

SECによる起業家と投資家を繋ぐ 「ファインダー」区分の導入提案

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 証券取引委員会（SEC）は2020年10月に、「ファインダー」に係る適用除外命令を発出した。ファインダーとは、非上場企業等の発行体と投資家を繋ぐ役割を担う者であり、発行体を投資家に紹介することで、発行体が資金調達に成功した場合、その取引に応じたコミッションを受領できる。同命令は、ファインダーと認められる条件として、潜在的な投資家が自衛力認定投資家であることや、発行体と報酬に関する合意を書面にて取り交わすこと等を挙げている。
2. その上で、ファインダーに係る適用除外命令は、ファインダーをティア I ファインダーとティア II ファインダーに分類している。ティア I ファインダーは、12 か月間に単一の発行体の一回限りの資金調達に関して、潜在的な投資家のコンタクト情報を発行体に提供する者である。つまり、知人や家族等が起業する際に、資金の出し手となり得る別の知人を紹介するようなケースが該当する。
3. 他方で、ティア II ファインダーは、ティア I ファインダーに認められているコンタクト情報の提供に加えて、「投資勧誘に関連する活動」に従事することが認められている。すなわち、潜在的な投資家に対して、目論見書等の資料を交付し、その内容について議論し、発行体と潜在的な投資家のミーティングに参加することもできる。ただし、ティア II ファインダーは、発行体の代理人として活動していること等を潜在的な投資家に開示しなければならない。
4. 実は、ティア II ファインダーに対しては批判的な見方が強まっている。例えば、「投資勧誘に関連する活動」は、実質的にはブローカー・ディーラーによる「投資勧誘」と大差ないとの見方もできるにもかかわらず、規制当局による定期的な検査等を免除されることから、投資家保護が損なわれる可能性がある、といった批判である。今後、ファインダーに係る適用除外命令がどのような形で最終化されるのか、また、その制度改革が米国非上場株式市場の発展にどのように貢献するのか、注目に値しよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み－自衛力認定投資家の規制緩和を中心に－」『野村資本市場クォーターリー』2020年秋号を参照。
- ・岡田功太「コロナ禍で注目を集める米国の株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。

I ファインダーの概要

1. ファインダーとしてブローカー登録が免除される条件

証券取引委員会（SEC）は2020年10月に、「ファイnder（Finders）」に係る適用除外命令（exemptive order）を発出し、2020年11月にパブリック・コメントの募集を締め切った¹。同命令は、ファイnderに関する1934年証券取引所法第15条が規定するブローカー登録義務の免除要件を明確化するセーフハーバー・ルールを定めたものである。ファイnderとは、資金調達を希望する非上場企業と投資家を繋ぐ役割を担う者（自然人）であり、スタートアップ企業の依頼を受けてベンチャー・キャピタルを紹介したり、起業家の依頼を受けてエンジェル投資家を紹介する仲介者である。つまり、ファイnderという新たな規制区分を導入することで、従来から用語としては使われていたものの、規制上の扱いが曖昧であったファイnderについて、認められる行為等を明確化し、米国の非上場市場における中小企業の資金調達活動を目指したものと言える。

ファイnderに係る適用除外命令は、ファイnderとしてブローカー登録を免除される条件を規定している（図表1）。例えば、ファイnderが見つけた潜在的な投資家が、自衛力認定投資家であるか、または、自衛力認定投資家であると合理的に確信できることが要件とされている。自衛力認定投資家とは、主に私募証券に投資可能な者であり、銀行、保険会社、投資会社といった金融機関等の法人と、純資産及び所得実績が一定水準以上の個人や、認定教育機関から資格を得た個人等が含まれる²。また、ファイnderは、発行体と報酬に関する合意を書面にて取り交わすことが求められているが、発行体を投資家に紹介することで、発行体が資金調達に成功した場合、その取引に応じたコミッションを受領することが認められている。

図表1 ファインダーとしてブローカー登録が免除される条件

1	発行体が、1934年証券取引所法第13条、または第15条(d)に基づく開示の要請を受けていないものであること
2	発行体が、1933年証券法の登録義務の適用除外となる証券発行を行おうとしていること
3	ファイnderが、一般的勧誘（general solicitation）に従事していないこと
4	潜在的な投資家が、自衛力認定投資家であるか、または、自衛力認定投資家であるとファイnderが合理的に確信（reasonable belief）していること
5	ファイnderが、発行体とサービス内容や、それに伴う報酬について記載した書面を取り交わして合意していること
6	ファイnderが、ブローカー・ディーラーの関係者（associated person）ではないこと
7	ファイnderが、1934年証券取引所法第3条(a)(39)に規定される欠格事由に該当していないこと

（出所）SEC登録適用除外命令より野村資本市場研究所作成

¹ Release No. 34-90112; File No. S7-13-20.

² 詳細は、岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み－自衛力認定投資家の規制緩和を中心に－」『野村資本市場クォーターリー』2020年秋号を参照。

2. ティア I 及びティア II ファインダーの概要

ファインダーに係る適用除外命令は、ブローカー登録免除の条件を規定した上で、ファインダーをティア I ファインダー (Tier I Finders) とティア II ファインダー (Tier II Finders) に分類し、それぞれに認められる行為や要件を定めている。ティア I ファインダーは、12 か月間に単一の発行体の一回限りの資金調達に関して、潜在的な投資家のコンタクト情報を発行体に提供する者である。そのコンタクト情報には、氏名、電話番号、メールアドレス、ソーシャルメディア情報等が含まれる。つまり、ティア I ファインダーとは、知人や家族等が起業する際に、資金の出し手となり得る別の知人を紹介するようなケースが該当する。

他方で、ティア II ファインダーは、ティア I ファインダーに認められているコンタクト情報の提供に加えて、①潜在的な投資家の特定、スクリーニング、接触、②潜在的な投資家に対する発行体が提供する資料の交付、③当該資料に記載されている情報に関する議論 (投資の妥当性や評価に関する助言は除く)、④発行体と潜在的な投資家のミーティングの設定と、そのミーティングへの参加が許容されている。ファインダーに係る適用除外命令は、これら 4 点について、ブローカーのみに認められている「投資勧誘 (solicitation)」ではなく、「投資勧誘に関連する活動 (solicitation-related activities)」であると位置づけることで、ティア II ファインダーによる SEC 登録の免除を認めている。

ただし、ファインダーに係る適用除外命令は、ティア II ファインダーに対して、事前に図表 2 の項目を潜在的な投資家に開示することを求めている。例えば、ティア II ファインダーは、発行体の代理人として活動していることや、発行体から得ている報酬に関する取り決め事項等を明示しなければならない。また、ティア II ファインダーと発行体との間で生じ得る重大な利益相反がある場合は、その旨を潜在的な投資家に対して開示することが求められる。これらの開示は、当初は口頭で行うことも認められるが、発行体が発行する証券への投資が完了するまでの間に、図表 2 の全ての情報を記載した書面を投資家に交付する必要がある。

図表 2 ティア II ファインダーに求められる開示事項

1	ティア II ファインダーの氏名
2	発行体の名称
3	ティア II ファインダーと発行体 (関係会社を含む) の関係性
4	ティア II ファインダーが、発行体から報酬を得ることの明示と報酬に関する取り決め事項の説明
5	ティア II ファインダーと発行体との間で生じ得る重大な利益相反事項
6	ティア II ファインダーが発行体の代理人として活動していること、ブローカー・ディーラーの関係者として活動しているわけではないこと、投資家の最善の利益を追求する役割を担っているわけではないこと

(出所) SEC 登録適用除外命令より野村資本市場研究所作成

II ブローカーとファインダーの境界線を巡る議論の経緯

1. 「証券の取引を実行する業務に従事する者」の解釈

米国では、長年にわたって、ブローカーとファインダーの規制上の区別が曖昧であった。その理由として、1934年証券取引所法において、ブローカーに認められる行為が定義されていないことが挙げられる。ブローカーとは、同法第3条(a)項(4)において、他人の勘定のために「証券の取引を実行する業務に従事する者」と定義されており、同法第15条(a)(1)において、SECに登録せずに証券取引を実行し、または証券の買付や売付を誘引(induce)するか、あるいは誘引しようとする(attempt to induce)ことを原則として禁止されている。

ただし、1934年証券取引所法は、ブローカーの定義における「取引を実行する(effecting transactions)」や、「業務に従事する(engaged in the business)」という文言の定義を規定していないことから、ファインダーを巡る様々な事案において、その解釈が度々争点となってきた。1980年代以降に示された数々の判例等によって、図表3が示す行為を行う者が、ブローカーに該当すると判断された。しかし、図表3が示す行為は、あくまでも個別事案について判例で示されたものであり、ファインダーがブローカーに該当することを直ちに決定付ける要件として明確化されているわけではない。ファインダーが、具体的にどのような要件を満たした場合に、ブローカーであると見なされるのかについては、裁判所だけではなく、SECが個別事案の事実や状況に即して判断してきた。

図表3 過去の判例においてブローカーに該当すると判断された行為

1	積極的に投資家を勧誘または募集(soliciting or recruiting)している
2	証券発行体と投資家間の交渉に参加している
3	投資の利点(merits)について、投資家に助言する、または、その利点について意見を述べている
4	顧客の資金や証券を取り扱っている
5	過去に他の発行体の証券を販売したことがある
6	投資商品の販売の対価として、取引量に応じたコミッション等の報酬や通常の給与以外の支払いを受けている

(出所) SEC登録適用除外命令より野村資本市場研究所作成

2. ポール・アンカ氏に対するノー・アクション・レター

ブローカーとファインダーの規制上の区別が曖昧であった中、ファインダーの実務対応上の指針として参照されたものとして、SECが1991年7月に公表したノー・アクション・レターがある³。同レターは、著名な歌手のポール・アンカ氏の事案について発出されたものである。アンカ氏は、当時、カナダに本拠地を有していたアイスホッケー・チームの共同出資者であり、同チームの運営会社の資金調達を支援するために、資金提供者となり得る人物のリストを作成し、運営会社に渡すことで報酬を得た。この行為が、1934年証券取引所法第3条(a)項(4)が規定するブローカー行為に該当するのか、またはファインダーとしての行為に分類されるのか、注目を集めた。

SECによると、アンカ氏は、当時、自衛力認定投資家に該当すると合理的に確信した潜在的な投資家の氏名と電話番号等のコンタクト情報を発行体に提供することに同意していた。また、アンカ氏は、潜在的な投資家と発行体に関するそれ以上のやり取りをせず、図表4が示す8項目の行為をしていなかった。そのため、SECは、アンカ氏の行為は、ブローカー行為に該当しないと判断した。これを受けて、ファインダーがブローカーに該当しないと判断されるためには、図表4の行為を行わないことが条件になると考えられた。

しかし、アンカ氏に対するノー・アクション・レターは、ファインダーにとって一定の指針になったが、その後も、ファインダーが無登録のブローカー行為を行っているのか否かについては、SECがそれぞれのケースを検証し、ブローカー行為に該当すると判断された場合は制裁され、該当しないと考えられた場合についてはノー・アクション・レターが発出された。結局のところ、SECが個別事案の事実や状況に即して判断するという規制アプローチは継続された。

図表4 ファインダーがブローカーに該当すると判断される可能性がある行為

1	潜在的な投資家を勧誘する、または提案されている投資に関連して何らかの接触を持つ
2	広告、推奨 (endorsement)、一般的勧誘といった行為に関与する
3	販売資料の作成に関与する
4	売り付けについて独立した分析を行う
5	デューデリジェンスに関与する
6	証券買い付けのための資金調達を支援する、または提供する
7	投資の価値評価について助言を行う
8	投資に関連する資金や証券を取り扱う

(出所) SEC 登録適用除外命令より野村資本市場研究所作成

³ Paul Anka, SEC Staff No-Action Letter (July 24, 1991).

3. ファインダーの活動促進に対する期待の高まり

2000年代に入ってから、1934年証券取引所法上の解釈だけではなく、中小企業の資金調達の活性化という観点からも、ファインダーという新たな規制区分の導入が求められた。米国では、スタートアップ企業がベンチャー・キャピタルから調達した資金総額の約77%は、カリフォルニア州、ニューヨーク州、マサチューセッツ州が占めており、その他の地域のスタートアップ企業等は、ベンチャー・キャピタルにアクセスできているとは言い難い(2019年時点)⁴。また、中小企業が500万ドル以下の資金を調達したいと考える場合、ベンチャー・キャピタルやブローカー・ディーラーが取り扱うには少額である一方で、家族や友人等にとっては多額過ぎることから、資金調達を諦めざるを得ない場合があることも指摘されている⁵。

そのような状況を受けて、数多くの業界団体等が、ファインダーに係る要件の明確化を求めた。例えば、アメリカ法曹協会(ABA)は、2005年6月に報告書(Report and Recommendations of the American Bar Association Business Law Section Task Force on Private Placement Broker-Dealers)を公表し、SEC、金融取引業規制機構(FINRA)、州政府当局に対して、小規模な発行体のために、投資家への勧誘を認められる者について、簡素な規制枠組みを策定すべきであると主張した。また、SECが開催している小規模事業フォーラムは、2005年以降に公表された全ての報告書において、ファインダーがSEC登録のブローカーに該当しない要件と、許容される行為の明確化を提言した⁶。更に、米財務省が2017年10月に公表した資本市場の制度改革に係る報告書(A Financial System That Creates Economic Opportunities Capital Markets)も、SEC、FINRA、州政府当局に対して、ファインダー及びその他の仲介者に係る新たな規制枠組みの策定を要請した⁷。

以上のように、ファインダーの活動促進に対する期待が高まったことを踏まえて、SECは今般、ファインダーに係る適用除外命令を発出し、ティアI及びティアIIファインダーという枠組みと、両者が遵守すべき条件を提案した。

III ティアIIファインダーに対する批判

実は、ティアIIファインダーに対しては批判的な見方が強まっている。ティアIIファインダーは、発行体のために、「投資勧誘に関連する活動」に従事することが認められている。すなわち、潜在的な投資家に対して、目論見書等の資料を交付し、その内容について議論することが可能であり、発行体と潜在的な投資家のミーティングに参加することもで

⁴ 前掲脚注1資料を参照。

⁵ 詳細は、岡田功太、吉川浩史「米財務省による資本市場の包括的な規制・制度改革提言」『野村資本市場クォーターリー』2018年冬号(ウェブサイト版)を参照。

⁶ 小規模事業フォーラムとは、SECが小規模事業の資金調達に関する障害や問題点等のヒアリングを行う目的のものである。

⁷ 前掲脚注5論文を参照。

きる。そのため、「投資勧誘に関連する活動」とは、実質的にはブローカー・ディーラーによる「投資勧誘」と大差ないという見方もできる。しかし、ティアIIファインダーは、規制当局による定期的な検査や、活動記録の保管等のコンプライアンス要件の遵守を免除されている。FINRA、ABA、証券業金融市場協会（SIFMA）、北米証券管理者協会（NASAA）等は、ファインダーに係る適用除外命令を最終化した場合、ティアIIファインダーによる詐欺や不正行為等が増加し、投資家保護が損なわれる可能性がある⁸と指摘している。

SECのキャロライン・クレンショー委員（民主党）及びアリソン・ヘレン・リー委員（民主党）は、「投資勧誘に関連する活動」が、レギュレーション・ベスト・インタレストの規定と矛盾する可能性がある⁹と主張している。レギュレーション・ベスト・インタレストとは、1934年証券取引所法に基づいて、ブローカー・ディーラーに対して顧客の最善利益の追求を義務付ける規則である¹⁰。ブローカー・ディーラーは、自身の経済的な利益等を優先してはならず、利益相反を管理する必要があり、受託者責任を負っている投資顧問業者と同程度の責任を負うことが求められる。ブローカー・ディーラーは、①開示義務、②注意義務、③利益相反回避義務、④コンプライアンス義務を負うことが要請されており、適合性の原則よりも厳格な基準を満たす必要がある。

レギュレーション・ベスト・インタレストは、コミッション型サービスの提供を禁止しているわけではないが、ブローカー・ディーラーと顧客との間に利益相反が生じ得るとしている。つまり、同規則は実質的に、残高フィー型サービスの提供を推奨していると言える。残高フィー型サービスは、顧客資産の増加に連動して自身の収益も増加するという構造のため、ブローカー・ディーラーと顧客間の利益相反の可能性を最小化できる。他方で、ティアIIファインダーは、発行体が資金調達に成功した場合、当該取引に応じたコミッションを受領することが可能であり、その取引額は制限されていない。クレンショーSEC委員及びリーSEC委員は、ティアIIファインダーを認めた場合、投資家保護が損なわれる可能性があるだけでなく、ブローカー・ディーラー規制の根幹を成すレギュレーション・ベスト・インタレストと整合性がとれないとして批判している。

更に、クレンショーSEC委員は、ティアIIファインダーが「投資勧誘に関連する活動」

⁸ FINRA, “Re: Proposed Exemptive Order Granting Conditional exemption from the Broker Registration requirements of Section 15(a) of the Securities Exchange Act of 1934 for Certain Activities of Finders, File No. S7-13-20,” November 13th 2020. ABA, “Re: Notice of Proposed Exemptive Order Granting Conditional exemption from the Broker Registration requirements of Section 15(a) of the Securities Exchange Act of 1934 for Certain Activities of Finders (Release No. 34-90112; File No. S7-13-20),” November 12th 2020. SIFMA, “Re: File No. S7-13-20: Notice of Proposed Exemptive Order Granting Conditional exemption from the Broker Registration requirements of Section 15(a) of the Securities Exchange Act of 1934 for Certain Activities of Finders (Release No. 34-90112),” November 12th 2020. NASAA, “Re: File No. S7-13-20: Notice of Proposed Exemptive Order Granting Conditional exemption from the Broker Registration requirements of Section 15(a) of the Securities Exchange Act of 1934 for Certain Activities of,” November 12th 2020.

⁹ Commissioner Allison Herren Lee, “Regulating in the Dark: What We Don’t Know About Finders Can Hurt Us,” October 7th 2020. Commissioner Caroline A. Crenshaw, “Statement on Proposed Exemptive Relief for Finders,” October 7th 2020.

¹⁰ 詳細は、岡田功太「SECの米国個人投資家向け投資推奨行為の基準に係る規則案」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号（ウェブサイト版）、同「米国における投資アドバイスの行為基準規制を巡る議論の進展」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号（ウェブサイト版）を参照。

に従事することに疑念を呈している。ファインダーに係る適用除外命令は、自衛力認定投資家をティアIIファインダーが対象とする潜在的な投資家としている。これは、自衛力認定投資家に分類される個人は、一定水準以上の純資産及び所得実績を有しており、レギュレーションDに基づいて発行された非上場株等の取引をすることが認められているためである。他方で、レギュレーション・ベスト・インタレストは、純資産及び所得実績の水準にかかわらず、個人とブローカー・ディーラーとの間の利益相反を最小化する必要があるという考え方に基づいている。そのため、クレンショーSEC委員は、ティアIIファインダーによる「投資勧誘に関連する活動」は、レギュレーション・ベスト・インタレストの理念に反し、認められるべきではないと主張している。

IV 今後の展望

ジェイ・クレイトン SEC委員長は、2017年の就任当初より、個人投資家に対して、非上場市場における投資機会を提供し、米国資本市場の健全かつ効率的な発展を促進する必要があるとの見解を示してきた。特に2020年に入ってから、クレイトン SEC委員長の見解が反映された政策が相次いで実現した。例えば、SECは2020年8月に、自衛力認定投資家に分類される個人の定義を拡大し、純資産及び所得実績が一定水準以上の者だけではなく、認定教育機関から資格を得た者にも、私募証券投資を認めた。更に、SECは2020年11月には、登録免除募集の規制枠組みを改正し、レギュレーション・クラウドファンディングに基づく証券売出し上限額を107万ドルから500万ドルに引き上げる等、非上場企業の資本形成を促す施策を打ち出した¹¹。

そして、今般、SECはファインダーに係る適用除外命令を公表し、長年にわたって、グレー・マーケット取引とされ、要件が曖昧であったファインダーに許容される行為を明確化する道筋をつけた。これにより、非上場の中小企業やスタートアップ企業の資金調達活動が更に活発化し、新たな雇用の創出や技術革新を促進しながらも、投資家保護とのバランスをとることが期待されている。

ティアIIファインダーへの批判が強まる中、SECがファインダーに係る適用除外命令について取り得る方策としては、①ティアIファインダーに係る部分のみを最終化する、②発行体の調達額、属性、発行証券の特徴等に応じて、ティアIIファインダーの「投資勧誘に関連する活動」を制限する、③ファインダーに係る適用除外命令を、一旦、廃案とした上で、FINRA及び州政府当局と協働して、新たなファインダーの枠組みを策定する、などが考えられる。今後、ファインダーに係る適用除外命令がどのような形で最終化されるのか、また、その制度改正が米国非上場株式市場の発展にどのように貢献するのか、注目に値しよう。

¹¹ 詳細は、岡田功太「コロナ禍で注目を集める米国の株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。