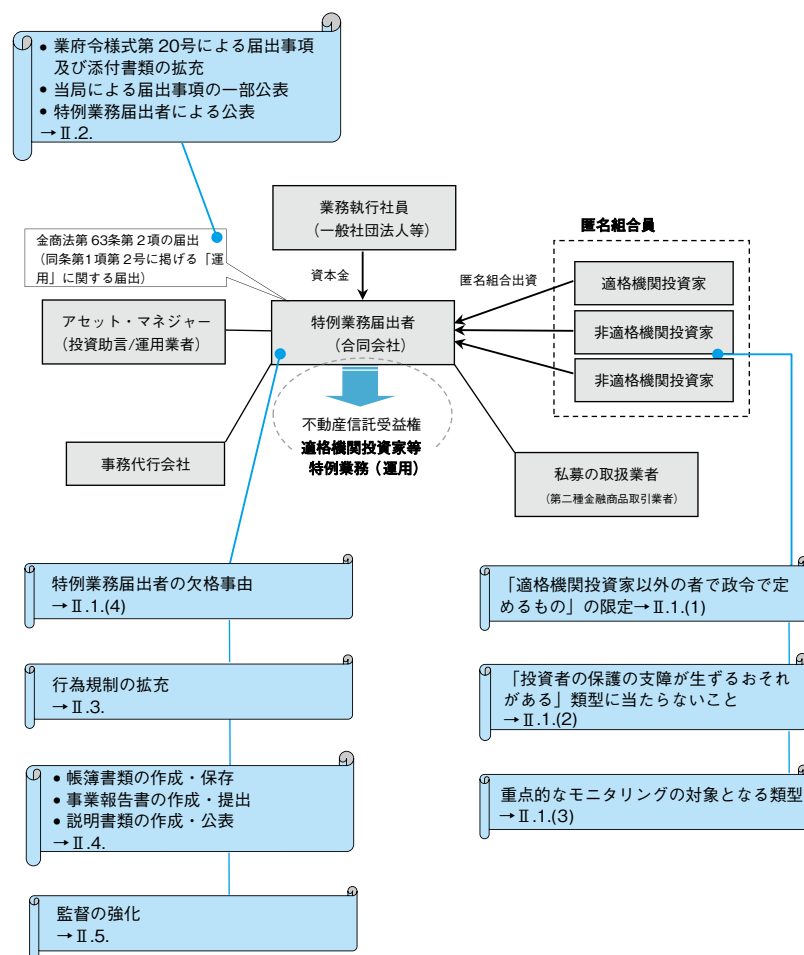
適格機関投資家等特例業務（運用）を利用した不動産ファンドの観点から本改正を見た場合に主なポイントとなる点を、本稿で想定している不動

産ファンドのスキームに当てはめると、図Aのとおりである。以下、本改正に対するパブリック・コメントへの回答^{注3}（以下「パブコメ回答」という。）も踏まえ、順に、概説する。

1. 適格機関投資家等特例業務（運用）の要件（金商法第63条第1項第2号）

（1）出資者が、①適格機関投資家＋49名以下の「適格機関投資家以外の者で政令で定めるも

図A 本改正の主なポイント



注2

本稿では、不動産ファンドに焦点を当て、かつ、適格機関投資家等特例業務として運用する不動産ファンドへの影響について概説する。ファンドが、金商法第63条第1項第1号に掲げる行為（私募）に係る適格機関投資家等特例業務を利用すること及びベンチャー・ファンド特例（金商法第17条の12第2項）を利用したり、同特例を利用した者が匿名組合員に含まれていることは想定していないこと、並びにプライベート・エクイティ・ファンド及びベンチャー・ファンドの観点からの論点には触れていないことにご留意頂きたい。

注3

金融庁「平成27年金融商品取引法改正等に係る政令・内閣府令案等に対するパブリック・コメントの結果等について」（2016年2月3日）
<http://www.fsa.go.jp/news/27/20160203-1/00.pdf>

の」で、②金商法第63条第1項第1号イ～ハに該当しないもののみであること。

本改正前においては、適格機関投資家等特例業務（運用）の出資者に関する要件は、（a）出資者に1名以上の適格機関投資家がいること、（b）出資者のうち「適格機関投資家以外の者で政令で定めるもの」が49名以下であること、（c）出資者が、金商法第63条第1項第1号イ～ハに該当しないもののみであることであった。そして、（b）の「適格機関投資家以外の者で政令で定めるもの」の範囲は、「適格機関投資家以外の者」であるとされ、特に限定は付されてなかった。

しかし、本改正により、「適格機関投資家以外の者で政令で定めるもの」は表1のいずれかに該当するもの（施行令第17条の12第1項、業府令第233条の2第1項～第4項）に限定されることとなった。なお、適格機関投資家の範囲及び金商法第63条第1項第1号イ～ハについての改正は行われていない。

「適格機関投資家以外の者で政令で定めるもの」への該当性判断の時点については、ファンドの運用開始時において

は、その直前に行われた私募（勧誘）の時点で行うものとされ（パブコメ回答No.15）、継続的に出資者の資産要件等を充足・把握する義務までは課されていない（パブコメ回答No.1～13）。

しかし、不動産ファンドの運用期間中に生じうる場面について、パブコメ回答にて、金融庁から以下の回答が示されている点に注意が必要である。

- 出資者が匿名組合出資持分を譲渡した場合に

表1

適格機関投資家以外で、適格機関投資家等特例業務における出資者となり得る者（「適格機関投資家以外の者で政令で定めるもの」）の範囲	
a. 国	q. 保有資産 ^{注5} 100億円以上と見込まれる企業年金基金
b. 日本銀行	r. 外国法人
c. 地方公共団体	s. 保有資産1億円以上と見込まれ、かつ証券口座開設後1年経過した個人
d. 金融商品取引業者等、その子会社等又は関連会社等	t. 業務執行組合員等として保有資産1億円以上と見込まれる個人
e. ファンド資産運用等業者（集団投資スキーム持分の私募又は運用を行う者）	u. 議決権・拠出金の25%以上を国・地方公共団体が保有している公益社団法人又は公益財団法人で、地域・産業振興事業を公益目的事業とするもの
f. eのファンド資産運用等業者 ^{注4} の役員又は使用人	v. 保有資産100億円以上と見込まれる存続厚生年金基金
g. eのファンド資産運用等業者の親会社等若しくは子会社等又は当該親会社等の子会社等	w. 保有資産100億円以上と見込まれる、外国で企業年金基金又は存続厚生年金基金に相当する者
h. eのファンド資産運用等業者からの運用権限の受託者（再委託者も含む（パブコメ回答No.38））	x. 保有資産1億円以上と見込まれる法人
i. eのファンド資産運用等業者への助言業者（ファンド資産運用等業者との間の直接的な契約関係の有無を問わない（パブコメ回答No.42））	y. 業務執行組合員等として保有資産1億円以上と見込まれる法人
j. g～iの役員又は使用人	z. s又はtの個人の資産管理会社（一定の要件あり）
k. 個人であるeのファンド資産運用等業者、f、h～jの配偶者・三親等以内の親族	aa. 外国の集団投資スキーム持分の発行者（一定の要件あり）
l. 上場会社、その子会社等又は関連会社等	bb. 運用収入が総収入の75%以上であると見込まれる資産管理会社（一定の要件あり）
m. 資本金5000万円以上の法人、その子会社等又は関連会社等	
n. 純資産額5000万円以上の法人、その子会社等又は関連会社等	
o. 特別法により設立された法人	
p. 特定目的会社	

下線部分が「50%以上出資制限付き密接関係者」

注4

適格機関投資家等特例業務の届出を行った当該ファンドをいい、他の適格機関投資家等特例業務の届出者は含まれない（パブコメ回答No.30～32）。

注5

ここでいう「保有する資産」は業府令第62条第2号イ～トまでに掲げる資産に限定されており（業府令第233条の2第2項）、有価証券及びデリバティブ取引に係る権利は含まれるが、不動産等の固定資産は含まれない（パブコメ回答No.54）。

は、その取得勧誘及び譲渡の時点において、その譲受人の属性を判定すべきである（パプコメ回答No.15～16）。

- 全部委託特例（定義府令第16条第1項第10号に定める特例）を利用していたファンドが、適格機関投資家等特例業務に切り替える場合は、当該切替の時点で、その時点の出資者（匿名組合員）の属性を判定すべきである（パプコメ回答No.15）。

（２）投資者の保護に支障が生ずるおそれがある類型に当たらないこと

本改正前においては、適格機関投資家等特例業務（運用）の主たる要件は、前記（１）の点だけであったが、本改正により、「投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定めるもの」でないことが要件に加えられた。つまり、以下の二つのタイプのいずれかに該当する場合は、適格機関投資家等特例業務（運用）を利用することができないこととなる（金商法第63条第1項第2号、業府令第234条の2第2項）。

類型A	適格機関投資家である出資者の全てが、「運用を行う金銭その他の財産の総額 ^{注6} 」から借入金の額を控除した金額が5億円未満と見込まれる ^{注7} 投資事業有限責任組合であること
類型B	出資者の出資金総額の50%以上が、表1のg、h、i、j又はkに該当する者（但し、適格機関投資家、表1のいずれかに該当する者（表1のf～kに該当する者を除く。）並びにファンド資産運用等業者の役員、使用人及び親会社等を除く（パプコメ回答No.148～153、162））（以下「50%以上出資制限付き密接関係者」という。）からの出資によること

現在の不動産ファンド実務において、上記二つの

類型に該当する不動産ファンドが組成されることはそれほど多くないと思われるため、この要件が加えられたことによる影響は限定的と見込まれるが、念のため注意が必要である。

（３）重点的なモニタリングの対象となる類型

本改正後の監督指針においては、モニタリング調査、届出書類の事後確認及び事業報告書の確認等を通じた適格機関投資家等特例業務の実態把握に際しての留意点が、従前より詳述された。例えば以下の点には、特に留意が必要であらう。

- 出資者である適格機関投資家が、特例業務届出者から、ほとんど実体のない業務に対する対価として報酬を受け取っていないか。
- 出資者である適格機関投資家が、特例業務届出者の子会社等又は関係者等で実体のないものとなっていないか^{注8}。

また、前述（２）で挙げた二つの類型に当たらずとも、本改正後の監督指針においては、適格機関投資家の出資額・出資割合が著しく低い状況その他の事情を考慮して適格機関投資家の実在性が疑われる場合には、特に実態把握の必要性が高いとされ、当局による重点的なモニタリングの対象とすることが想定されている点にも留意が必要である（監督指針IX-1-2（２））。

モニタリング・監督手法としては、深度のあるヒアリングを実施し、必要に応じて報告徴求（金商法第63条の6）を行うことが予定されている。公益又は投資者保護の観点から重大な問題があると認められる場合

注 6

ここでいう「金銭その他の財産の総額」とは、「いわゆるキャピタル・コール方式等を採用している契約における出資又は拠出を約束した金額ではなく、実際に出資又は拠出を受けた金額」を意味する（パプコメ回答No.142～145）。

注 7

ファンドの運用期間中は、この5億円の金額要件を継続的に満たす必要がある（パプコメ回答No.134～145）。

注 8

出資者である適格機関投資家が特例業務届出者の子会社等のみであることは、特例業務届出者が金商法第63条第1項各号に掲げる行為を適切に行っていないと評価するにあたって勘案される事情の一つとして、金商法第40条第2号及び業府令第123条第1項第30号でも挙げられている。後述3.参照。

は、業務改善命令、さらに重大・悪質な法令違反行為が認められる場合には、業務停止命令又は業務廃止命令の発出も想定されている（監督指針IX-1-2（3））^{注9}。

（４）欠格事由

本改正により、新たに、適格機関投資家等特例業務を行ってはならない者（欠格事由）が定められた（金商法第63条第7項）。例えば、金融商品取引業者の登録拒否事由、役員又は使用人のうちに暴力団員のある者等が欠格事由とされているが、これが実務において論点となる可能性は低いだろう。

なお、欠格事由として、国内における代表者を定めていない外国法人も挙げられている（金商法第63条第7項第1号ニ）。これに該当する形で不動産ファンドが運用されている例は少ないと思われるが、念のため留意しておく必要がある。

（５）まとめ

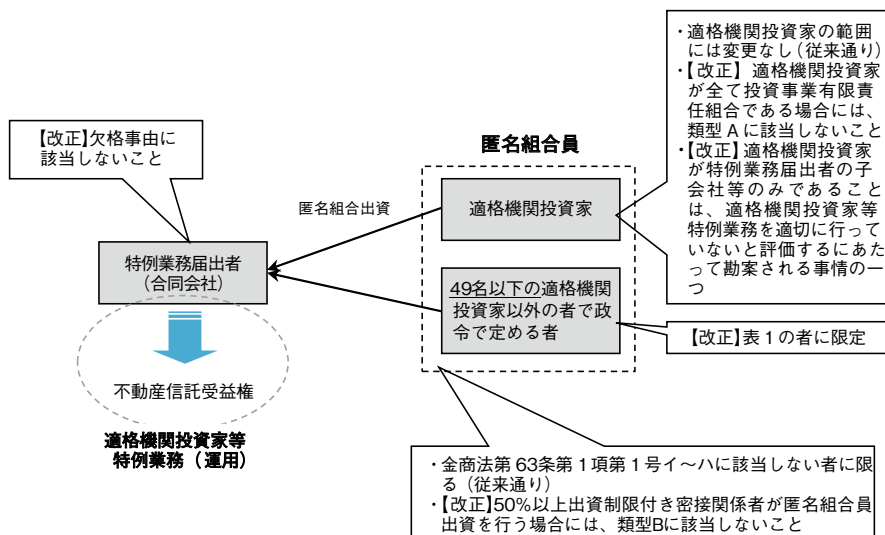
以上、本改正後の適格機関投資家等特例業務（運用）の要件のポイントをまとめると、図Bのとおりである。

2. 適格機関投資家等特例業務の届出及び公表

（１）届出事項の拡充及び添付書類（金商法第63条第2項、第3項）

本改正により、適格機関投資家等特例業務の届出書（業府令様式第20号）の内容が拡充されており、以下の《届出追加事項》についても届出が必要となる。また、届出に際し、新たに以下の《添付書類》も要請されることになったため、届出前に準備する必要がある。届出方法は、原則として、届出書を記録したCD-R及び添付書類とともに、代表印を押印した電磁的記録媒体届出用鑑文書を提出するものとされている^{注10}。

図B 適格機関投資家等特例業務(運用)の要件の厳格化



注9

報告徴求、業務改善命令、業務停止命令及び業務廃止命令それぞれの根拠規定は、金商法第63条の6、第63条の5第1項、第63条の5第2項、第63条の5第3項。

注10

金融庁は、2016年2月3日に、本改正後の届出方法、届出様式及びその他の各種様式を公表しており、同時に、適格機関投資家等特例業務に関する届出書（業府令様式第20号）については、記載例（以下「届出書記載例」という。）も公表している。<http://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20160203-2.html>

なお、電磁的記録媒体届出用鑑文書の様式は、金融庁が公表した業府令様式第20号の様式の中に含まれている。

財務省関東財務局のウェブサイトでも公表されている様式の記載例がある。<http://kantou.mof.go.jp/kinyuu/kinshotorihou/tokurei.htm>

《届出追加事項》

- 適格機関投資家等特例業務を行う営業所又は事務所の名称及び所在地（金商法第63条第2項第7号）
- 主たる営業所又は事務所及び適格機関投資家等特例業務を行う営業所又は事務所の電話番号、届出者のホームページアドレス（業府令第238条第1項第1号）^{注11}
- 出資対象事業持分（匿名組合出資持分）の名称及び種別^{注12}
- 出資対象事業の内容
- 出資者である適格機関投資家^{注13}の商号、名称又は氏名、種別^{注14}及び数
- 適格機関投資家以外の出資者がいる場合はその旨（以上、業府令第238条第1項第3号）

なお、「出資対象事業の内容」には、個別の物件名を記載することは要しないが、届出書記載例によれば、「主な投資対象不動産の種類（商業施設、オフィス、レジデンス、ホテル、物流施設）、投資対象地域その他の基本的な投資方針・戦略の概要について記載すること」とされている（パブコメ回答 No.199～205、届出書記載例）。

これらの届出追加事項の内容は、不動産ファンドの運用期間中に変更することがありうる（特に、出資者である適格機関投資家の変動、出資者の数の変動）が、その変更後遅滞なく変更届出が必要なので、漏れがないように注意しなければならない（金商

法第63条第8項）。

《添付書類》

- 欠格事由非該当性の誓約書、定款、法人の登記事項証明書（金商法第63条第3項第1号）
- 役員及び重要な使用人の、履歴書（役員が法人であるときは当該役員の沿革を記載した書面）、住民票抄本（役員が法人であるときは当該役員の登記事項証明書）、成年後見等・破産者でない旨の証明書、暴力団員等に該当しない旨の誓約書（金商法第63条第3項第3号、業府令第238条の2第1項第1号）
- 出資者である適格機関投資家の全てが投資事業有限責任組合である場合には、①当該投資事業有限責任組合契約に基づきその組合員のために運用を行う金銭その他の財産の総額及び②当該投資事業有限責任組合の借入金の額を証する書面（以下「証する書面A」という。）
- ①出資者の出資金の総額及び②出資者である「50%以上出資制限付き密接関係者」による出資金の額を証する書面（以下「証する書面B」という。）（以上、業府令第238条の2第4号）

上記で下線を付けた資料については、やむを得ない事由がある場合には、届出後遅滞なく提出すれば足りるとされている（業府令第238条の2柱書）ので、例えば、届出の時点において出資者が未定であり出資額等が確定していない場合は、実際に出資を受けることが確定した段階で、証する書面A及び証する書面Bを提出することになる（パブコメ回答 No.248～254、264）。

注 11

特例業務届出者が特別目的会社（SPC）の場合にはホームページがないことが想定されるが、その場合は、届出書に「該当なし」と記載すればよく、ホームページの作成が義務付けられるものではない（パブコメ回答 No.173～178、180～183、186、187、222）。また、後記2.(3)の届出事項の一部の公表及び4.(3)の説明書類の公表を、特例業務届出者の委託先（アセット・マネジャー等）のウェブサイトを利用して行う場合は、当該ウェブサイトのアドレスを特例業務届出者のホームページアドレスとして適格機関投資家等特例業務の届出書に記載する必要がある（パブコメ回答 No.186、187、317）。

これに対し、届出書における電話番号の記載は必須と考えられている。公認会計士又は税理士法人等の電話番号が特例業務届出者の連絡先として使用される場合は、当該公認会計士又は税理士法人等の電話番号を記載する必要がある（パブコメ回答 No.188）。

注 12

本改正前から、匿名組合出資持分の名称（ファンドの名称）は届出書の記載事項であった。本改正により、追加で「匿名組合契約」等の種別を記載する必要がある（業府令様式第20号別添2注意事項2）。

注 13

本改正前は、「適格機関投資家が2名以上あるときは、そのうち少なくとも1名」を届出書に記載すれば足りることとされていたが、本改正により上記文言が削除されたので、適格機関投資家全員の情報を届出書に記載する必要がある。

注 14

「金融商品取引業者等」「金融機関等」「投資事業有限責任組合」「事業法人等」「個人」「外国法人又は外国法人等」「その他」の別を記載する（業府令様式第20号注意事項6）。

これらの「証する書面」の提出に関しては、パブコメ回答において以下のとおり回答がなされている。

証する書面Aについて:

- 例えば、投資事業有限責任組合からの自己申告の書面及び当該組合が任意に提出した資料（当該組合の直近の財務諸表又は消費貸借契約書の写し等）を活用することにより、全体として「合理的に判断」して、適格機関投資家等特例業務（運用）を利用することができない類型（前述1.（2）で挙げた類型A）に該当しないと見込まれることを十分に確認した上で、確認結果及びその根拠を記載した書面を提出する必要がある（パブコメ回答No.248～254）。

証する書面Bについて:

- 特例業務届出者が作成した書面を提出する必要がある（パブコメ回答No.248～254）。
- 証する書面Aと異なり、証する書面Bは、全ての特例業務届出者が提出する必要がある（パブコメ回答No.255）。

（2）当局による、届出事項のうち一部の事項の公表

本改正前においては、適格機関投資家等特例業務の届出事項が一般に公表されることはなかったが、本改正後は、当局により、適格機関投資家等特例業務の届出事項の一部の内容について、公衆縦覧又はインターネットの利用その他の方法により公表されることになる（金商法第63条第5項、業府令第238条の4）。但し、かかる公表が施行されるのは、本改正

の施行日から「1年6月を超えない範囲において政令で定める日」からである（本改正法附則第4条）。

公表される内容は、届出事項の一部であり、業府令様式第20号の2に記載される事項である。例えば、特例業務届出者の商号・代表者・業務の種別・資本金の額又は出資の総額、出資対象事業の内容、出資者である適格機関投資家の種別・数、適格機関投資家以外の出資者の有無等は公表対象であるが、適格機関投資家の名称は、公表対象外となっている（パブコメ回答No.285）。

（3）特例業務届出者による、届出事項のうち一部の事項の公表

特例業務届出者は、適格機関投資家等特例業務の届出後遅滞なく、届出事項の一部の内容を記載した書面を作成し、主たる営業所若しくは事務所及び適格機関投資家等特例業務を行う全ての営業所若しくは事務所に備え置いて公衆縦覧に供するか^{注15}、又はインターネットの利用その他の方法により公表しなければならない（金商法第63条第6項、業府令第238条の5）。ここで作成及び公表する内容は、当局による公表と同じく、業府令様式第20号の2に記載される事項である。

当局による公表とは異なり、経過措置は定められていない。従って、本改正後に適格機関投資家等特例業務の届出を行った場合は、遅滞なく業府令様式第20号の2の書面を作成の上、公表しなければならない。原則として、届出を行ったときから公表を行う必要があるが、正当な又は合理的な理由がある場合

注 15

公衆縦覧の方法は様々なものがありうるが、「投資者が容易に閲覧できる」（業府令第238条の5第1項）ことが要求されている。パブコメ回答No.314、315にて「書面の写しをドッジファイル等に綴じこんでおき、業務時間中に閲覧希望者が来所した際には、すぐに閲覧できる状態を確保」する方法で公衆縦覧として認められる旨、回答されているのが参考になる。

また、書面の縦覧に代えて電磁的方法により行う縦覧を規律する、「民間事業者等が行う書面の保存等における情報通信の技術の利用に関する法律」が本改正と同時に改正され、特例業務届出者が行う金商法第63条第6項（届出事項の一部の公表）及び第63条の4第3項（説明書類の公表）に基づく書面の縦覧も、情報通信技術利用法の適用対象に追加されている（内閣府令の所管する金融関連法令に係る民間事業者等が行う書面の保存等における情報通信の技術の利用に関する法律施行規則別表第四）。これにより、書面の縦覧に代えて、当該書面に係る電磁的記録に記載されている事項の縦覧を行う場合は、当該事項を事務所に備え置く電子計算機の映像面における表示又は当該事項を記載した書類により行うことになる（同施行規則第8条及び第9条）。

の遅滞は許容されるとされている（パプコメ回答 No.300）。

3. 行為規制

本改正前は、特例業務届出者には、行為規制として虚偽説明禁止・損失補填禁止のみが課されていたが、本改正後は、以下の行為規制が課されることとなり（金商法第63条第11項）、金融商品取引業者に近いレベルの行為規制が課されることに留意が必要である。なお、行為規制に関する経過措置は定められていない。

《本改正前から特例業務届出者にも適用されていた行為規制》
- 虚偽説明禁止（金商法第38条第1号） - 損失補填禁止（金商法第39条）
《本改正により適用されることになった行為規制》
匿名組合員が特定投資家か否かにかかわらず適用される規制
- 顧客に対する誠実義務（金商法第36条第1項） - 名義貸しの禁止（金商法第36条の3） - 断定的判断の提供の禁止（金商法第38条第2号） - 内閣府令で定める行為の禁止（金商法第38条第8号、業府令第117条） - 禁止される業務運営状況^{注16}（金商法第40条第2号、業府令第123条） - 分別管理が確保されていない場合の売買等の禁止（金商法第40条の3） - 金銭の流用が行われている場合の募集等の禁止（金商法第40条の3の2） - 忠実義務・善管注意義務（金商法第42条） - 運用における各種の禁止行為（自己取引等の禁止）（金商法第42条の2） - 分別管理（金商法第42条の4）

匿名組合員が特定投資家であれば適用されない規制（金商法第45条^{注17 注18}）

- 広告等の規制（金商法第37条）
- 契約締結前の書面の交付（金商法第37条の3）
- 契約締結時等の書面の交付（金商法第37条の4）
- 適合性の原則（金商法第40条第1号）
- 運用報告書の交付（金商法第42条の7）

こうした行為規制の強化を受けて、監督指針IX-1において、特例業務届出者の業務の適切性についても、金融商品取引業者に対する監督指針の規定が広汎に準用されることになっている。不動産ファンドにおける特例業務届出者は特別目的会社（SPC）であり自ら内部管理態勢等を整備することは現実的ではないが、この点については、パプコメ回答 No.507により、監督指針の規定は特例業務届出者の業容に応じたレベルの手当を求めるものであり、例えば、GK-TK スキームを利用した不動産ファンドSPC（合同会社）のように、業務執行社員がSPC（一般社団法人等）であり、職務執行者も独立した第三者であって使用人がいないものの、適切な投資助言業者・運用業者や事務代行会社を起用している等の実態（すなわち、特定目的会社と同等の実態）を否定するものではない旨の回答が示されている。

4. 帳簿書類、事業報告書、説明書類等

（1）帳簿書類の作成・保存義務

本改正により、特例業務届出者にも、以下の帳簿

注 16

業府令第123条第1項第30号により、出資者である適格機関投資家が特例業務届出者の子会社等のみであることその他の事情を勘案して金商法第63条第1項各号に掲げる行為を適切に行っていないと認められる状況は、避けなければならない業務の運営の状況に当たるとされている点に注意が必要である（パプコメ回答 No.263、356～368）。

注 17

但し、運用報告書の交付省略については、金商法第42条の7、業府令第134条第5項第4号。

注 18

新規にファンドを組成する場合には、特定投資家である匿名組合員に対してはアマ成り告知（金商法第34条）をし、一般投資家である匿名組合員に対してはプロ成り手続（金商法第34条の3及び第34条の4）を行うことが考えられる。しかし、適格機関投資家等特例業務（運用）のみを行っている特例業務届出者自らがアマ成り告知をする義務を負うのか、また、出資者に関してプロ成り手続を行うことができるのか等は、法文上必ずしも明らかではない。

本改正の施行前に適格機関投資家等特例業務（運用）を行っている届出者（旧法特例業務届出者）についても、特定投資家・一般投資家の判定方法が法令上明らかではない。

この点に関しては、当面、今後示されることのある金融庁の見解や実務における議論を注視していくことが肝要である。

書類の作成及び保存義務が課されることとなった（金商法第63条の4第1項、業府令第246条の2）。帳簿書類の作成及び保存は委託・再委託することが可能である（パプコメ回答No.405～407）。

《帳簿書類》
・ 特定投資家関連の申出書（金商法第34条の2第3項、第34条の3第2項、第34条の4第2項） ・ 契約締結前交付書面（金商法第37条の3第1項） ・ 契約締結時交付書面（金商法第37条4第1項） ・ 契約変更書面（業府令第157条第1項第1号ニ） ・ 運用権限を委託した契約等（業府令第157条第1項第17号イ） ・ 運用報告書（業府令第157条第1項第17号ロ） ・ 運用明細書（業府令第157条第1項第17号ハ）

（2）事業報告書の作成・提出義務

本改正により、特例業務届出者は、事業年度ごとに、事業報告書（業府令様式第21号の2による。）を作成の上、事業年度経過後3ヶ月以内に当局に提出することが義務付けられる（金商法第63条の4第2項、施行令第17条の13の4、業府令第246条の3）。

（3）説明書類の作成・公表義務

本改正により、特例業務届出者は、事業年度ごとに、説明書類^{注19}（業府令様式第21号の3による。事業報告書でも可）を作成し、事業年度経過後4ヶ月を経過した日から1年間、公表することが義務付けられる。主たる営業所若しくは事務所及び適格機関投資家等特例業務を行う全ての営業所若しくは事務所に備え置いて公衆縦覧に供するか、又はインターネットその他の方法により公表する（以上、金商法第63条の4第3項、業府令第246条の5）。

（4）期中の届出事由の追加

本改正前は、特例業務届出者による期中の届出事由は、適格機関投資家等特例業務の休止・再開・廃止だけであったが、届出事由が追加された（金商

法第63条の2第3項第1号及び第2号（本改正による変更なし）、同項第3号及び業府令第241条の2）。不動産ファンドの運営期間中に生じやすいものとして、以下が届出事由になったことに注意を要する。

- ・ 定款を変更した場合（業府令第241条の2第3号）
- ・ 訴訟若しくは調停の当事者となった場合又はそれらが終結した場合（業府令第241条の2第6号）

5. 監督の強化

本改正後は、特例業務届出者、その取引先及び業務委託先は、当局による報告徴求及び立入検査の対象となり得る（金商法第63条の6）。

さらに、特例業務届出者は、業務改善命令及び業務停止命令の対象にもなり得ることになった（金商法第63条の5）。

本改正に際して、特例業務届出者に適用される監督指針IXの規定が大幅に拡充されていることについても留意する必要がある。

Ⅲ.既存の特例業務届出者に対する経過措置

本改正の施行前に適格機関投資家等特例業務（運用）を行っている届出者（旧法特例業務届出者）は、本改正の施行日前から行っている適格機関投資家等特例業務（運用）を継続することができる（本改正法附則第2条）が、以下の点に特に注意が必要である。

Ⅳ.改正のインパクト

本改正により、適格機関投資家等特例業務を利用することの難度が上がり、負担が重くなることは否定できない。しかし、従前の不動産ファンドの実務を

注 19
事業報告書と異なり、適格機関投資家の名称等の記載は不要である。

	注意点	参照箇所
本改正の施行日以後	本改正後の法令に従って行為規制が適用される。	Ⅱ.3.
	施行日以後の適格機関投資家等特例業務（運用）については、帳簿書類の作成及び保存義務が課される。	Ⅱ.4.（１）
	施行日以後に開始する事業年度より、事業報告書の作成・提出及び説明書類の作成・公表を行わなければならない（本改正法附則第6条）。	Ⅱ.4.（２）（３）
	期中の届出事由が生じた場合は、届出を行う。	Ⅱ.4.（４）
本改正の施行日から起算して6ヶ月以内	追加された届出事項を記載した届出書を、添付書類とともに提出しなければならない（本改正法附則第3条第1項）。	Ⅱ.2.（１）
	上記の追加届出書を提出した後遅滞なく（パプコメ回答No.481～484、485～487）、当該届出事項の一部の内容について、公衆縦覧又はインターネットの利用その他の方法により公表しなければならない。	Ⅱ.2.（３）
本改正の施行日以後の追加出資	旧法特例業務届出者が行う適格機関投資家等特例業務（運用）であっても、施行日以後に新たな出資を勧誘する場合に、以後の運用行為については、本改正後の適格機関投資家等特例業務（運用）の要件を満たさなければならない。 ・特に、出資者構成に注意が必要である。 ・出資者が特定投資家か一般投資家かを確認する必要がある。	Ⅱ.1. Ⅱ.3.

踏まえると、本改正後の適格機関投資家等特例業務の要件を満たすことはそれほど難しくないと思われる、また、本改正により特例業務届出者が特別目的会社（SPC）であっては対応できなくなるような規制の強化が行われたわけではない。従って、本改正直後の転換期を乗り越えれば、本改正を踏まえた実務が定着していくのではないかと予想される。

他方で、従前、手続の簡便さ及び規制の柔軟性

から、特定目的会社よりも、適格機関投資家等特例業務を利用するGK-TKスキームが選択されることが多かった傾向は若干変わり、今後は、どちらも相応の手続上の負担及び規制の適用があることを前提に、二つのスキームを比較検討するプレイヤーも増えてくるのではないと思われる。また、アセット・マネジャーが投資運用業者である不動産ファンドについては、全部委託特例を利用することが増える可能性もあるう。

おざわ えりこ

1996年東京大学法学部卒業、1998年弁護士登録、2001年ニューヨーク大学ロースクール卒業（LL.M.）、2002年森・濱田松本法律事務所入所（2004年より同事務所パートナー）。ファンド組成、売買、信託、デットファイナンスをはじめ、不動産に関わる取引全般を手掛けるほか、金融商品取引法を中心とする金融規制に関するアドバイスも提供している。不動産投資に関わるあらゆる立場の国内外の企業に対してリーガルサポートを提供した豊富な経験を有する。

たかはし かな

2006年東京大学法学部卒業、2007年弁護士登録と同時に森・濱田松本法律事務所に入所、2014年ニューヨーク大学ロースクール卒業（LL.M.）。不動産の私募ファンド及びREITに関連する取引について、幅広く手掛ける。近時は、太陽光発電案件等のインフラファンド案件も多数取り扱っている。その他、様々な投資ファンドについて組成段階からの相談に関わる機会も多く、金融規制を踏まえたアドバイスを行っている。