

NO&T Capital Market Legal Update

キャピタルマーケットニュースレター

キャピタルマーケットニュースレター 2022年8月 No.17

2022年12月施行予定のベンチャーファンドの 上場審査基準等の整備について

弁護士 糸川 貴視

弁護士 杉谷 飛鳥

はじめに

2022年3月付けのニュースレター¹でご紹介のとおり、東証は、上場ベンチャーファンドの柔軟な運営を可能とするため、ベンチャーファンド市場制度につき、改正を行いました。

上記改正に加え、この度東証は、ファンド市場の利用活性化が期待される中で、同市場の健全な発展に資する観点から、上場審査における資産運用の健全性確保及び投資者に提供すべき情報の拡充等について、所要の制度整備を行うことを公表しました。本ニュースレターでは、上記公表に基づき2022年12月を目処に実施される予定の制度整備の概要についてご紹介いたします。

なお、東証による上記公表内容は、2022年7月26日に公表され、現在パブリック・コメント手続きに付されている段階であり、今後見直しが行なわれる可能性がある点にご留意ください。

1. 公表された制度整備の4つの視点

今回の公表においては、大別して以下の4つの視点から、制度整備が予定されていることが示されました。

- ① 上場審査における資産運用の健全性確保
- ② 投資者に提供すべき情報の拡充
- ③ ベンチャーファンド資産運用会社に関する上場廃止基準の明確化
- ④ 新規上場審査基準に準じた基準への適合性審査に係る手続き等の整備

以下では、それぞれの制度整備の概要についてご紹介いたします。

2. ①上場審査における資産運用の健全性確保

ベンチャーファンドの資産運用等の健全性に関する上場審査においては、以下に掲げる観点から審査が行なわれることとなります。いずれの点も、東証リート（不動産投資信託証券）市場と似たような建付を採用しており、東証リート市場の議論が参考になると考えられます。

¹ <https://www.noandt.com/publications/publication20220322/>

(1) 新規ベンチャーファンド上場申請者²が資産の運用等にあたって、適切な体制を整備していること

この観点からは、ベンチャーファンド資産運用会社において未公開株等に係る専門的経験等を有している人材が配置されているか否かについて、投資対象資産の運用に関する十分な運用経験年数を有する運用責任者が確保されているかという視点で、確認が行われます。

また、ベンチャーファンド資産運用会社において、投資方針及び分配方針等が策定され、適切な投資プロセスを経て資産の運用を行う体制が整備されているか否かについても確認が行われます。

さらに、新規ベンチャーファンド上場申請者について、資産運用に関する会議体（取締役会、投資委員会、コンプライアンス委員会等）の開催状況を含め、投資意思決定の仕組みに関する確認が行われます。

(2) 新規ベンチャーファンド上場申請者が、スポンサー³の企業グループとの間で、取引行為その他の資産の運用等を通じて不当に利益を供与又は享受をしていないと認められること

この観点からは、スポンサーとの取引継続の合理性や取引条件の妥当性について、スポンサーが自己の利益を優先しているとは認められないことの確認が行われます。

(3) 新規ベンチャーファンド上場申請者の内部管理体制が、相応に整備され、適切に運用されている状況にあると認められること

この観点からは、経営管理組織に係る体制整備の状況について、社内諸規則の整備状況やその運用状況の確認が行われます。また、ベンチャーファンド資産運用会社の内部監査の運用状況についても確認が行われます。

(4) 新規ベンチャーファンド上場申請者が資産の運用等にあたって、法令等を遵守するための有効な体制が、適切に整備、運用されている状況にあると認められること

上記(1)から(3)で記載した観点に加え、法令等の遵守に関する体制についても確認が行われます。

3. ②投資者に提供すべき情報の拡充

新規ベンチャーファンド上場申請者は、上場申請時に、以下の図1に掲げる内容を記載した「ベンチャーファンドに係る運用体制、商品特性及び未公開株等の評価方法等に関する報告書」（以下「運用体制等に関する報告書」といいます。）を提出しなければならず、当該報告書は上場前及び上場後において公衆の縦覧に供されることとなります。こちらも上場リートと同様の枠組みが想定されています。

また、上場ベンチャーファンド発行者等⁴は、上場後に運用体制等に関する報告書の記載内容に変更が生じた場合において、遅滞なく変更後の報告書を提出しなければならず、当該変更後の報告書も公衆の縦覧に供されることとなります。

² ベンチャーファンド発行投資法人及びベンチャーファンド資産運用会社をいいます。

³ 新規上場申請銘柄の投資主、ベンチャーファンド資産運用会社の株主その他の新規上場申請銘柄の関係者であって、運用資産の取得その他の新規上場申請銘柄に係る資産の運用等に主導的な立場で関与する者をいいます。

⁴ 上場ベンチャーファンドに係るベンチャーファンド発行投資法人及びベンチャーファンド資産運用会社をいいます。

[図 1：運用体制等に関する報告書に記載すべき事項]

項目	内容
(1) 基本情報	<ul style="list-style-type: none"> ベンチャーファンド発行投資法人の上場の目的 コンプライアンスに関する基本方針 資金の借入れ又は投資法人債券の募集に係るリスク管理方針 投資主の状況 ベンチャーファンド資産運用会社の大株主の状況 スポンサーに関する事項(スポンサーの企業グループの事業の内容及びスポンサーの企業グループとの情報提供に係る契約等の状況)
(2) 商品特性	<ul style="list-style-type: none"> 投資方針、分配方針、投資対象、投資リスク及びこれらを踏まえた想定投資者属性
(3) 投資法人等の体制の状況	<ul style="list-style-type: none"> ① ベンチャーファンド発行投資法人 <ul style="list-style-type: none"> ベンチャーファンド発行投資法人の執行役員及び監督役員の状況 ベンチャーファンド資産運用会社役員と兼職するベンチャーファンド発行投資法人の役員の選任理由及び兼職理由 ② ベンチャーファンド資産運用会社等 <ul style="list-style-type: none"> ベンチャーファンド資産運用会社の役職員の状況 ベンチャーファンド発行投資法人及びベンチャーファンド資産運用会社の運用体制 <ul style="list-style-type: none"> ※本項目においては、未公開株等に係る専門的経験等を有している人材の配置状況及び投資対象資産の運用に関する十分な運用経験年数を有する運用責任者の確保状況を記載することが要求されます。 ベンチャーファンド資産運用会社の専門性 ベンチャーファンド資産運用会社及びスポンサーの企業グループの未公開株等で運用するファンドの運用実績 <ul style="list-style-type: none"> ※本項目においては、運用責任者の未公開株等で運用するファンドの運用実績について記載することが要求されます。 ③ 未公開株等評価機関 <ul style="list-style-type: none"> 未公開株等評価機関の選定方針及び概要 未公開株等評価機関の独立性 未公開株等評価機関の業務内容及び評価体制 <ul style="list-style-type: none"> ※本項目においては、未公開株等評価機関が、評価に必要な資料(被評価先の事業計画、決算書、事業報告等)及び適時に業績に影響を与える情報を取得できるフローが構築されていることについても記載することが要求されます。 未公開株等評価機関による未公開株等の評価方法 ④ その他 <ul style="list-style-type: none"> 特定資産の価格等調査者の選定方針及び概要
(4) 利益相反への対応状況	<ul style="list-style-type: none"> ① 利益相反取引への取組み <ul style="list-style-type: none"> 利益相反取引への対応方針及び運用体制 運用体制の採用理由 ② スポンサー関係者等との取引 <ul style="list-style-type: none"> スポンサー関係者等との取引 未公開株等及び未公開株等関連資産の売買における譲渡者等の状況 ③ その他の利益相反対応 <ul style="list-style-type: none"> その他利益相反の可能性のある取引
(5) その他	<ul style="list-style-type: none"> I Rに関する活動状況 反社会的勢力排除に向けた体制整備

※株式会社東京証券取引所 2022年7月26日付「ベンチャーファンド市場の健全な発展に向けた上場審査基準等の整備について」別添の「II 制度概要」を参考に当職らにて作成。

4. ③ベンチャーファンド資産運用会社に関する上場廃止基準の明確化

東証の上場審査を経ていないベンチャーファンド資産運用会社が、上場ベンチャーファンドに係るベンチャーファンド発行投資法人（以下「上場ベンチャーファンド発行投資法人」といいます。）の資産の運用を受託することがないようにすることを目的として、ベンチャーファンド資産運用会社に関する上場廃止基準が明確化されます。

具体的には、ベンチャーファンド資産運用会社が、組織再編等の結果、上場ベンチャーファンド発行投資法人の資産運用に係る業務の運営体制の実質的な存続性を喪失する場合について、一定期間内に新規上場審査基準に準じた基準に適合しないときには、当該上場ベンチャーファンドの上場が廃止されることが明確化されます。

また、組織再編等によって、上場ベンチャーファンドに係るベンチャーファンド資産運用会社が行っていた業務が、他の上場ベンチャーファンド発行投資法人の資産の運用に係る業務の委託を現に受けている他のベンチャーファンド資産運用会社に引き継がれる場合には、上場廃止及び新規上場審査基準に準じた基準への適合性審査の対象としないことも明確化されます。

本改正は、2021年3月15日に施行された上場リート市場での改正と同じものが想定されています。

5. ④新規上場審査基準に準じた基準への適合性審査に係る手続き等の整備

上記4.における新規上場審査基準に準じた基準への適合性審査は、組織再編等の効力発生後1年以内に、上場ベンチャーファンド発行者等からの申請に基づき実施されることとなります。

また、現行のベンチャーファンド資産運用会社に係るその他の上場廃止基準に関する新規上場審査基準に準じた基準への適合性審査についても同様の取扱いとされます。

6. その他

以上の制度整備に加え、上場ベンチャーファンドがその利益を超えた金銭の分配をすることが可能となる予定であり、これにより柔軟な分配方針選択が（少なくとも東証ルール上は）できるようになります。

2022年8月19日

[執筆者]



糸川 貴視（弁護士・パートナー）

takashi_itokawa@noandt.com

J-REIT を含む様々な発行体による有価証券の発行案件、買収ファイナンス、証券化、ストラクチャードファイナンス等のファイナンス取引及びこれらに関連するファイナンス規制を中心に取り扱う。また、不動産取引、M&A を含む企業法務全般にわたり幅広く助言を行っている。2006 年京都大学法学部卒業。2008 年京都大学法科大学院修了、京都大学大学院医学研究科「医学領域」産学連携推進機構勤務。2009 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2015 年 Duke University School of Law 卒業（LL.M.）。2015 年～2017 年三井不動産株式会社勤務。



杉谷 飛鳥（弁護士）

asuka_sugitani@noandt.com

2018 年慶應義塾大学法学部卒業。2020 年慶應義塾大学法科大学院修了。
2022 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的な情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 JPタワー

Tel: 03-6889-7000（代表） Fax: 03-6889-8000（代表） Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、500名を超える弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所であり、東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ及び上海にオフィスを構えています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

NO&T Capital Market Legal Update ～キャピタルマーケットニュースレター～の配信登録を希望される場合には、
<https://www.noandt.com/newsletters/nl_capitalmarket/>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<nl-capitalmarket@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承くださいようお願いいたします。