

転換点を迎える米国プライベート・ファンド規制 — 業界慣行の是正を図る SEC の規則案 —

関田 智也

■ 要 約 ■

1. 米国証券取引委員会（SEC）は 2022 年 2 月、プライベート・ファンド・アドバイザーに関する規制改革案（PF アドバイザー規則案）を公表した。PF アドバイザーは、プライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンドなどの投資顧問が該当する。PF アドバイザー規則案は、主に PF の情報開示強化及び PF アドバイザーによる特定の業界慣行の禁止を提案するものである。
2. PF アドバイザー規則案は、四半期報告書ルール等を通じた PF アドバイザーの情報開示強化によって、ファンドの透明性確保を目指している。また、特定の顧客への優遇措置を禁止するなど、投資家との利益相反を誘発する業界慣行の是正を図っている。
3. PF の情報開示強化を目的としたルールに関しては、幅広い業界関係者から概ね賛同の声が上がっている。他方で、特定の業界慣行の禁止については、コストの増大や参入障壁の高まりなどから、PF 業界への悪影響が及ぶ可能性が懸念されている。
4. 日本では、プライベート市場が米国と比して発展途上であり、市場育成のための諸施策が検討されている。日本における PF 規制の在り方を検討するにあたっては、日米プライベート市場の発展段階や特徴の違いを踏まえた、きめ細やかな議論がなされることが望ましい。その際に、先行する米国市場の課題や規制対応を参考にすることは有用であろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 岡田功太「米国のオルタナティブ・ファンド事業の新潮流」『野村資本市場クォーターリー』2021 年秋号。
- ・ 岡田功太「米国の私募市場の発展を支える包括的な制度改革」『野村資本市場クォーターリー』2021 年冬号。

I はじめに

米国証券取引委員会（SEC）は 2022 年 2 月、プライベート・ファンド（以下、PF）アドバイザーに関する規制改革案（以下、PF アドバイザー規則案）を公表した¹。PF アドバイザー規則案は、主に PF の情報開示強化及び PF アドバイザーに対する特定の業界慣行の禁止を内容とし、1940 年投資顧問法に基づく規則の新設及び修正を提案するものである（図表 1）。また、規則案の一部は、SEC 登録の PF アドバイザーに留まらず、SEC 非登録の PF アドバイザーや、PF 以外の投資アドバイザーも対象となっている。

近年、米国の PF 市場は急速な成長を見せている。SEC に登録されている PF の残高及びファンド数は、2021 年 9 月末時点でそれぞれ 18 兆ドル、3 万 7,338 本となっており、2013 年 12 月末時点の 9 兆ドル、2 万 2,882 本から著しく増加した（図表 2）。米連邦準備制度理事会（FRB）の低金利政策の長期化に伴う運用難等を背景に、機関投資家は相対的に高リターンが期待できる PF 等のオルタナティブ資産に対するアロケーションを拡大させてきた。例えば、米国州政府の年金基金によるオルタナティブ投資の比率は、2019 年において 27%を占めるに至っている²。ゲンスラー SEC 委員長は、年金基金や大学基金といった機関投資家の先には公務員や教員といった最終受益者が存在していることから、PF 市場における投資家保護を講じる必要性は高まっているとの認識を示した。PF 市場の成長に伴う潜在的な影響の拡大が、今般の PF アドバイザー規則案の公表に繋がったと考えられよう。

図表 1 PF アドバイザー規則案の概要

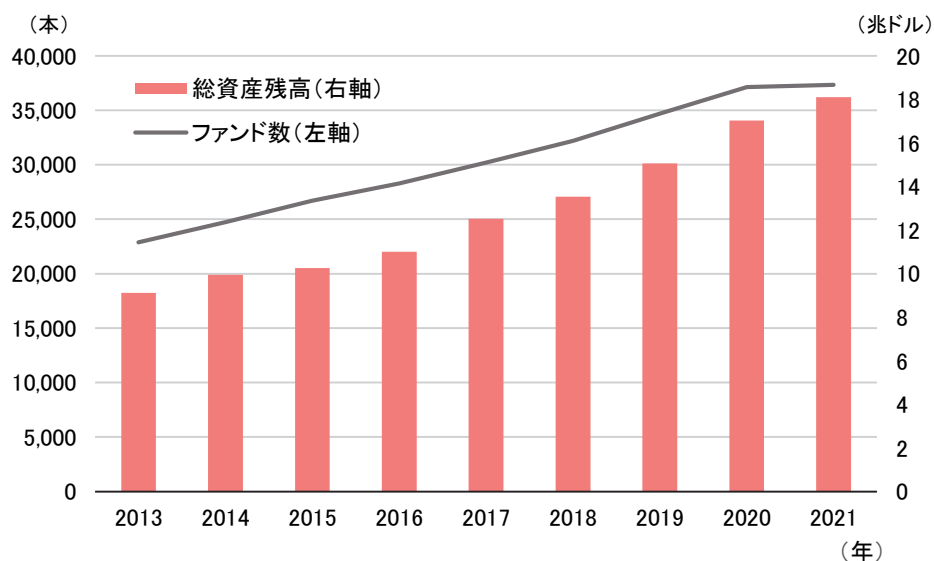
トピック	1940 年投資顧問法に基づく規則案の該当部分	概要
コンプライアンスルール	(修正)206(4)-7	全ての投資アドバイザーに対して、年次コンプライアンス・レビューの文書化を義務付け(規則修正前は、SEC に登録されている投資アドバイザーのみが対象)
監査ルール	(新設)206(4)-10	SEC に登録されている PF アドバイザーに対して、年次及びファンド清算時の財務諸表監査の実施を義務付け
四半期報告書ルール	(新設)211(h)(1)-2	SEC に登録されている PF アドバイザーに対して、四半期報告書の提出を義務付け。開示内容及びフォーマットも指定
禁止事項ルール	(新設)211(h)(2)-1	全ての PF アドバイザーに対して、SEC が投資家に害を及ぼすと判断する業界慣行を禁止
アドバイザー主導セカンダリー取引ルール	(新設)211(h)(2)-2	SEC に登録されている PF アドバイザーが主導するセカンダリー取引に際し、当該取引完了前に第三者によるフェアネス・オピニオンの取得及び投資家への公開を義務付け
優遇措置ルール	(新設)211(h)(2)-3	全ての PF アドバイザーに対して、SEC が「他の投資家に重大な悪影響を及ぼす」と判断する特定の優遇措置の提供を禁止

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

¹ Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 275, Release Nos. IA-5955; File No. S7-03-22, RIN 3235-AN07, February 9, 2022. PF とは、1940 年投資会社法のセクション 3(c)(1)もしくは 3(c)(7)が定義するファンドを指している。前者は、受益者数 100 人以下等の要件を満たすファンド、後者は私募で適格購入者 (Qualified purchasers) のみに保有される等の要件を満たすファンドをそれぞれ指す。PF アドバイザーとは、PF の投資アドバイザー (投資顧問) を意味している。

² “State Public Pension Fund Returns Expected to Decline,” *The Pew Charitable Trusts*, May 3, 2022.

図表 2 米国 PF のファンド数及び総資産残高推移



(注) 2021年は9月末の数値。

(出所) SECより野村資本市場研究所作成

本稿では、PF アドバイザー規則案の狙いを示した上で、規則案の主な内容を①PF の情報開示強化、②PF アドバイザーに対する特定の慣行の禁止、という二つの側面から解説する。その上で、本規則案を巡る主な議論につき、PF 業界への潜在的な影響に着目し、整理を図る。

II プライベート・ファンド・アドバイザー規則案の目的

1. プライベート・ファンドの透明性向上

PF アドバイザー規則案の第一の目的は、PF を巡る諸情報の開示強化を通じた透明性の向上である。ここでいう諸情報とは、ファンドの手数料及び費用、パフォーマンス、特定の投資家に対する優遇措置、PF が行う特定の取引、等に関する情報である。

SECは2011年、一定の基準を満たすPFアドバイザーに対して、SECへの登録及び定期的な情報開示を義務付ける規則を導入した³。SECは、当該規則によって得られた情報が、投資家保護やシステミック・リスクの把握に寄与してきたとしている。一方で、PF業界において、アドバイザーの情報開示が不十分な事例が引き続き観察されており、投資家保護や、投資家による健全な投資判断を妨げているとした。特に、PFアドバイザーと投資家の間の利益相反に関する情報開示が不十分になっているケースがあることが問題視されてきた。

³ ベンチャー・キャピタル (VC) ファンドのみを取り扱う PF アドバイザー、及び米国における運用資産残高 (AUM) が1.5億ドル未満のPFアドバイザーを除く全てのPFアドバイザーがSECへの登録を義務付けられた。

そこで SEC は、今般の PF アドバイザー規則案によって PF の透明性を向上させ、投資家により良い投資判断を行うための材料を提供することを図ろうとしている。また、透明性向上によって PF 間の競争が促されれば、PF の投資先となるポートフォリオ企業の資本コスト低減や投資家のリターン向上、ならびに資本市場の効率化が望めるとの狙いも併せて示されている。

2. 特定の業界慣行による投資家への悪影響の抑制

PF アドバイザー規則案の第二の目的は、PF 業界で行われている特定の業界慣行を禁止することで、投資家への悪影響を抑制することである。SEC は、PF アドバイザーが行っている特定の業界慣行によって、投資家が過剰な手数料や費用の負担を強いられており、これが投資家のリターンを不当に低下させていると主張している。

SEC によれば、一部のベンチャー・キャピタル（VC）ファンドのアドバイザーは、ファンドを通じて経営権を取得したポートフォリオ企業に対して、本来アドバイザーが支払うべき費用を負担させている。例えば、ファンド運営に関する経費をポートフォリオ企業に部分的に負担させたり、ポートフォリオ企業への投資を行うアドバイザーの従業員を給与支払対象者に追加させたりしている。SEC は、こうした費用が間接的に投資家の負担となっており、投資家に損害をもたらしていると主張している。

また、SEC は、PF アドバイザーが特定の投資家に対して、費用の分担を恣意的に変えていることも問題視している。例えば、ある投資家に対して、ファンド運営に係る費用を持分の比例配分以上に負担させるようなケースである。SEC は、こうした恣意的な費用配分によって、一部の投資家及び PF アドバイザーが不当に利益を得ている可能性があるとして指摘している。

SEC は、以上で例示したような業界慣行が公共の利益及び投資家保護の精神に反しており、放置すれば投資家に害を及ぼし続けると主張した。そこで SEC は、禁止事項ルールや優遇措置ルール（詳細は後述）を通じて、特定の業界慣行の禁止に踏み切ろうとしている。加えて、1940 年投資顧問法におけるコンプライアンスルール（規則 206(4)-7）の改正を提案した。これにより、PF アドバイザーを含む SEC 登録の投資アドバイザーに対して、投資家の利益を重視した行動を取るインセンティブを高めることを目指している。

III プライベート・ファンド・アドバイザー規則案の概要

1. プライベート・ファンドの情報開示強化

PF アドバイザー規則案は、SEC に登録されている PF に対して、四半期報告書ルールや PF アドバイザー主導セカンダリー取引ルール（詳細は後述）をはじめとした情報開示の強化を義務付けている。

SEC は 2022 年 1 月以降、PF に対して巨額の損失発生など有事の際に 1 営業日以内の報告を義務付ける規則案⁴や、株式の大量保有報告を株式取得から 5 営業日以内に短縮する規則案⁵を相次いで公表してきた。今般の PF アドバイザー規則案は、PF の情報開示強化を促すという点において、これらの規則案の流れを汲むものである。また SEC は、PF アドバイザー規則案によって得られる情報を基に、PF への監督を強化する方針である。実際、SEC 検査部は 2022 年における重点分野として、ESG や暗号資産等と並んで PF を挙げている。以下では、PF の情報開示強化を主な目的とした規則案の内容につき、その概要を紹介する。

1) 四半期報告書ルール

四半期報告書ルールは、SEC に登録されている PF アドバイザーに対して①報酬及び費用、②ファンドのパフォーマンス、に関する詳細な情報を、毎四半期末から 45 日以内に投資家に開示することを求めている。

報酬及び費用に関しては、それぞれ「ファンド・テーブル」及び「ポートフォリオ・インベストメント・テーブル」と呼ばれる形式に沿った情報開示が求められる。前者はファンド毎に、後者はファンドの投資案件毎に、それぞれ発生した報酬及び費用を詳細に開示するためのものである（図表 3）。

いずれのテーブルにおいても、報酬や費用を大まかなカテゴリーではなく、個別の項目レベルにまで落とし込んだ上で開示することが義務付けられている。また、四半期報告書ルールは、ファンドが負担した費用や受け取ったリベート等の算出方法を開示するよう定めた上で、それぞれの算出方法がファンドの募集書類における記載と整合的であることを示すよう求めている。

図表 3 PF アドバイザー規則案に基づく報酬及び費用開示の概要

ファンド・ テーブル	ファンド毎に、以下の情報を詳細に記したもの。当該四半期中にリベートや手数料・費用免除等が行われた場合、それらが適用される前後の情報を開示する	
	報酬	期間中にアドバイザーまたはその関係者に支払われた全ての報酬を記載する。管理報酬やアドバイザー手数料、成功報酬等のカテゴリー毎に、個別項目の金額を明示
	費用	期間中にファンドが支払った全ての費用を記載する。会計・法務・総務・監査・税務等のカテゴリー毎に、個別項目の費用を明示
	リベート等	期間中にリベートや手数料・費用免除等の付与が行われた場合、その金額を明示
ポートフォリオ・ インベストメント・ テーブル	ファンドの投資案件毎に、以下の情報を詳細に記したもの	
	報酬	期間中にアドバイザーまたはその関係者に支払われた全ての報酬を記載する。アドバイザー・モニタリング手数料や、案件のクロージング時に支払われる手数料等が対象
	オーナーシップ	全ての投資案件につき、当該期間における PF の持分比率を明示

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

⁴ Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 275 and 279, Release No. IA-5950; File No. S7-01-22, RIN 3235-AM75, January 26, 2022.

⁵ Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 232 and 240, Release Nos. 33-11030; 34-94211; File No. S7-06-22, RIN 3235-AM93, February 10, 2022.

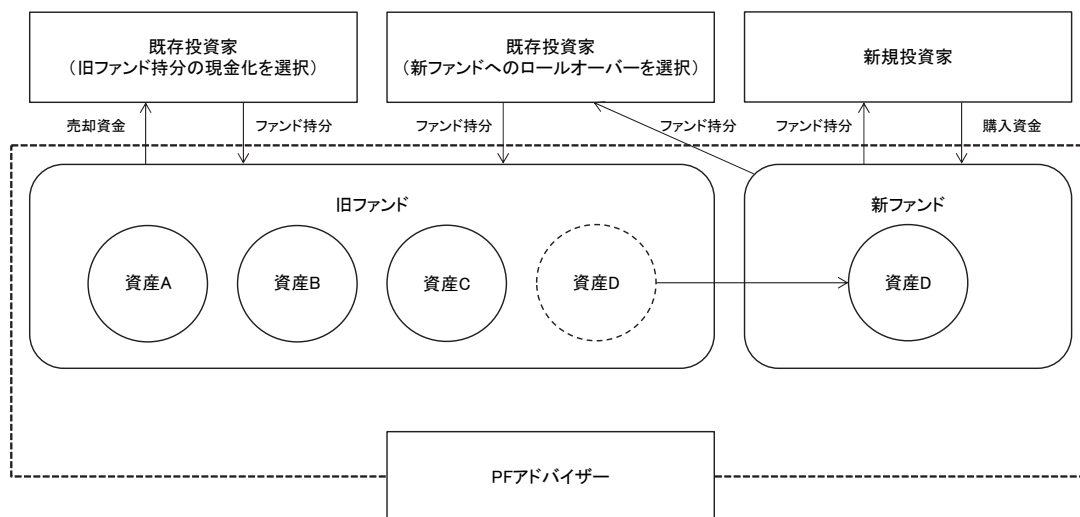
パフォーマンス開示に関しては、ファンドの流動性区分によって求められる対応が異なる。投資家にとってファンドが「高流動性」であるとみなされる場合⁶には、所定期間における費用控除後の年次及び四半期リターンを示すことが求められる。一方で、ファンドが「低流動性」に区分される場合には、内部収益率（IRR）及び投下資本倍率（MOIC）について、費用控除前後それぞれのパフォーマンスを開示する必要がある。

さらに、「低流動性」ファンドについては、ファンドを巡るあらゆる資金の出入り（ファンドへの資金拠出及びファンドからの分配等）についての情報を開示することが求められる。SECは、資金の出入りに関する情報が開示されることにより、投資家保護の観点から主に二つの効果を見込んでいる。一つは、投資家が「低流動性」ファンドのパフォーマンス算出の根拠を確認することができるようになることであり、もう一つは、IRR や MOIC 以外の任意の基準でパフォーマンスの算出・比較が可能になることである。

2) プライベート・ファンド・アドバイザー主導のセカンダリー取引に係るルール

PF アドバイザー主導のセカンダリー取引とは、PF の持分をアドバイザー主導で売買する取引である。この際、PF の保有資産（ポートフォリオ企業の株式等）を、同一の PF アドバイザーが運用する新たなファンドへ売却するスキームが広く用いられている（図表 4）。そして、PF アドバイザー主導のセカンダリー取引に係るルールは、

図表 4 PF アドバイザー主導セカンダリー取引のイメージ図



(出所) 野村資本市場研究所作成

⁶ 規則案は、①運用期間が限られている、②継続的な資金調達を行っていない、③投資家の要求により持分を償還する必要がない、④投資対象を処分（売却）することに伴う収益獲得を主な運用戦略としている、⑤投資家がファンド償還前に解約を行う機会が制限されている、⑥市場で取引されている有価証券やデリバティブの組入れを頻繁に行わない、という条件を満たす PF を四半期報告ルール上の低流動性ファンドと定義しており、低流動性ファンド以外のファンドを高流動性ファンドと定義している。

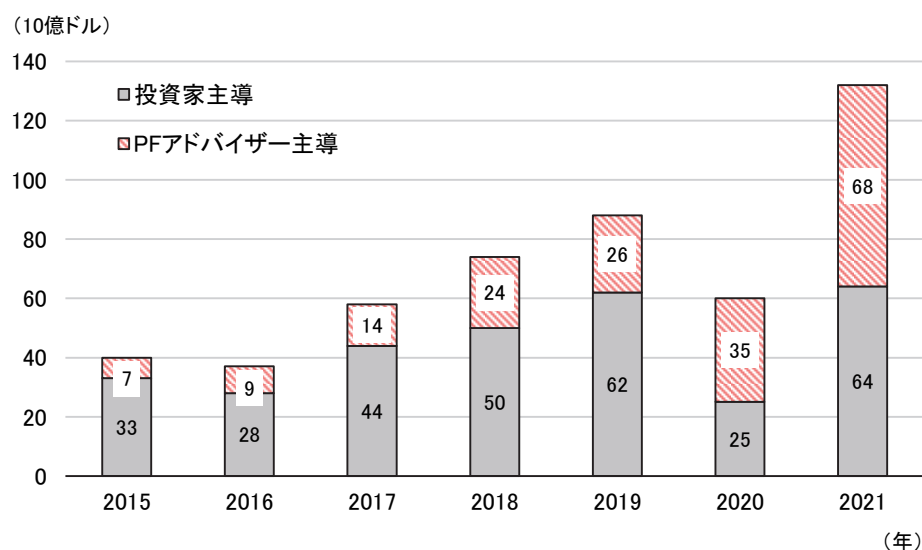
PF アドバイザー主導のセカンダリー取引に際して、資産売却価格の正当性に関する第三者のフェアネス・オピニオン取得を義務付けるものである。

PF は、多くの場合、最長 10 年程度の運用期間を定めており、この期間内にポートフォリオ企業のバリューアップを目指す。典型的には、ポートフォリオ企業の売却や新規株式公開（IPO）等のイベントをもって当該ポートフォリオ企業への投資が完了することになるが、運用期間内にこうしたイベントが起こらないケースもある。その際、PF はアドバイザー主導のセカンダリー取引を通じてポートフォリオ企業を新ファンドへ移管することによって、運用期間を実質的に延長した上で、値上がりが期待できるポートフォリオ企業の株式保有及び運用を継続することができる。なお、株式売却元の PF 持分を保有する投資家は、持分の現金化、もしくは保有資産売却先である新ファンドの持分へのロールオーバー、のいずれかを選択できることが一般的となっている。

PF アドバイザー主導のセカンダリー取引は、PF アドバイザー、PF が保有しているポートフォリオ企業、投資家それぞれに一定のメリットがあることから、近年、急拡大している⁷。2021 年においては、PF 持分のセカンダリー取引額の半分が PF アドバイザー主導の案件となっている（図表 5）。

一方で、PF アドバイザー主導のセカンダリー取引は、ポートフォリオ企業の株式の売り手と買い手の双方に PF アドバイザーが深く関与するため、利益相反が誘発さ

図表 5 PF 持分のセカンダリー取引額推移



(出所) PitchBook より野村資本市場研究所作成

⁷ 例えば、PF アドバイザーにとっては、ポートフォリオ企業に対してより長期的な視点で投資を行うことができるというメリットがある。一方でポートフォリオ企業にとっては、株主の交代に伴う潜在的な混乱を回避することができる。そして投資家にとっては、投資の出口戦略に関する選択肢が広がり、きめ細かなポートフォリオの管理が可能となること等が主なメリットとして挙げられる。

れるとの懸念が主に投資家の間で高まっていた⁸。例えば、保有資産を高値で新ファンドへ売却することで多額の成果報酬を確定できる場合、PF アドバイザーはポートフォリオ企業の株式の評価額を高く見積もるインセンティブを有していると推察される。SEC が今般公表した PF アドバイザー主導のセカンダリー取引に係るルールは、資産評価の客観性及び透明性の確保を通じて、利益相反に関する懸念への対応を図るものである。

2. プライベート・ファンド・アドバイザーの特定慣行の禁止

PF アドバイザー規則案は、SEC 非登録のものを含む全ての PF に対して、特定の業界慣行を禁止している。SEC は、これまでの行政措置にもかかわらず投資家にとって有害な業界慣行が引き続き観察されていることから、情報開示強化のみでは投資家保護を実現できないとの判断に至ったと述べている。

SEC が特定の業界慣行の禁止に踏み切ったことは、SEC の利益相反を巡る規制のアプローチが転換したことを示唆している。SEC は、2019年6月に発出した投資アドバイザーの行為基準に係るリリース (IA-5248)⁹において、十分かつ公平な情報開示及び投資家との合意 (インフォームド・コンセント) を条件に、投資アドバイザーによる利益相反に繋がり得る行為を必ずしも禁止しない方針を示していた。しかし、今般の PF アドバイザー規則案は、投資家との合意や情報開示の度合いにかかわらず、PF アドバイザーが投資家との間の利益相反を誘発する特定の行為を直截的に禁じている。これは、SEC の利益相反を巡る行為基準が、今回の規則案によって実質的に厳格化したことを示していると言えよう。以下では、PF アドバイザーに対する特定慣行禁止に分類される規則案の内容につき、その概要を紹介する。

1) 禁止事項ルール

禁止事項ルールは、図表 6 に挙げた様々な業界慣行を、全ての PF アドバイザーに対して禁止するものである。これらの禁止事項の中で SEC が特に問題視してきたのが、PF アドバイザーがファンドの投資先のポートフォリオ企業に対し、前払モニタリング手数料 (Accelerated monitoring fee) と呼ばれる手数料を徴収する慣行である。PF アドバイザーはポートフォリオ企業から、財務・経営コンサルティングの対価としてモニタリング手数料を徴収している。前払モニタリング手数料とは、ポートフォリオ企業の売却や IPO 等のイベント発生時に、こうしたイベントが発生しなければ PF アドバイザーが将来受け取る予定であったモニタリング手数料を、「投資終了に

⁸ Institutional Limited Partners Association, “GP-led Secondary Fund Restructuring; Considerations for Limited and General Partners,” April 11, 2019.

⁹ Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 276, Release No. IA-5248; File No. S7-07-18, RIN 3235-AM36, June 5, 2019.

図表 6 禁止事項ルールが規定する特定の業界慣行の概要

業界慣行	禁止事項ルールの概要
提供されないサービスに対する手数料請求	ファンドが投資しているポートフォリオ企業に対して、提供されない(もしくは提供されることが合理的に期待されない)サービスに対する手数料を請求することを禁止
特定の手数料及び費用の請求	政府・規制当局が PF アドバイザーに対して審査・調査を行う際に発生するコンプライアンス関連コストを、投資家に請求することを禁止。ただし、ファンドの活動に直接関連する規制及びコンプライアンス関連コストは引き続き請求可能
課税を理由としたクローバックの減額	アドバイザー報酬のクローバック(一定の事由が生じた際に、既払いの報酬を投資家へ返却すること)につき、返還額を税引き後の手取り額の範囲内に限定することを禁止
不正行為に伴う責任限定契約	アドバイザーの不正行為(受託者責任違反や故意・重過失等の重大な責任違反)が発生した場合に、投資家に対してアドバイザーの責任を限定する契約の締結を求めることを禁止
手数料及び費用の恣意的な配分	同一のポートフォリオへの投資を行っている(もしくは検討している)複数の投資家及び見込み投資家に対して、手数料や費用を非プロラタベース(比例配分ではない基準)で請求・配分することを禁止
投資家からの借入	ファンドが投資家から借入を行うことを禁止

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

係る支払 (Termination payment) 」等の名目で徴収するものである。規則案は、こうした手数料を「提供されないサービスに対する手数料」と分類し、禁止事項とした。

SEC は 2015 年及び 2017 年に、前払モニタリング手数料の開示を巡り米大手 PE ファームのブラックストーン及び TPG に対して行政処分を踏み切っていた¹⁰。その後も、前払モニタリング手数料に関する開示不足に関する警告を 2020 年 6 月に発出するなど、SEC はこの問題を巡り公に警鐘を鳴らし続けてきた経緯がある¹¹。

2) 優遇措置ルール

優遇措置ルールは、PF アドバイザーによる特定の投資家への優遇措置を禁止するものである。禁止される「優遇措置」の対象としては、特定の投資家に対する優先的な流動性条件の付与、及び情報提供が挙げられている。後者の情報提供については、①ファンドの保有資産及びエクスポージャーに関するもので、かつ②他の投資家に重大な悪影響を及ぼし得る情報提供、と定義されている。

優遇措置ルールは、これまで PF アドバイザーと投資家の間で常態的に行われてきた慣行に変化を迫るものである。その代表例が、サイドレター (書面・口頭で交わされる付帯契約) の締結によって PF アドバイザーが特定の投資家 (シード投資家や大口投資家、PF アドバイザーの関係者等) に対して、他の投資家よりも有利な条件でファンドの解約を行う権利や、他の投資家とは異なる頻度/フォーマット/内容の情報提供を受ける権利等の優遇措置を付与する業界慣行である。PF アドバイザー及び投資家は、ファンドへの投資を検討する際に、優遇措置の有無や内容を確認し、これ

¹⁰ “TPG to Pay Nearly \$13 Million Over Accelerated Monitoring Fees,” *The Wall Street Journal*, December 21, 2017.

¹¹ Securities and Exchange Commission, “OCIE National Examination Program Risk Alert: Observations of Investment Advisers Managing Private Funds,” June 23, 2020.

らについて交渉を行うことが一般的となっている。SECは、こうした業界慣行がファンド、及び優遇措置を受けていない投資家に無視できない損害を及ぼしているとしており、今般の規則案で明確に禁止するに至った。

IV プライベート・ファンド・アドバイザー規則案を巡る議論

PF アドバイザー規則案に対して、業界関係者からは多数のパブリックコメントが寄せられている。以下では、これらのコメントや各種報道等を基に、①PF の情報開示強化、②PF アドバイザーに対する特定の慣行の禁止、のそれぞれにつき、主な論点を紹介する。

1. 幅広い支持を得るプライベート・ファンドの情報開示強化

PF アドバイザー規則案の一つ目の柱であるPF の情報開示強化については、PF アドバイザーや投資家を含む幅広い業界関係者から概ね賛同の声が上がっている。背景としては、PF 業界においてパフォーマンス開示の透明性が低く、標準化が進んでいないことによる弊害が、多くの業界関係者に認識されていることが挙げられよう。

こうした弊害のうち、SEC 及び多くの業界関係者が特に問題視してきたのが、借入の活用によって IRR のかさ上げを図る行為である。一般的に PF の運用は、①投資家からコミットメントを得た資金を待機させ（ファンドレイズ）、②ポートフォリオ企業の株式買付等のタイミングで待機資金を引き出し（キャピタルコール）、③最終的に運用で得た利益を投資家に分配する、という一連のプロセスを踏む。この際に、PF アドバイザーは借入の活用によって上記②から③に至るまでの期間を短縮することができ、これが IRR を押し上げる方向に作用する。

例えば図表 7 の例では、ポートフォリオ企業への投資及び売却を巡るキャッシュフローが全く同一であるにもかかわらず、借入の活用を通じて一部のキャピタルコールが先延ばしされることにより、IRR が上昇していることが確認できる。カーネギーメロン大学アルベルタス教授らの分析によれば、PF アドバイザーによる借入の活用は、プライベート・エクイティ・ファンドの IRR を 6.1%ポイント程度かさ上げする効果を持つと推定されるという¹²。

PF アドバイザー規則案における四半期報告書ルールは、PF アドバイザーに対して、借入によるキャッシュ・インフローをキャピタルコールと見做して算出した IRR を表示することを義務付けている。この規則が採択されれば、PF アドバイザーに対して、借入による過度なパフォーマンスかさ上げの自制を促す効果が期待される。他方で投資家に対しては、借入の活用度合いが異なるファンドのパフォーマンスを比較しやすくなるというメリットがもたらされると見られる。

¹² “Private Equity Returns Are Being ‘Distorted’ by Loans, Research Finds,” *Institutional Investor*, July 3, 2019.

図表 7 借入の活用による IRR 押し上げ効果の例

①ベースケース(IRR:16.3%)

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目
キャピタルコール	25	25	25	25			
ポートフォリオ企業への投資/売却益	-25	-25	-25	-25			200
投資家のネットキャッシュフロー	-25	-25	-25	-25	0	0	200

②借入を活用し、2年目以降のキャピタルコールを先延ばしするケース(IRR:21.9%)

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目
キャピタルコール	25				75		
借入		25	50	75			
元本返済/利払い			-25	-50	-75		-6.7
ポートフォリオ企業への投資/売却益	-25	-25	-25	-25			200
投資家のネットキャッシュフロー	-25	0	0	0	-75	0	193.3

(注) ネットキャッシュフローを除く項目については、ファンドのキャッシュフローを表示している
 (正の数値はファンドへの資金流入を示す)。単純化のため、ファンド手数料の影響は省略している。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

2. 業界慣行の禁止が PF 業界に及ぼす影響

PF アドバイザー規則案のもう一つの柱である、PF アドバイザーに対する特定慣行の禁止については、主に PF アドバイザーから、PF 業界へ悪影響をもたらす可能性が指摘されている。PF 業界への悪影響に関する議論は、①コストの増大、②参入障壁の高まりによる PF 業界の寡占化、③PF アドバイザーの責任限定契約の締結禁止による影響、に大きく三分類される。

①コストの増大は、コンプライアンス対応やデータ算出及び開示等の関連費用や負担が新規則によって大きく増加し、これが最終投資家に転嫁される可能性を指している¹³。こうした指摘に対して、ジョンズ・ホプキンス大学のジェフリー・フック氏は、PF の各種データ算出や開示に関する業務を比較的安価で請け負う企業（例えば、Preqin 社や PitchBook 社等）が存在している現状は、これらの業務負担が深刻なコスト増をもたらさないことを示している、と反論している¹⁴。

②参入障壁の高まりによる PF 業界の寡占化懸念は、①で述べた新たな費用負担に加えて、優遇措置が禁止されることで、新興マネージャーの台頭が阻害されるとの議論である。資本力や実績、知名度等の点で大手マネージャーに劣後する新興マネージャーは、アンカー/シード投資家を確保するため、サイドレターの締結を通じた優遇措置の付与を行うことがある。今般の PF アドバイザー規則案は、全ての PF に対してこうした優遇措置の付与を禁止していることから、参入障壁を高めるのではないかと懸念されている¹⁵。特に、ESG 関連等、新興マネージャーの台頭が望まれている比較的新しい分野では、PF 業界の寡占化が市場拡大の阻害要因となる可能性が懸念事項として挙げられている。

¹³ 例えば、Citadel, “Re: Private Fund Advisers; Documentation of Registered Investment Adviser Compliance Reviews (File No. S7-18-21),” May 3, 2022. を参照のこと。

¹⁴ Eileen Appelbaum and Jeffrey Hooke, “Re No. S7-03-22,” March 17, 2022.

¹⁵ “SEC private markets proposal could trouble smaller managers,” *Pensions & Investments*, April 25, 2022.

③PF アドバイザーによる責任限定契約¹⁶の締結禁止の影響は、PF アドバイザーによる注意義務（Standard of care）違反を認定されるハードルが下がることに伴う悪影響である。多くの PF アドバイザー及び一部の投資家は、PF アドバイザーの注意義務違反を巡る規制が過度に厳格化することにより、PF 業界に意図せざる影響が及ぶことを懸念している。例えば、注意義務違反の認定のハードルが下がることによって、PF アドバイザーがリスクテイクに消極的になる可能性がある。プライベート・エクイティ投資家の業界団体である ILPA（Institutional Limited Partners Association）は 2022 年 4 月に SEC へ提出したレターにおいて、PF アドバイザーがリスクテイクに消極的になることによって、PF のリターンが低下することへの懸念を示した¹⁷。

V 日本への示唆

日本では、プライベート市場が果たす役割に対する期待が高まっている。政府が掲げる「新しい資本主義」のグランドデザイン及び実行計画において、VC の活用や長期運用資金によるベンチャー投資が積極的に推進されていることは、象徴的な動きと言えよう¹⁸。こうした中、市場規模が大きく拡大し、投資家の裾野も広がっている米国の PF 規制動向は、日本における今後の政策の在り方を考える上でも示唆に富むものと考えられる。

今般の PF アドバイザー規則案は、情報開示強化及び PF アドバイザーに対する特定の業界慣行の禁止等を通じて、投資家保護を図るとともに、SEC の政策対応の予見性を高めることを目指したものと見える。一方で、本規則案の一部に対しては、PF 業界に悪影響を及ぼす可能性を巡り懸念の声も上がっており、SEC が様々な潜在的影響のバランスをどのように取ってゆくのか、注目されよう。

翻って日本では、プライベート・エクイティや VC の市場が米国と比して発展途上であり、プライベート市場を育成するため、上述した VC 推進策や非上場株式市場のインフラ整備等の諸施策が検討されている。日本における PF 規制の在り方を検討するにあたっては、日米プライベート市場の発展段階や特徴の違いを踏まえた、きめ細やかな議論がなされることが望ましい¹⁹。その際に、先行する米国市場の課題や規制対応を参考にすることは有用であろう。

¹⁶ アドバイザーの不正行為が発生した際に、投資家に対して生じ得る損害賠償債務等につき、アドバイザーの責任を限定する契約のことを指す。

¹⁷ Institutional Limited Partners Association, “Re: File No. S7-03-22; Private Fund Advisers; Documentation of Registered Investment Adviser Compliance Reviews,” April 25, 2022.

¹⁸ 内閣官房「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画～人・技術・スタートアップへの投資の実現～」2022 年 6 月 7 日。

¹⁹ 日本のプライベート・エクイティ市場の現状や課題については、金融庁金融研究センター「本邦プライベート・エクイティ・マーケットの活性化に向けて～日本型プライベート・エクイティの確立～」2021 年 1 月、日本銀行「わが国におけるプライベート・エクイティ・ファンドの可能性－アイデアとコミットメントのあるファイナンスへの期待－」2020 年 12 月、等を参照。