

# 英米における投資勧誘規制と投資家の区分

川島 いづみ

## 目次

- I はじめに
- II イギリスにおける勧誘規制と投資家の区分
- III アメリカにおける勧誘規制と投資家の区分
- IV むすびに代えて

## I はじめに

平成18年に内容を一新した金融商品取引法（証券取引法の名称変更後の法律）（以下、条文の引用については金商法と省略する。）は、適切な利用者保護とリスク・キャピタル供給の円滑化を両立させる必要性を勘案し、投資家を一般投資家と特定投資家（プロ投資家）に分けて、行為規制を区分して適用するという規制手法を導入した。金融商品取引業者等が一般投資家との間で取引を行う場合等には、投資者保護のための十分な行為規制が適用される一方、顧客が特定投資家である場合には、情報格差の是正を目的とする行為規制の適用を除外することとしたのである<sup>1)</sup>。投資家は、特定投資家と一般投資家という2類型ではなく、選択によって他方に移行できるか否かにより、中間層を加えた4類型に区分される。このように、投資家をプロ投資家と一般投資家に分け、選択によっていずれかに移行できる中間層を設ける方式は、EUの投資サービス指令に倣ったものである。

特定投資家とは、適格機関投資家、国、日本銀行および投資者保護基金その他の内閣府令で定める者とされる（金商法2条31項）。この適格機関投資家について、金融商品取引法は、その範囲を大幅に拡大し、金融機関などの従来の適格機関投資家に加えて、富裕な個人も、届出によって適格機関投資家となりうるものとした。このように、個人も適格機関投資家となりうるものとしたのは、従来に見られない取扱いであって、大きな転換というこ

1) 詳細は、松本圭介＝池田和世＝堀弘「金融商品取引法の行為規制と投資者区分」商事法務1816号（2007年）18頁以下、松尾直彦＝松本圭介編著『実務論点 金融商品取引法』（金融財政事情研究会、2008年）180頁以下。

とができる。富裕な個人・法人について、特別な投資家として、証券規制の一部を適用除外とする規制手法は、英米の証券諸法に由来からみられたものであるが、英米における制度と今回の金融商品取引法が導入した制度とは、必ずしも同様のものではない。

本稿は、イギリスおよびアメリカの証券規制において、投資物件ないしは証券の勧誘・販売に関して、富裕な投資家等がどのように扱われているかを検討することを主たる目的とする。そして、金融商品取引法との相違を整理し、金融商品取引法の問題点について示唆を得ることができればと考える次第である。

## II イギリスにおける勧誘規制と投資家の区分

### 1 勧誘禁止の原則

連合王国（以下、単にイギリスという）における投資商品の勧誘については、2000年金融サービス市場法（Financial Services and Markets Act 2000, c.8）（以下、金融サービス市場法という。条文の引用についてはFSMAと省略する。）と、同法に基づく財務省（HM Treasury）の省令、および、金融サービス機構（Financial Services Authority）（以下、FSAという。）の規則によって、規制の体系が構築されている<sup>2)</sup>。

金融サービス市場法21条は、原則として、何人についても、業務の過程において、投資活動への勧誘または誘引のためにコミュニケーションを行うこと（communicate an invitation or inducement to engage in investment activity）を禁止し、同法に基づく認可業者（authorized person）による勧誘等の場合、または、認可業者によってコミュニケーションの内容が承認される場合について、例外的にこの禁止が解除されることとしている（FSMA21条(1)項(2)項）。そして、同条5項に基づき、財務省の定める投資勧誘令（the Financial Promotion Order / the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005<sup>3)</sup>）（以下、条文の引用についてFPOと省略する。）が、このような勧誘禁止規定の適用が除外される場合について規定を設ける、という構造が採られている。また、集団投資スキームについては、後述のように、別段の勧誘規制が設けられている。

金融サービス市場法は、上述のように、情報伝達手段の如何に左右されない「コミュニケーション」という用語を用いている。コミュニケーションには、コミュニケーションをとるために行われる行為も含まれる（FSMA21条(13)項）。コミュニケーションは、「現時のコミュニケーション」（real time communication）と「異時的コミュニケーション」

2) 最近までのイギリスにおける投資勧誘販売規制と顧客区分の詳細については、青木浩子「英国における投資勧誘販売上の顧客区分（上・下）」証券経済研究53号（2006年）・同54号（2006年）19頁以下。

3) SI 2005/1592.

(non-real time communication) とに区分され、さらに前者は、「招請されたもの」(solicited) と「不招請のもの」(unsolicited) に区分される。そして、適用除外の対象となるコミュニケーションを、さらにこのような区分によって限定するという規制手法が採られている<sup>4)</sup>。

勧誘禁止原則の違反には、刑事罰として、罰金または2年以下の懲役が科され (FSMA23条)、加えて、違法なコミュニケーションによる勧誘の結果、投資家が規制対象となる契約を顧客として締結した場合、当該契約はその者に対して効力を有さず、当該投資家は、支払った金銭の返還や損害賠償を求める権利を有するとされている (FSMA30条)。また、FSAは、勧誘規制の違反を未然に防ぐための権限や、違反による利益の吐き出しと損害賠償を命ずる権限を有している (FSMA380条・382条)<sup>5)</sup>。

なお、金融サービス市場法に基づく金融資本市場規制の基本姿勢として、近年、プリンスプル・ベースということが強調されている点にも留意すべきであろう。FSAの構築する規制体系もプリンスプル・ベースで形作られており、たとえば、FSAの定める認可業者の業務規制のはじめには、業務原則 (Principles for Business) が設けられている。

## 2 勧誘禁止原則の適用除外

### (1) コミュニケーションの形態と適用除外

非認可業者 (unauthorized person) が、認可業者の承認を得ることなく、勧誘をしようとする場合、利用しうる勧誘規制の適用除外は、数多く存在する。利用しうるか否かは、コミュニケーションの形態によって異なるが、すべての規制対象行為 (controlled activities)<sup>6)</sup> に適用がある適用除外には、次のものがある。

- (i) 海外の受け手に対するコミュニケーション
- (ii) 爾後のコミュニケーション (follow-up communications)、および、
- (iii) 投資の専門家 (investment professionals) であると合理的に考えられる者のみに対してみなされ、または、その者のみを名宛人としてなされるコミュニケーション (FPO19条)、である。

このうち、投資の専門家とは、(a) 認可業者、(b) 当該コミュニケーションが関係する規制対象行為がその者の規制業務 (regulated activity) である免除業者 (exempted person)、(c) 日常業務において、当該コミュニケーションが関係する規制対象行為に、業務として携わるその他の者、または、そのように合理的に考えられる者、(d) 政府、地方自

4) 金融サービス市場法における勧誘規制の概要については、楠本くに代「2000年金融サービス市場法における金融プロモーション・レジームの法的枠組み」イギリス資本市場研究会編『イギリスの金融規制』(日本証券経済研究所、2006年) 63頁以下。

5) 金融サービス市場法による規制の概要については、上村達男=神田秀樹=犬飼重仁編著『金融サービス市場法制のグランドデザイン』(東洋経済新報社、2007年) 210頁以下。

6) 規制対象行為については、FSMA 21条(9)項に定義規定が置かれている。

治体もしくは国際機関、(e) (a)～(d) に該当する者の取締役、役員もしくは従業員である者、とされる (FPO19条(5)項)。

なお、勧誘制限は、一回限りのコミュニケーション (one-off communications) には適用がない。この適用除外は、異時的コミュニケーション、もしくは、招請による現時のコミュニケーションのいずれか、または、受け手についての追加的条件が満たされれば、すなわち、受け手がコミュニケーションを期待しかつ投資のリスクを理解すると合理的に信じられる者である場合には、不招請の現時のコミュニケーションについても、認められる。

投資勧誘令には、コミュニケーションが一回限りと扱われるためのセーフ・ハーバー規定が定められている (FPO28条(2)項 (3)項)。

## (2) 富裕な投資家

富裕な投資家についての適用除外には、富裕な個人投資家に関するものと富裕な法人に関するものの2つがある。

第1に、勧誘制限は、富裕な個人 (high net worth individuals) については適用を除外される。この適用除外は、投資家を募る会社が、富裕な“事業エンジェル”に働きかけることを容易にするために、採用されたものであり、投資勧誘令48条に規定されている。同条によれば、この適用除外は、個人に対する異時的なコミュニケーションおよび招請された現時のコミュニケーションに適用され、投資家の自己認証書 (self-certification) に依拠し、勧誘を行う者が「健全な注意喚起」(healthy warning) を行わなければならないとされる。

この制度については、2年間の検討の後に、2005年に投資勧誘令等が改正され、従来のように、投資家に対して、会計士や従業員のような第三者から、この適用除外に該当することの証明 (certificate of high net worth) を得ることを要求する要件が削除された<sup>7)</sup>。

改正の結果として、認証による富裕な個人投資家とは、コミュニケーションがなされた日の直近12カ月以内に、投資勧誘令附則5の第1部に定める書面 (Statement for Certified High Net Worth Individual) に署名した個人であると定義され (FPO48条(2)項)、当該書面には、当該者が以下のいずれかの項目の少なくとも1つに該当する故に、認証による富裕な個人投資家である旨が記載されている。その項目とは、(a) 直近の年収が10万ポンド以上であること、(b) 直近の年度を通じて、25万ポンド以上の価値のある資産 (居住用の資産、ローンのある資産、年金などは除かれる。) を有すること、である。

7) 改正の経緯については、HM Treasury, Informal capital raising and high net worth and sophisticated investors: A consultation document on proposed changes to the Financial Promotion Order (2004); HM Treasury, Informal capital raising and high net worth and sophisticated investors: Changes to the Financial Promotion Order Government response (2004).

自己認証制度の影響もあり、富裕な個人に関する適用除外は、主として、非上場会社の株式・社債と、主として非上場会社の株式に投資する集団投資スキームのユニットの勧誘のみに、限定されている。詳しく述べれば、当該コミュニケーションが次の投資物件のいずれかに関するものである場合に限られる（FPO48条(8)項）。すなわち、

- (a) 非上場会社の株式であって、投資勧誘令附則1第14条に包含される投資物件、
- (b) 非上場会社の負債を表章する投資物件であって、投資勧誘令附則1第15条に包含される投資物件、
- (c) 前記 (a)号もしくは (b)号の投資物件に関する権利または権限を与える、投資勧誘令附則1第17条もしくは第18条に包含される投資物件、
- (d) 前記 (a)号もしくは (b)号の投資物件に専らまたは主として投資する集団投資スキームのユニット、
- (e) 前記 (a)号、(b)号もしくは (c)号の投資物件のコール・オプションまたはプット・オプションであって、金融商品勧誘令附則1第21条に包含される投資物件、
- (f) 前記 (a)号、(b)号もしくは (c)号の投資物件の売却のための契約に基づく権利であって、投資勧誘令附則1第22条に包含される投資物件、または、
- (g) 前記 (a)号、(b)号もしくは (c)号の投資物件に関する契約、または、その価値もしくは価額の変動に関する契約であって、投資勧誘令附則1第23条に包含される投資物件、である。

いずれについても、投資家が追加的な支払義務や拠出義務を負わないという条件に基づく投資物件に限定されている。ハイリスクな投資物件を除外する趣旨と思われる。

第2に、富裕な法人・団体 (high net worth companies, unincorporated associations etc.) についても、勧誘制限の適用が除外される。対象となるのは、(a) 法人については、20名以上の構成員を擁する場合は、払込済み資本または純資産価額が50万ポンド以上、その他の法人については、払込済み資本または純資産価額が500万ポンド以上、(b) 法人格のない団体またはパートナーシップについては、純資産価額が500万ポンド以上、(c) 高額信託 (a high value trust) の受託者、(d) (a)~(c) に該当する者(B)の取締役、役員もしくは従業員として行為する者(A)であって、Bのために投資活動に携わる権限を有する者、等が該当する (FPO49条(2)項)。上記(c)で掲げられている高額信託とは、信託資産の一部である現金および投資物件の総額が、現在1000万ポンド以上であるか、または、最初に当該コミュニケーションがなされた日に先立つ年度を通じて、1000万ポンド以上である信託をいうとされる。

### (3) 自衛能力ある投資家

一定の自衛能力ある投資家 (sophisticated investors) に対してなされるコミュニケーシ

ョンについても、金融サービス市場法の勧誘規制に対する適用除外が設けられている。自衛能力ある投資家については、認可業者の署名した認証書によるものと、自己認証によるものの2つがある。

前者の自衛能力ある投資家とされるには、当該投資家が特定の種類の投資に伴うリスクを理解する十分な知識を有する旨が記載され、認可業者が署名した認証書 (current certificate) を有しなければならない。コミュニケーション自体にも、様々なリスクに関する注意喚起と責任を負わない旨の情報伝達 (various risk warnings and disclaimers) を伴わなければならないとされる (FPO50条)。なお、認証書は、その認可業者の署名の日および作成日付が、コミュニケーションのなされた日の3年以上前であってはならないとされる (FPO50条(4)項)。

さらに、この適用除外のためには、当該コミュニケーションにおいて、次のことを示さなければならないとされている。

- (a) 自衛能力ある認証投資家に対するものであることを理由に、投資活動への勧誘等に関するコミュニケーションの一般的な制限 (FSMA21条の規制) が適用されないこと、
- (b) 個人が自衛能力ある認証投資家とされるために満たすべき要件、
- (c) 当該コミュニケーションの内容が認可業者によって承認されていないこと、および、そのような承認が、適用除外規定が適用される場合を除いて、金融サービス市場法21条によって要求されていること、
- (d) 投資活動に携わるために当該コミュニケーションに依拠することは、財産のすべてを失い、あるいは、追加的な責任を負担する重大な危険を個人に負わせるおそれがあること、ならびに、
- (e) 当該コミュニケーションが関わる投資に何らかの疑問を抱くときは、問題となる種類の投資について助言することを専門とする認可業者に相談すべきこと、である (FPO50条(3)項)。

これに加えて、新たに自己認証による自衛能力ある投資家 (self-certified sophisticated investors) の制度が、法改正によって導入されている<sup>8)</sup>。これは、自己認証と健全な注意喚起に基礎を置くもので、従来のように、投資家が認可業者から認証を取得するという要件がなくなり、自己認証によって自衛能力ある投資家としての扱いを受けることができる。自衛能力ある自己認証投資家とは、投資勧誘に関するコミュニケーションがなされる日に先立つ12カ月以内に、投資勧誘令附則5第2部を遵守した書類に自ら署名した個人であるとされる (FPO50A条(1)項)。この投資家について勧誘制限の適用が除外されるためには、当該コミュニケーションにおいて所定の注意喚起を行うことが、その時期や方法も

8) 改正の趣旨については、HM Treasury, *supra* note 6.

含めて、具体的に定められており (FPO50A条(4)項 (5)項 (6)項)、また、自衛能力ある自己認証投資家に対するものであることを理由に、一般的な勧誘制限 (FSMA21条の規制) が適用されないことや、自衛能力ある自己認証投資家となるために満たすべき要件などを示さなければならないとされる (FPO50A条(7)項)。

前述の富裕な個人投資家の場合とは異なり、この新しい自己認証投資家の適用除外は、既存の自衛能力ある投資家の適用除外に代わるものではなく、その適用対象となる投資物件 (investments) の種類がより限定されて、追加されたものである。自衛能力ある自己認証投資家に対するコミュニケーションについて、一般的な勧誘制限の適用が除外されるのは、当該コミュニケーションが所定の投資物件のいずれかに関するものである場合に限られる (FPO50A条(3)項(b)号 (8)項)。限定の内容は、富裕な個人投資家の場合と同様で、非上場会社の株式・社債か、主として非上場会社の株式等に投資する集団投資スキームのユニットである。いずれについても、投資家が追加的な支払義務や拠出義務を負わないという条件に基づく投資物件に限定されており、同様に、ハイリスクな投資物件を除外する趣旨と思われる。

### 3 集団投資スキームの勧誘規制

#### (1) 総説

イギリスでは、沿革的な経緯などもあり、集団投資スキーム (collective investment schemes) (以下、単にCISsという。) の勧誘・販売については、以下に見るような別個の、より厳格な規制が設けられている<sup>9)</sup>。

まず、金融サービス市場法238条が、同法に基づく認可業者によるイギリスでのCISsの勧誘を、原則として一般的に禁止し、その上で、規制CISs (regulated collective investment schemes) について、勧誘禁止規定の適用を除外する、という枠組みを設けている。規制CISsには、認可ユニット・トラスト等のFSAが認可したスキームとEU加盟国の認可ファンドが含まれる。これらは一般投資家に対して勧誘・販売されることを想定して規制が設けられている投資ファンド (認可ファンド) ということができる。ただし、近年の制度改革によって、認可ファンドであって、一般投資家を対象としないCISsが、導入されている。これは、適格投資家スキーム (qualified investors schemes; QISs)<sup>10)</sup> と呼ばれ、後述のFSAのハンドブックでは、勧誘について非規制CISsと同様に扱われている。QISsは、一般よりは限定された自衛能力のある投資家等を対象とする投資商品である。

非規制CISsについても、財務省規則またはFSAの規則によって適用除外が提供される。

9) イギリスの集団投資スキームの規制構造については、川島いづみ「英国における集団投資スキームの法規制」専修法学論集77号 (1999年) 1頁以下。

10) 適格投資家スキーム (QISs) は、限定された投資家向けの認可集団投資スキームとして、2004年から導入されている。参照、FSA, CP185。

このように、金融サービス市場法238条は、認可業者についての勧誘禁止を規定しており、非認可業者についての規定にはなっていない。非認可業者による勧誘については、一般的に、先に見た同法21条によって規制される。

ここでは認可業者について概観し、非認可業者については、後に若干言及することにする。認可業者は、一般的に、投資商品の勧誘・販売のためにコミュニケーションをしようとする場合、または、その承認をしようとする場合に、投資勧誘令の下で適用除外となるためには、FSAのハンドブックに定める規則を遵守しなければならない。他方で、非規制CISsについては、認可業者は、原則として、投資商品の勧誘についてコミュニケーションすることも（FSMA238条）、それに関する承認をすることも（FSMA240条）禁止されている。この禁止の違反については、損害を受けた者による訴訟が可能である（FSMA150条）。加えて、FSAの規則により認可業者に対する厳しい規則がある。ただし、これらの禁止には、2つの類型の適用除外が設けられている。

## (2) 集団投資スキーム勧誘令に基づく適用除外

集団投資スキームの勧誘（適用除外）命令（the Promotion of Collective Investment Scheme (Exemptions) Order）<sup>11)</sup>（以下、集団投資スキーム勧誘令という。）は、個人について、投資商品の勧誘を受けることのできる一定の種類投資家を規定している。最も利用される適用除外は、この場合についても、富裕な投資家と自衛能力ある投資家である。富裕な投資家は、個人の年収または資産に関する客観的な基準によるものであり、自衛能力ある投資家は、一定の種類投資に伴う危険を当該個人が認識していると主観的に判断することによるものである。ただし、2つの適用除外には重要な違いがある。富裕な個人投資家の適用除外は、非上場会社にもっぱらもしくは主として投資するファンドの勧誘・販売に適用が限定されている。他方、自衛能力ある投資家についての適用除外には、ファンドのタイプによる限定は設けられていない。

集団投資スキーム勧誘令の下での適用除外は、大まかにいえば、投資勧誘令の下での主たる適用除外と類似している。投資勧誘令19条に定める投資の専門家は、集団投資スキーム勧誘令14条の定める投資の専門家（investment professionals）と類似しており、投資勧誘令28条および28A条の定める一回限りのコミュニケーションは、集団投資スキーム勧誘令15条の定めと類似している。自衛力ある投資家について定める投資勧誘令50条および50A条と集団投資スキーム勧誘令21条も、ほぼ類似した規定である。ただし、次のような違いも存在する。たとえば、富裕な個人投資家については、集団投資スキーム勧誘令21条と投資勧誘令48条に規定があり、いずれも自己認証によって富裕な個人投資家である旨の記載のある書面に署名することによって自ら適用除外を受ける制度である。当該

11) SI 2001/1060, amended by SI 2002/1310, SI 2002/2157, SI 2003/2067, SI 2005/270.

個人投資家が署名すべき書面の様式については、21条の要求の方が厳密である。また、コミュニケーションに伴う責任を負わない旨の記載等の要件は著しく異なっている。

### (3) FSAの規則

FSAの採用する規則は、集団投資スキーム勧誘令の適用除外よりさらに制限的である。FSAのハンドブックと呼ばれる規則集の業務行為規制 (COB) の中で、最も利用されているとされる適用除外の類型には、次のものが含まれている (COBs 5.9.1R(4))。

- (a) 認可業者は、直近30ヶ月間に、非規制 CISs に参加した者に対して、次のいずれかを勧誘することができる。
  - (i) 当該スキーム、
  - (ii) 基となる財産と危険の内容が当該スキームと実質的に類似する他のスキーム、
  - (iii) 当該スキームの資産を吸収するスキーム、または、
  - (iv) 当該スキームの清算に当たり現金の代替として運用者 (operator) によってそのユニットが提供されたスキーム、
- (b) 認可業者は、非規制 CISs を、スキームへの投資が適合することを確認するために会社が合理的な手続を採った者であって、会社の既存の顧客または新たな顧客として受け入れた者に対して、勧誘することができる。
- (c) 非規制 CISs は、適格性のある相手方 (an eligible counterparty) または専門家である顧客に対して勧誘することができる。

顧客には、3つのカテゴリーがあり、(a) リテール顧客、(b) 専門家顧客 (professional clients)、および、(c) 適格性のある相手方、に区分される。顧客が該当するカテゴリーは、認可業者が顧客に対して負担する義務の範囲を決定する。たとえば、認可業者は、リテール顧客に事業条件を書面によって提供しなければならない。これには、当該業者が顧客に提供している金融サービスを記載する他、FSAハンドブックが要求する一定の規定を盛り込まなければならない。COB規則では、リテール顧客と分類される個人投資家も、個人顧客として享受できる権利の詳細についての記載を含む、オプト・アウトの通知を認可業者から受領すれば、専門家顧客となることを選択することができる。認可業者は、リテール顧客に対しては、投資の勧誘に先立って、アドバイスを与える場合には、投資が当該顧客に適合すること (suitable for) を、また、アドバイスを与えない場合でも、投資が当該顧客にとって適切であること (appropriate for him) を、それぞれ確認する義務を負う。専門家顧客であっても、認可業者はなお、適合性や適切性の評価を行わなければならないとされるが、しかし、当該顧客が要求されるレベルの知識と経験を有することを確認することができる。顧客は、あまり保護を提供されない顧客カテゴリーへの移動の結果として、個人顧客には勧誘できない、私的投資ファンドのような投資商品の販売を受けるこ

とができる。このような規制方法は、EUの投資サービス指令（MiFID）に従って、採用されたものである。

#### (4) 非認可業者

イギリスにおいて、非規制CISsが、たとえば、投資ファンドの無限責任組合員（general partner）や運用担当者（investment manager）のような非認可業者によって販売される場合、関係するコミュニケーションは認可業者によって承認されなければならないか、あるいは、金融サービス市場法や投資勧誘令の定める適用除外に該当しなければならない。認可業者による承認が得られたときは、非認可業者は認可業者と同様に、CISsの勧誘・販売を行わなければならない。

実務的には、非認可業者の一定の行動が、投資のためのアレンジとして分類されるおそれのあることが懸念されている。投資のためのアレンジ（arranging deals in investment）は、規制される業務であり、適用除外に該当しない限り、認可業者しか従事できない。引受の申込みを受け、金銭を受領し、投資家に確認証を提供するような行為は、問題を生じやすいと指摘されている<sup>12)</sup>。逆に言えば、それだけ規制が包括的であって、漏れる範囲が少ないということになる。

#### (5) 残る問題

イギリスにおいては、投資ファンドのビークルとして会社形態を採用する場合に、オープン・エンドとするかクローズド・エンドとするかによって、FSAの規制方法が著しく異なっている。オープン・エンドの会社型ファンドは、集団投資スキームの定義に当てはまり、その運用はFSAの認可を必要とする規制業務（regulated activity）となる。対照的に、クローズド・エンドの投資会社は、会社法の適用される通常の会社の範疇に含まれるため、集団投資スキームに関する規制の適用を除外され、それゆえ、認可された運用者を必要とせず、さらに、FSAに承認を申請することなく、ファンドに関わる者が自らその証券をリテール投資家に販売することができる。これは、イギリスにおける規制の沿革的な事情によるものであるが、結果として、投資家に提供される投資商品が同様のものであるにもかかわらず、異なる規制方法に服する状況が残っている。

そのため、実務においては、集団投資スキームに関する規制に関して、特に非規制CISsのリテール向けの勧誘・販売について、規制を緩和する方向での法改正を望む声が多いようである。FSAも、リテール向けの勧誘規制について改正を検討しているものの、まだ、着地点を見出してはいない模様である<sup>13)</sup>。

12) たとえば、Timothy Spangler, *The Law of Private Investment Funds* (2008), at p. 40.

13) 改正の検討については、FSA, DP 05/3, *Wider Range Retail Investment Products* (2005); FSA,

### Ⅲ アメリカにおける勧誘規制と投資家の区分

#### 1 投資勧誘に関する規制

アメリカ合衆国（以下、単にアメリカという。）では、連邦証券諸法によって、連邦の証券規制が形成されている。このうち、1933年証券法（Securities Act of 1933）は、証券の勧誘・販売について、連邦証券取引委員会（以下、単にSECという。）への登録を要求し、登録届出書の公開と証券購入者への目論見書の交付によって、投資家が情報に基づいて証券を取得するか否かを判断できるようにしている。投資のためのピークルに関する規制は、1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）によって行われる。また、ブローカー・ディーラーに対しては、1934年取引所法（Securities Exchange Act of 1934）が、SECへの登録を義務づけている。

なお、連邦証券諸法に加えて、アメリカにおける投資家の所在地に基づき、届出や届出に要する費用など、各州法の適用も問題になるが、州法については、本稿では取り上げないこととする。

#### 2 1940年投資会社法の規制

##### (1) 1940年投資会社法に基づく登録

1940年投資会社法（以下、単に投資会社法という。）3条は、投資会社（investment company）を幅広く定義し、証券への投資に携わる投資ピークルを、その法的な形態を問わず、適用対象に包摂している。したがって、同法の邦訳としては「投資会社法」という訳語が定着しているものの、その実質は、投資ファンド法ということが出来る。同法によって、投資会社の定義に該当するものは、原則として、SECへの登録を要求される。登録した投資ファンドは、同法上の多くの制限に服することになる。ただし、投資会社の定義には、同法3条(c)項(1)号および3条(c)項(7)号によって、典型的な2つの適用除外が提供されており、これに該当すれば、登録義務を免れることができる。第一のものは、投資家の数による適用除外であり、第二のものは、投資家の属性による適用除外である。

##### (2) 投資家の数による適用除外

投資会社法3条(c)項(1)号は、投資会社の定義からの2つの適用除外の中では、より一般的なものである。次の2つがその要件である。

- (a) 当該発行者の証券が、公募（public offering）されていないこと、および、
- (b) 当該発行者の証券が、100名以下の投資家によって受益的に保有されていること、

である。

このような数による適用除外について問題となるのは、どのようにその数を数えるかということと、通算の扱いである。

投資会社法の趣旨において公募 (public offering) を構成するものは、実務的には、1933年証券法4条(2)項と同様であると理解されている。その結果、この適用除外を利用しようとする投資ファンド等は、1933年証券法4条(2)項のセーフ・ハーバー規定である Regulation D の諸規則を遵守して募集を行っているようである。なお、4条(2)項のセーフ・ハーバー規定である Regulation D の規則 506 に従って、投資ファンドの権益についてアメリカにおいて私募 (private offering) が行われる場合、オフ・ショアの公募と通算されることはないとされている。

他方、3条(c)項(1)号の趣旨で100名までをどのように数えるかについては、必ずしも自明でなく、多くのルールと解釈に委ねられているようである。特に問題となるのは、オフ・ショア・ファンドの扱いであるが、アメリカ合衆国外で組成されたファンドの場合、典型的には、アメリカ合衆国の者 (US person) だけがカウントされるため、結果として、投資ファンドにおけるその他の投資家の数は、当該ファンドの準拠法によって課される上限に服するのみになるようである。

### (3) 投資家の属性による適用除外

投資会社法3条(c)項(7)号は、公募を行わないことを条件に、投資ファンドにおける投資者の数ではなく、その属性に焦点を当てて、次の要件に該当するものを投資会社から除外している。すなわち、(a) 当該発行者の有価証券が公募されていないこと、および、(b) 当該発行者の証券が、もっぱら適格取得者 (qualified purchasers) である者によって保有されていること、である。つまり、3条(c)項(7)号は、公募をしないことを条件に、適格取得者等の数に上限を設けず、投資ファンドへの投資を許容するものである。

適格取得者には、投資会社法2条(a)項(51)号により、次の者が含まれる。

- (a) 投資 (investment) において50万ドル以上を有する自然人 (適格性のある配偶者と共同で、またはその他の共有形態において、発行者の権益を有する場合を含む)、
- (b) 投資において50万ドル以上を有し、兄弟姉妹または配偶者 (過去の配偶者を含む) である2名以上の自然人によって直接または間接に所有される会社等 (ファンド)、
- (c) 自己の計算で、または、他の適格取得者の計算で行為する事業体 (entity) であつて、投資において250万ドル以上を全体として所有し、または、裁量的に250万ドル以上を投資する者、
- (d) 自己の計算、他の適格機関取得者の計算、または、適格取得者の計算において行為

する、証券法に基づく規則144A条(a)項において定義する適格機関買主 (qualified institutional buyer)<sup>14)</sup>、

(e) 当該事業体の証券の受益的所有者がすべて、適格取得者である事業体、である。

したがって、もし投資ファンドの投資家がすべて適格取得者であれば、その投資ファンドにおける投資がそれ自体では適格取得者の定義を満たすものでなくても、その投資ファンド自体が適格取得者とみなされることになる。投資ファンドがアメリカ合衆国外で組成された場合、典型的には、アメリカ合衆国の者である投資家のだれもが、適格取得者でなければならない、とされる。

### 3 1933年証券法による勧誘規制

#### (1) 規制の構造

投資会社法における「投資会社」が投資ファンド等の法形態の如何を問わない包括的な概念であるのと同様に、連邦証券規制の適用範囲を画する概念として、「証券」(securities) という包括概念が用いられる。1933年証券法(以下、単に証券法という。)は、2条(a)項(1)号において、「証券」を包括的に定義し、1934年取引所法も、これとほぼ同じ定義規定を設けている。ある権利が「証券」に該当すれば、その発行・流通について、連邦法の開示規制が適用され、SECへの発行登録等が必要となる。また、その証券の取引には、連邦証券規制の不正取引禁止規制が適用され、その証券の受託取引を行う者やその証券について自己売買を業として行う者には、業者規制が適用される。法的形態の如何を問わないので、リミテッド・パートナーシップであると、ユニット・トラストであると、カンパニーであるとかかわらず、投資ファンドの権益は、一般に証券の定義に当てはまる。そのため、適用除外に該当しない限り、その勧誘と販売には、SECへの登録が要求される。

証券法の目的の一つは、公衆に対してなされる証券の発行に際して、投資家に適切な情報開示を提供することであるといわれる。この目的を達成するため、発行者は証券の発行前に、登録届出書をSECに提出し、そこにおいて発行者と証券に関するすべての重要情報を開示しなければならない。しかしながら、すべての証券発行がこの登録要件に服するわけではなく、証券法にはさまざまな適用除外が規定されている。適用除外の主要なものは、適用除外証券と適用除外取引に分けられ、適用除外取引には、私募(プロ私募、少数私募、少額免除に相当)が含まれる。

証券法4条は、同法5条の適用が除外される取引を列挙する規定であるが、4条(2)号に

14) 規則144A(a)の定める適格機関買主とは、保険会社、投資会社、所定の小規模事業投資会社、従業員年金基金(employee benefit plan)、投資会社法202条(a)項(22)号の定める事業開発会社、投資顧問業法に基づき登録された投資顧問などである。

において、発行者による取引であって、公募 (public offering) を含まないものを掲げ、これについて、発行者の登録を定める同法5条を適用しない旨規定している。つまり、私募に対しては、登録の規定は適用されない。とはいえ、公募と私募という概念の曖昧さがなかなか払拭できないため、SECは、1982年に、それまでの規則を統合したセーフ・ハーバー規定として、Regulation Dを設けている。

## (2) Regulation D

Regulation Dの基本となる概念は、適格投資家 (accredited investor) であり、Regulation Dの定義規定である規則501においても、はじめに適格投資家の定義が定められている。その具体的な内容は後述するが、Regulation Dの規則506によれば、他の規則の遵守を前提として、発行者 (投資ファンド等) は、第1に、適格投資家に対しては、上限数なしに、証券法4条(2)号の定め抵触することなく、つまりSECへの発行登録なしに、当該ファンドの証券について、勧誘・販売することができ、第2に、35名までは、適格投資家ではない者に対しても、自衛能力ある投資家 (sophisticated investors) であることを条件に、証券を勧誘・販売することができる。

Regulation Dは、前述のように、証券法4条(2)号のセーフ・ハーバー規定であるので、規則506の条件を満たすことができない場合であっても、当然に4条(2)号の該当性が否定されるわけではない。ちなみに、規則504には、12ヶ月間において総額100万ドル以下の募集、規則505には、12ヶ月間において総額500万ドル以下の募集について、それぞれ適用除外規定が設けられている<sup>15)</sup>。

また、Regulation Dのはじめには、序説 (Preliminary Notes) が付されており、そこにおいて、Regulation Dに定める諸規則が証券法5条の登録要件に対する適用除外取引に関するものであることとともに、そのような適用除外取引も、連邦証券諸法の詐欺禁止規定や、民事責任規定等の適用を免れるものではないこと、州法の規定についても同様であることが、注意的に述べられている。

まず、適格投資家 (accredited investor) の定義は、規則501(a)に置かれている。ここでは、銀行その他の金融機関、証券会社、保険会社などのいわゆる適格機関投資家が列挙された後に、次のように、富裕な個人・法人等が列挙されている。判断の基準となる時点は、当該証券の勧誘・販売がなされる時点である。

- (a) 1940年投資顧問法 (Investment Adviser Act of 1940) 202条(a)項(22)号に定める私的事業会社 (private business development company)
- (b) 証券の取得を目的に設定もしくは設立されたものではない、資産総額が500万ドルを超える、内国歳入法典 (Internal Revenue Code) 501条(c)項(3)号に定める組織、

15) 規則505は、投資会社以外の発行者による募集に適用される。

マサチューセッツ・トラストもしくは類似の事業信託、または、組合

- (c) 発行者の取締役、業務執行役員もしくは無限責任組合員 (general partner)、または、発行者の無限責任社員の取締役、業務執行役員もしくは無限責任組合員
- (d) 個人の純資産 (net worth) または配偶者と合算した純資産が100万ドルを超える者
- (e) 最近2年間の年収が、毎年20万ドルを超える個人、または、配偶者と併せて毎年30万ドルを超える者であって、当該年度の年収もこの基準に達すると合理的に予測される者
- (f) 証券の取得を目的に設定されたものではない、資産総額が500万ドルを超える信託であって、規則506(b)(2)(ii)に定める自衛能力ある者によって証券の取得がなされる場合
- (g) すべてのエクイティー保有者が適格投資家である事業体

次に、自衛能力ある投資家については、規則506(b)(2)(ii)に規定が置かれている。まず、規則506(a)において、同規則(b)に定める条件を満たす発行者による証券の申込の勧誘および販売は、証券法4条(2)号の公募を含まないものとされる。そして、規則506(b)(1)において一般的な条件として、規則501および規則502の定めるすべての条件を満たすことを要求し、規則506(b)(2)において、特別の条件として、(i) 発行者の証券の取得者が35名を超えないこと、または、35名を超えないと発行者が合理的に信ずること、(ii) 適格投資家ではない各取得者が、当該投資の利益とリスクを評価する能力を有するに足りる、金融および事業に関する知識と経験を有すること、または、有すると発行者が合理的に信ずること、が掲げられている。つまり、35名以下の者であって、適格投資家ではないが、投資に関するリスクを判断できる知識・経験を有する者、または、そのように合理的に信ずべき者を相手方とするのであれば、公募とはならず、SECへの登録は不要とされるのである。

いずれの場合も、適用除外を利用するには、一般的な勧誘または一般的な広告等が販売期間内になされてはならないという要件(規則502(c))を遵守しなければならない。たとえば、新聞や雑誌に広告や記事を掲載すること、テレビやラジオで、インタビューやお知らせを放送すること、一般人を対象としたセミナーを開催すること等は、私募の該当性を失わせる。

なお、アメリカ国外で行われる証券の勧誘・販売については、Regulation Sによって、証券法の適用が除外されている。投資ファンドの勧誘・販売が国際的に行われる場合、アメリカでの勧誘・販売についてはRegulation Dに依拠し、他のものについては、Regulation Sに依拠するという方法がとられるようである。

元来、私募という用語には、当該証券が売主(この場合には、証券の発行者である投資ファンド等またはその代表者)と買主の間の私的な交渉(相対での交渉)に基礎をおい

て、売却されるべきである、という観念が内在している。証券法4条(2)号および関連規則は、Regulation Dによりこの関係の標準を確立したものである、と理解される<sup>16)</sup>。それゆえ、勧誘・販売制限の目的は、能力、経験、または、数のいずれかに基づき、証券を取得する投資家が、詐欺的な行為や貧弱なパフォーマンスから自らを保護するための情報を、交渉によって取得できる者であることを確保することとされている。

近年、Regulation Dの改正が検討されている。2007年3月には、アメリカ法曹協会の連邦証券規制委員会が、SECに対して書簡を送り、2005年の公募に関する登録制度の全面的な改正に匹敵する規模で、私募に関する改正のための広範な検討を行うことを促した<sup>17)</sup>。また、2006年4月には、SECの小規模公開会社に関する諮問委員会(Advisory Committee)が、その報告書において、私募(private and limited offering)に関する多くの勧告を公表した<sup>18)</sup>。そして、SECは、2007年8月に、Regulation Dの改正提案を公表しており<sup>19)</sup>、その中には、規則507の改正提案として、大規模適格投資家(large accredited investor)に対する証券の販売に限って、募集に関する一定の宣伝を認めることなどが提案されている。大規模適格投資家の定義としては、規則506の適格投資家の概念を基礎とし、個人であれば、投資額250万ドル、または、年収40万ドルもしくは配偶者と通算した年収60万ドルを有する者、等とされている<sup>20)</sup>。

#### 4 1934年取引所法

1934年取引所法(以下、単に取引所法という。)は、ブローカー・ディーラーに対して、SECへの登録を求めている(取引所法15条)。ブローカー・ディーラーとは、他の者の計算において、証券の取引を行う業務に従事する者とされ(取引所法3条(a)項(4)号(5)号)、証券の公募か私募かによって違いは設けられていない。

ブローカー・ディーラーとしてのSECへの登録の他、一定の場合には証券業協会(NASD)に加入しなければならず、別に州法にも規定がある。SECへの登録申請者は、Form BDを作成して提出しなければならず、そこにおいて、申請者とその所有者および業務執行者の株式保有や規則等の違反歴を開示しなければならない。Form BDに加えて、NASDは、資本の源泉、財務統制、運営手続に関する情報や、申請者の取締役、役員および主要な従業員について、さらなる詳細な情報開示を要求する。ブローカー・ディーラー

16) Thomas L. Hazen, *The Law of Securities Regulation*, Revised 5<sup>th</sup> ed. (2006), at p. 209.

17) The American Bar Association, *ABA Private Offering Letter* (Comment letter in Commission Rulemaking File No. S7-11-07), (2007).

18) Final Report of the Advisory Committee on Smaller Public Companies to the United States Securities and Exchange Commission (2006).

19) SEC, *Revisions of Limited Offering Exemptions in Regulation D; Proposed Rule*, Federal Register/Vol. 72, No. 154 (2007).

20) *Ibid*, at p. 45118.

の登録手続は全体として、投資顧問の登録（比較すれば、手続も簡単で時間もかからない）よりも、イギリスのFSAによる認可手続に類似している、といわれている<sup>21)</sup>。NASDの行為規制（Conduct Rules）を遵守することに加えて、登録ブローカー・ディーラーの役員と従業員は、特別なNASDの試験をパスしなければならない。

以上のようなブローカー・ディーラーとしての登録にも、適用除外が設けられている。私的投資ファンドについては、自ら所有する証券をその取締役、役員または従業員を通じて販売する場合に、利用できる適用除外がある。

#### IV むすびに代えて

金融商品取引法は、金融商品取引業者等が特定投資家と取引を行う場合には、一定の行為規制の適用を除外している（金商法45条）。具体的には、第1に、金融商品取引業者等が行う金融商品取引契約の締結の勧誘の相手方が特定投資家である場合には、広告等の規制（金商法37条）、不招請勧誘の禁止（金商法38条3号）、勧誘受諾意思の確認義務（金商法38条4号）、再勧誘の禁止（金商法38条5号）、適合性の原則（金商法40条1号）、第2に、金融商品取引業者等が申込みを受け、または、締結した金融商品取引契約の相手方が特定投資家である場合には、取引態様の事前明示義務（金商法37条の2）、契約締結前の書面交付義務（金商法37条の3）、契約締結時等の書面交付義務（金商法37条の4）、保証金の受領に係る書面交付義務（金商法37条の5）、書面による解除（クーリングオフ）（金商法37条の6）、最良執行方針等記載書面の事前交付義務（金商法40条の2第4項）、顧客の有価証券を担保に供する行為等の制限（金商法43条の4）、第3に、金融商品取引業者等が締結した投資顧問契約の相手方が特定投資家である場合には、金銭または有価証券の預託の受入れ等の禁止（金商法41条の4）、金銭または有価証券の貸付け等の禁止（金商法41条の5）、第4に、金融商品取引業者等が締結した投資一任契約の相手方が特定投資家である場合には、金銭または有価証券の預託の受入れ等の禁止（金商法42条の5）、金銭または有価証券の貸付け等の禁止（金商法42条の6）、運用報告書の交付義務（金商法42条の7）、がそれぞれ適用されない。

このような扱いについては、特定投資家制度の必要性を含めて、批判的な見解が強いようである<sup>22)</sup>。とりわけ、金融商品取引法が特定投資家に対して適合性原則の適用を除外したことについては、批判が強いし、民法上の適合性原則の適用はあると解されることを強調する見解も見られる<sup>23)</sup>。そうであるとすれば、適用除外を定めたことの意義を再検討す

21) Spangler, *supra* note 12, at p. 51.

22) たとえば、上柳敏郎＝石戸谷豊＝桜井健夫『新・金融商品取引法ハンドブック〔第2版〕』（日本評論社、2008年）143頁以下。

ることが求められよう。

本稿において検討した英米の勧誘・販売規制における適格投資家等の取扱いから、次の2点が指摘できると思う。第1に、アメリカでは、Regulation Dにおいて強調されているように、適用除外取引として私募であることを理由に適用が除外されるのは、SECへの発行登録であって、連邦証券諸法の詐欺禁止規定や民事責任規定等ではない。適合性原則や助言義務も、業者の基本的な義務（信認義務）として、コモン・ローのレベルからその法源を辿ることができる。第2に、イギリスでは、自己認証による自衛能力ある投資家については、勧誘・販売できる投資商品を非上場会社の株式等に限るなどの限定がある他、適格投資家等に該当する富裕層を主たる対象として、適格投資家スキームが導入されている。つまり、単に行為規制の一部を外す、という規制ではなく、ミドルリスクないしミドル・ハイリスクくらいの投資商品を設計し、これを一定の適格投資家等である個人に勧誘・販売できるとしている。富裕層に対して、適切な投資商品と勧誘・販売規制を提供することは、依然として、金融商品取引法制の重要な課題であるといえよう。

〔付記〕 本稿は、平成17年度・平成18年度科学研究費補助金「高齢富裕層による新たな資産運用手法と金融サービス諸法」〈課題番号17530079〉による研究成果の一部である。