

米国 SEC のファンド規制に関する新規則

大崎 貞和

■ 要 約 ■

1. 2007年7月11日、米国 SEC は、投資ファンドの規制に関する新たな規則を採択した。新規則は9月10日から施行された。
2. 新しい規則は、1940年投資会社法に基づく登録義務を負わないファンドの運用者に対して、出資者である投資家に運用状況等に関する虚偽や誤解を生じさせる説明を行ったり、出資を募る際に運用方針等について同様な説明を行ったりすることを幅広く禁じるものである。この規則の適用を受ける者は、1940年投資顧問業法に基づいて SEC 登録を受けている者に限られない。
3. 先に SEC は、これまで投資顧問業者としての登録を求められていなかったヘッジファンド等の運用者にも登録義務を課す規則を制定したが、2006年6月のゴールドステイン事件連邦控訴裁判所判決によって無効とされていた。今回の規則は、SEC による新たなファンド規制の方向性を明らかにしたものと言える。
4. 今回の規則は、ファンド投資家の保護を狙いとして、ファンドの運用者の詐欺的行為を禁じるものである。一般的なルールであるだけに、あまりに幅広く適用されるとファンドの活動への萎縮効果をもたらす懸念もあるだろう。

I はじめに

2007年7月11日、米国証券取引委員会（SEC）は、投資ファンドの規制に関する新たな規則（1940年投資顧問業法規則 206(4)-8）を採択した。新規則は8月9日に公布され、9月10日から施行された。2006年6月のゴールドステイン事件判決¹によってヘッジファンド等に対する登録義務を定めた規則（投資顧問業法規則 203(b)(3)-2）が無効とされて以来、SEC は新たなファンド規制の方法を模索していたが、今回ようやく、ファンド投資家の保護に焦点を絞った新たな規則の制定にこぎ着けたのである。

¹ Philip Goldstein, et al. v. SEC, 451 F.3d 873 (D.C. Cir. 2006). 同判決の内容と意義について詳しくは、拙稿「SEC のヘッジファンド規則に対する無効判決」『資本市場クォーターリー』2006年夏号参照。

II 新規規則の内容とその特色

1. 新規規則の内容

今回制定された規則は、次の(a)、(b)二つの項から成る簡潔なものである。

- (a) 合同の資金がプールされた投資スキーム（pooled investment vehicle）に対して投資助言を行う投資顧問業者が、次のようなことを行うことは、投資顧問業法 206 条(4)項にいう詐欺的、欺罔的、もしくは作為的な行為、業務または事業に該当する²。
- (1) 合同の資金がプールされた投資スキームへの投資家または投資家になることが見込まれる者に対して、重要な事項に関して虚偽の表示を行い、もしくは表示が行われた状況に鑑みて当該表示が誤解を生じさせないものとなるために必要な重要な事項を欠いた表示を行うこと。
- (2) その他、合同の資金がプールされた投資スキームへの投資家または投資家になることが見込まれる者に対して、何らかの詐欺的、欺罔的、もしくは作為的な行為、業務または事業に従事すること。
- (b) 定義 この項において、「合同の資金がプールされた投資スキーム」とは、1940 年投資会社法 3 条 (a) 項にいう投資会社もしくは同項にいう投資会社となり得るが、同法 3 条(c)項(1)または(7)の定義規定に基づいて、投資会社法の適用を除外されているものを指す。

この規則に基づき、投資スキームの運用者が、出資者である投資家に対して運用状況等に関する虚偽や誤解を生じさせる説明を行ったり、出資を募る際に運用方針等について虚偽や誤解を生じさせる説明を行ったりすることが、幅広く禁じられることになる。

2. 未登録業者への適用

上の定義規定については、若干の補足が必要であろう。

1940 年投資会社法は、①主として有価証券への投資に従事する発行者、②部分払い込みの可能な額面出資証券を発行する発行者、③現金及び政府証券を除いた総資産の 40% 超を有価証券投資に充てている発行者、のいずれかに該当する者を幅広く「投資会社」と定義し、原則として SEC への登録義務を課すこととしている。しかし、同法は同時に、①発行する受益権の所有者の数が 100 人以下であり、かつ受益権の公募を行わず、行おう

² 同項は、SEC 登録を受けているかいないかにかかわらず、あらゆる投資顧問業者が詐欺的、欺罔的、もしくは作為的な行為、業務または事業を行うことを禁止し、SEC に対して、そうした行為等を防止するために合理的に必要な措置を講じる権限を付与している。

ともしていない発行者、②500 万ドル以上の投資を行う個人など一定の要件を満たす適格購入者 (qualified purchaser) のみに対して受益権の販売を行う発行者、には登録義務を課さないという規定を設けている (3条(c)項)。

いわゆるヘッジファンドなどの投資ファンドは、限られた数のプロ投資家だけから出資を募ることが多く、受益権の所有者 (最終投資家) の数が 100 人を超えることは一般的ではない。このため、従来、投資ファンドのほとんどは、投資会社法による登録義務を適用されていなかった。今回の新規則で SEC は、上述の投資会社法の適用除外規定に基づいて登録義務を免除されている「投資会社」を「合同の資金がプールされた投資スキーム」と定義し、そうした投資スキームの運用者に対しては、登録投資会社に対して課される詳細な規制とは別に、顧客や勧誘対象者に対する詐欺的行為を禁じる規制を課すこととしたのである。

今回の規則は、投資スキームの運用者全般に対して適用されるものであるため、規制の対象となるのは、SEC による監督に服する登録投資顧問業者のみには限られない。つまり、今回の規則は、あくまで緩やかな行為規制という形ではあるが、SEC の登録を受けない投資顧問業者 (運用会社) にも一定の監督規制を及ぼすという意義を有するのである。

SEC の登録を受けない投資顧問業者をどのように効果的に監督するのかは、近年、SEC にとっての重要な政策課題となってきた。そこで、SEC は、2004 年 12 月、投資から 2 年以内に償還を受けることのできるファンドについて、投資顧問業法の登録免除規定 (過去 12 ヶ月間の「顧客」 (clients) の数が 15 人未満の投資顧問業者に対して登録義務を免除している) の適用に際しての「顧客」の人数の数を、従来のファンドの本数からファンドに参加する最終投資家の人数に改め、最終投資家が 15 人以上存在するファンドの運用を受託する投資顧問業者に対して原則として登録義務を課するという内容の規則を制定したのである。ところが、この規則は、先に触れたゴールドSTEIN事件判決において、連邦控訴裁判所によって無効と宣言されてしまっていたのである。

3. 見送られた勧誘対象者の制限

SEC は、2006 年 12 月に今回施行されることとなった規則の原案を作成した際、今回の規制対象とされる未登録の投資会社による私募 (private offerings) に際して勧誘の対象とすることのできる「認定投資家」 (accredited investor、「プロ投資家」と言ってもよい) に新たに「認定自然人」 (accredited natural person) という概念を設け、個人に関しては「認定投資家」とされる基準を実質的に従来よりも厳しくする (年収 20 万ドル等の従来基準に加えて、投資資産 250 万ドル以上の保有という新たな基準を導入する) ことを提案していた³。しかし、今回の規則採択に際して、「認定自然人」概念を設ける規則は採択

³ SEC, Release No. 33-8766; IA-2576, Prohibition of Fraud by Advisers to Certain Investment Vehicles; Accredited Investors in Certain Private Investment Vehicles, Dec. 27, 2006.

されず、今後予想される「認定投資家」概念全体の見直しに併せて再検討されることとなった。

この背景には、SEC が主としてファンド投資家の保護という観点から「プロ向け」と考えられる投資ファンドへの出資者の範囲を限定しようとしているのに対し、私募の登録免除に関するセーフ・ハーバー・ルールであるレギュレーション D に依拠した私募による資金調達を行うベンチャー企業やそうした企業に投資するベンチャー・キャピタルが、出資者を募る上での障害になるとして、「認定投資家」概念を狭めることに強く反対しており、SEC 内部や議会関係者にも、中小企業による資金調達手段の拡大という観点から、逆に「認定投資家」の基準緩和を求める声が高まっているといった事情がある。

実は、同じような議論は、ゴールドステイン事件判決によって無効とされた規則の採択時にもみられた。このとき SEC は、規則採択によってベンチャー・キャピタル・ファンドが登録規制の対象とされることを回避するために、投資から 2 年間償還を受けられないクローズド期間が設けられているファンドを規則の適用対象外としたのである。投資家保護上の問題が懸念されているヘッジファンドなどの投資ファンドと、そうした懸念は大きくなく、むしろ逆に産業振興の観点から投資を奨励したいという政策的意図の働くベンチャー・キャピタル・ファンドをどのように区別していくかは、今後とも一つの課題となるだろう。

2007 年 9 月 30 日に全面施行された日本の金融商品取引法の制定過程でも、いわゆる村上ファンド等の活動を引金として投資ファンド規制の強化が叫ばれたのに対し、ベンチャー・キャピタル関係者からは、規制強化がベンチャー企業への資金供給を細らせるといった懸念が表明された。同じような構図は、米国にもみられるのである⁴。

III 新規則の意義と展望

1. 新規則の意義

今回採択された規則のきわめて幅広い規定ぶりは、有価証券の売買に関して詐欺的な手段、計画、技巧を用いることを一般的に禁じた 1934 年証券取引所法規則 10b-5 を思わせる。事実、この著名な規則 10b-5 の(b)項は、今回の規則の(a)(1)とほぼ同文である。今回の規則は、一見すると、ごく当たり前のことを述べているに過ぎないようにも感じられるが、有価証券取引規制における規則 10b-5 に相当する一般規定を投資ファンド規制に導入したという大きな意義を有している。

もちろん、これまでも、投資ファンドの活動が有価証券の売買に係わる場合には、不正行為をめぐって規則 10b-5 が適用される可能性もあった。しかし、投資家への運用報告に

⁴ 金融商品取引法のファンド規制については、拙著『解説金融商品取引法』〔第 3 版〕（弘文堂、2007 年 10 月）参照。

おける虚偽や誤解を生じさせるような説明など、証券の売買に直接係わらないケースは、規則 10b-5 による規制の対象とはならないだろう。また、投資家に財産上の損害が生じていない段階では、一般的な詐欺行為として摘発することも難しい。

今回の規則は、ゴールドSTEIN事件判決によって無効とされた以前の規則のように SEC への登録義務の対象範囲を拡大しようとするものではない。また、投資会社法の登録免除規定にも影響を及ぼすものではない。従って、今回の規則の適用対象となる SEC 未登録の業者に対して、SEC は検査・監督権限を及ぼすことはできない。しかし、未登録の業者についても、詐欺的、欺罔的、もしくは作為的な行為、業務または事業に従事することを幅広く規制する規則が設けられたことで、そうした業者といえども、SEC による差し止め命令請求や民事制裁金賦課など、エンフォースメント（法規執行）活動の対象とされることになるのである。

2. 今後の展望

筆者は、別の機会に、投資ファンドに対する規制が必要とされる根拠としては、ファンド投資家の保護とファンドの活動が市場に及ぼす影響への対処の二つが考えられると指摘し、それぞれの観点からの制度設計上の留意点を論じた⁵。今回の SEC 規則の狙いは、前者のファンド投資家の保護にある。

ファンド投資家保護を目的とする規制は、基本的には情報開示制度であるべきであり、情報開示を要求する場合には、過剰規制を避けるために、一定の要件を満たすプロ投資家は適用対象から除外するといった配慮が求められる。これに対して、今回の規則は情報開示制度のように詳細な規制を設けるものではなく、一般的な詐欺防止規定にとどまっている。このような規制は、内容が一般的に過ぎるために実効性を欠く恐れがある半面、逆に、あまりに積極的に適用されると、正当な投資運用や勧誘の妨げともなりかねない。今回の規則への違反が成立するためには悪意（scienter）を必要としないというのが SEC の解釈であるだけに、規則の適用対象が拡がり過ぎることによる投資ファンドの活動への chilling effect（萎縮効果）などの懸念も排除できないだろう。

⁵ 拙稿「投資ファンドに対する規制のあり方」『資本市場クォーターリー』2007年夏号参照。