

Davis Polk

Davis Polk & Wardwell LLP (03) 5561 4421 tel
Izumi Garden Tower 33F (03) 5561 4425 fax
1-6-1 Roppongi
Minato-ku, Tokyo 106-6033

MEMORANDUM

日付: 2010年8月1日
送信先: 関係者各位
件名: プライベート・ファンドのアドバイザーに対する規制(参考和訳)

最近制定されたドッド・フランク・ウォール街改革及び消費者保護に関する法律(以下、「ドッド・フランク法」といいます)は、銀行、証券及び商品市場参加者並びにその他の主要な金融機関に対する規制の枠組みを大幅に変更しています。また、ドッド・フランク法には、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド等のプライベート・ファンドに対して重大な影響を及ぼす条項もいくつか規定されています。本メモランダムは、ドッド・フランク法のうち、プライベート・ファンドにとって特に重要な条項に関して説明するものです。

ドッド・フランク法は、原則として、金融危機に対する立法的な対応措置です。一般的には、プライベート・ファンド及びそのアドバイザーは、金融危機の主たる原因であったとは考えられていません。しかしながら、世界的な金融システムにおいてその影響力が増大していることにより、プライベート・ファンド及びそのアドバイザーがシステムリスクをもたらすかどうかに関して、大きな論議が沸き起こりました。これに関し、多くの人々が、規制当局はプライベート・ファンドの活動に関する十分な情報を有しておらず、そのシステムリスクに与える影響の程度についても評価できない状態にあるのではないかと考え、かかる規制上の空白に対する対応策の1つとして、ドッド・フランク法では、ベンチャー・キャピタル・ファンドを除く米国内のプライベート・ファンドの全てのマネージャーに対し、一般的に SEC への登録を義務付けています。同法は、アドバイザーに対し、その運用するプライベート・ファンドに関して実質的に新たな記録保存及び報告要件を課しており、かつ、それらのファンドを SEC による強化された監視及び監査の対象としています。

ドッド・フランク法はまた、一般にプライベート・ファンド及びそのアドバイザーに起因する投資家保護の問題に関しても、対応策を提示しています。一部の投資アドバイザーによって引き起こされた大規模な詐欺事件を SEC が発見できず、この事態が広く報道されたことへの対応として、同法では、多数の小規模アドバイザーに対する規制上の監視権限を各州に移管しています。これにより、SEC は、その検査に関する資源を、より大規模な投資アドバイザーに集中させることが可能になります。また、同法では、プライベート・ファンド投資に関する投資家の適格性を判定するための財務基準が引き上げられます。この改正は、プライベート・ファンド投資のリスクを評価でき、かつ、そのリスクを負担することのできる洗練された投資家に対してのみ、プライベート・ファンドが販売されることを確実にするためのものです。

同法に基づく変更により、最終的に、法令遵守コストが大幅に増加する可能性があります。同法は、米国外のアドバイザーが、米国投資家の資産を運用することを拒否する原因となることも考えられます。

投資アドバイザーの登録要件

アドバイザーを広く対象とするSEC登録要件

ドッド・フランク法では、投資顧問法 (Investment Advisers Act) 第 203 条(b)項(3)号に含まれる「私的投資アドバイザー」(private investment adviser)の適用免除が廃止されます。また、プライベート・ファンド顧客を持つ投資アドバイザーに関する州内登録 (intrastate registration) の適用免除も廃止されます。

全ての投資アドバイザーは投資顧問法上の詐欺防止条項 (anti-fraud provisions) を遵守しなければなりません。登録投資アドバイザーには、追加的な法令遵守義務が生じることとなります。たとえば、登録投資アドバイザーは、最高法令遵守責任者 (chief compliance officer) を任命し、法令遵守プログラムを策定し、かつ倫理規定 (code of ethics) を採用しなければなりません。また、一定の広告規制や保管・記録保存要件も遵守する必要があります。

「プライベート・ファンド」の定義

ドッド・フランク法では、「プライベート・ファンド」を、投資会社法 (Investment Company Act) 第 3 条(c) 項(1)号又は第 3 条(c)項(7)号に含まれる例外を除く、投資会社である全てのファンドと定義しています。この定義は、ボルカー・ルールにおける「ヘッジファンド」及び「プライベート・エクイティ・ファンド」の定義と類似しています。同ルールは、投資会社法第 3 条(c)項(1)号又は第 3 条(c)項(7)号に含まれる例外を除く、投資会社となる発行体、又は連邦規制当局が判定する同様のファンドを対象としています。

ベンチャー・キャピタル・ファンドに対するアドバイザー

ドッド・フランク法は、1 つ又は複数のベンチャー・キャピタル・ファンドに対する投資アドバイザーとしてのみ活動するアドバイザーを、SEC 登録アドバイザーから免除しています。SEC には、この免除規定の解釈における「ベンチャー・キャピタル・ファンド」という用語の定義を行うことが求められています。ただし、ベンチャー・キャピタル・ファンドに対するアドバイザーは、SEC よって定められる記録保存及び報告要件の対象となります。

小規模事業投資会社アドバイザー

小規模事業投資会社に対するアドバイザーは、SEC の登録から免除されています。

特定のプライベート・ファンド・アドバイザー

ドッド・フランク法は、プライベート・ファンドに対するアドバイザーとしてのみ活動し、かつ、米国における運用資産が 1 億 5,000 万ドル以下の場合における投資アドバイザーは、SEC によって登録を免除されるものとしています。ただし、それらのアドバイザーは、SEC によって定められる記録保存及び報告要件の対象となります。

中規模プライベート・ファンド・アドバイザー

ドッド・フランク法は、「中規模プライベート・ファンド」の投資アドバイザーに関し、投資顧問法第 203 条に基づく登録要件の実施規則を制定する際に、SEC に対し、当該ファンドがシステムミック・リスクをもたらすか否かの判定において、その規模、ガバナンス及び投資戦略を考慮することを義務付けています。また、SEC に対し、当該ファンドに起因するシステムミック・リスクの水準を反映した登録及び検査手続きを提供することも義務付けています。

なお、ドッド・フランク法は、「中規模プライベート・ファンド」という用語を定義していません。

親族事務所

ドッド・フランク法は、親族グループのための資産を運用する「親族事務所」(Family Offices)を「投資アドバイザー」の定義から除外しています。これにより、親族事務所は、一般的に投資顧問法の範囲から除外されます。ドッド・フランク法はまた、SEC に対して、この除外規定における「親族グループ」の定義を行うことを義務付けています。その際、SEC は以下に従う必要があります。

- この点に関する既存の免除規定と矛盾しないこと及び下記のグランドファーザー条項(適用除外条項)と矛盾しないこと
- 親族事務所によって採用されている組織、経営及び雇用体系の範囲を認識すること
- 2010 年 1 月 1 日時点で投資顧問法に基づき登録されていないか又は登録することを要しないとされる一定の適用免除対象アドバイザー(グランドファーザー条項対象アドバイザー)に関し、かかるアドバイザーが親族事務所に関連する一定の自然人又は事業体に対して助言していたという理由のみで除外対象としないこと

グランドファーザー条項を理由として「投資アドバイザー」という用語の定義から除外された親族事務所であっても、投資顧問法の一定の詐欺防止条項(すなわち、同法第 206 条(1)項、(2)項及び(4)項)の解釈においては、投資アドバイザーとみなされることになります。

米国外のプライベート・アドバイザー (Foreign Private Adviser)

ドッド・フランク法は、以下の条件を満たす投資アドバイザーを、登録から一般的に除外しています。

- 米国内に事業所を有していないこと
- プライベート・ファンドの米国内における顧客及び投資家が 15 名未満であること
- プライベート・ファンドの米国内における顧客及び投資家に帰属する運用資産総額が 2,500 万ドル(又は SEC が決定した場合には、それより大きな金額)未満であること

プライベート・ファンドに助言する CFTC 登録アドバイザー

ドッド・フランク法は、投資アドバイザーが、商品取引アドバイザーとして商品先物取引委員会(CFTC)に登録した上でプライベート・ファンドに対して助言をする場合には、条件付きで SEC 登録に関して免除

しています。かかるアドバイザーは、SEC の登録から免除されます。しかしながら、アドバイザーの主たる業務が証券に関連する助言の提供となった場合には、当該アドバイザーは、SEC にも登録することが必要になります。

SEC のアドバイザー登録に関する最低資産

各州による規制対象である投資アドバイザーの場合、運用最低資産についての SEC 登録基準は一般的に 1 億ドルですが、当該アドバイザーが拠点とする州の登録及び検査の対象とならない場合、又は、その他 15 州以上に登録することが要求されている場合には、2,500 万ドルとなります。

新たな記録保存及び報告義務

保存が義務付けられる記録

ドッド・フランク法は、プライベート・ファンドのアドバイザーに対して、必ずしも SEC に対して提出する必要はないものの、以下の事項に関して一定の記録を保存し、報告することを義務付けています。

- 運用資産金額
- オフバランス・レバレッジを含むレバレッジの利用
- 相手方に対するエクスポージャー、トレーディング及び投資のポジション
- 評価方針及び評価実務
- 保有資産の種類
- サイド・アレンジメント又はサイド・レター
- 金融安定監督協議会 (Financial Stability Oversight Council、以下、「協議会」といいます)との協議に基づき、SEC によって必要とみなされた取引実務又はその他に関する情報

検査対象記録

ドッド・フランク法は、プライベート・ファンドの登録投資アドバイザーによって保存されているプライベート・ファンドの全記録について、SEC による定期検査及び特別検査の対象としています。検査の対象となる記録は、法律によって保存することが義務付けられている記録に限られません。ドッド・フランク法は、SEC に対し、登録投資アドバイザーによって保存されているプライベート・ファンドの全記録に関して定期検査を実施することを命じており、また、投資家の保護及びシステミック・リスクの評価の目的で特別検査を実施する権限も付与しています。

記録の利用可能性

ドッド・フランク法は、SEC 又はその代理人が合理的に要求する場合に、過大な努力、費用又は遅延を伴わずに用意することのできる記録の全ての写し又は抜粋を SEC 又はその代理人に対して提供することを、登録投資アドバイザーに対して義務付けています。

記録の提出

ドッド・フランク法は、SEC が公共の利益及び投資家の保護又はシステムミック・リスクの評価の観点から必要かつ適切であると判断する情報を含む報告書を、プライベート・ファンドの各投資アドバイザーが提出するよう義務付けるための規則を SEC において公布するものとしています。

情報の共有及び機密保持

ドッド・フランク法は、協議会がプライベート・ファンドに起因するシステムミック・リスクを評価するにあたって必要と考える場合に、SEC に提出又は提供された情報を協議会と共有することを SEC に義務付けています。

当該共有情報は、原則的に秘密情報として扱われます。ただし、連邦議会に対する開示が要求される場合、連邦政府機関もしくは自主規制組織のいずれかがその法的権限の範囲内の目的において要求する場合、又は米国政府もしくは SEC によって提起された訴訟における裁判所の命令がある場合にはこの限りではありません。

SEC に対して提供された情報及び SEC によって協議会に提供された情報は、情報公開法による開示の対象から明確に除外されています。

ただし、これらの保護措置が、ドッド・フランク法によって新たに設立される財務省内の金融調査局 (Office of Financial Research) によって要求される情報に対して、どのように適用されるかは不明です。ドッド・フランク法は、金融調査局に提出されたデータについては、情報公開法に基づく例外とされているものを含め、全てドッド・フランク法の対象となることを明確に規定しており、「機密データ」以外の一定のデータについて開示することを要求しています。

機密情報

機密情報は、機密保持対策の強化の対象となります。

ドッド・フランク法は、「機密情報」という用語には次のものが含まれると定義しています。「以下のものに関する機密性の高い非公開の情報。(1) 投資アドバイザーの投資又は取引戦略、(2) 分析又は調査の技術、(3) 取引データ、(4) 知的財産を含むコンピュータのハードウェア又はソフトウェア、及び(5) (SEC が)機密性があると決定する何らかの追加的情報」

連邦議会に対する年次報告書

ドッド・フランク法は、投資家の保護及び市場の完全性の観点から市場を監視するために、SEC が登録アドバイザーから収集したデータをどのように利用したかに関し、毎年連邦議会に報告することを SEC に対して義務付けています。

顧客の身元の開示

現在の投資顧問法においては、SEC が投資アドバイザーに対して顧客の身元、投資対象又は事情の開示を要求するための権限を制限する規定がありますが、ドッド・フランク法では当該規定を改訂し、

「潜在的なシステミック・リスクを評価する目的において」開示が必要となる限り、かかる情報を開示することを SEC が義務付けられるようにするための例外を加えています。

SEC・CFTC 開示ルール

ドッド・フランク法は、SEC 及び CFTC に対し、同法の制定後 1 年以内に協議会との協議の上で、両機関への重複登録となるアドバイザーに対して、両機関に提出すべき報告書の書式及び内容を定める規則を共同で公布することを義務付けています。

その他の条項

顧客資産の保管

ドッド・フランク法は、登録投資アドバイザーが保管している顧客資産に対する保護措置を講じることを当該アドバイザーに義務付けるための規則の公布権限を、SEC に対して付与しています(ただし、その公布は義務ではありません)。かかる規則では、とりわけ、独立公認会計士による顧客資産の検証に関して規定することが可能となります。

インフレ調整されるべき適格投資家基準

ドッド・フランク法成立後 4 年間は、「適格投資家」(accredited investor)のステータスに関する純資産基準は、100 万ドルです(ただし、当該投資家の主たる住居の価値を除きます)。

ドッド・フランク法成立日から 1 年間、SEC は、自然人に適用される「適格投資家」という用語の定義を見直し、定義の条項を調整する規則を公布する権限を付与されています。ただし、SEC は、純資産基準を調整又は修正することはできません。

ドッド・フランク法は、自然人に適用される「適格投資家」という用語の定義全体を 4 年ごとに見直すことを SEC に義務付けており、また、定義を「投資家保護及び公共の利益並びに経済に照らして適切に」修正する権限を SEC に対して付与しています。

いかなる純資産基準も、投資家の主たる住居の価値を除いて、100 万ドルを超えていなければなりません。

インフレ調整されるべき適格顧客基準

SEC は、投資顧問法の一般的な禁止にかかわらず投資アドバイザーが業績連動型手数料を一定の顧客に課すことを許容する規則において、そのドル基準を、1 年以内に、かつその後定期的に、インフレ調整することを義務付けられています。したがって、顧客の「適格顧客」(qualified client)としてのステータスを決定するための運用資産 75 万ドル及び純資産基準 150 万ドルの基準は、ドッド・フランク法成立日後 1 年以内及びその後 5 年ごとにインフレに対して調整されることになります。

第206条(1)項及び第206条(2)項の解釈上の「顧客」の定義

ドッド・フランク法は、投資顧問法第206条(1)項及び第206条(2)項の解釈において、SECが、「顧客」の定義にプライベート・ファンドに対する投資家を含めることを禁止しています。この点は、現行法と同じです。

効力発生日

1年間の経過期間

別段の定めがない限り、上記のプライベート・ファンドに対する要件を含むドッド・フランク法の第4章の条項は、1年後にその効力が生じます。

各種調査

プライベート・ファンド自主規制組織

1年以内に、米国会計検査院(GAO)は、プライベート・ファンドを監視する自主規制組織を設立することの実現可能性に関する調査を完了しなければなりません。

空売り

1年以内に、SECは、以下の項目に関する実現可能性、メリット及びコストについての調査を完了しなければなりません。

- 公に上場されている証券の空売りポジション(short sale positions)をリアル・タイムで公衆に対して報告することの義務付け、又は、その代替案として、SEC及び金融取引業規制機構(FINRA)に対してのみ報告することの義務付け
- 上場会社の同意のもと、その株式の売買を「売持ち」(short)、「マーケット・メーカー売持ち」(market maker short)、「買い」(buy)、「買戻し」(buy-to-cover)又は「買持ち」(long)とそれぞれ表示させ、リアル・タイムで統合テープシステム(Consolidated Tape)を通じて報告させるための任意の試験プログラム

SECは、2年以内に、最近のルール変更を受けた空売りの状況に関する調査を完了する必要があり、特に空売りした株式の受渡しができなかった事案や空売り取引後4日目において株式の引渡しがなされた事案に関する調査を完了させなければなりません。

適格投資家のステータス

米国会計検査院は、3年以内に、適格投資家のステータス及びプライベート・ファンドに投資するための適格性を取得する上で必要となる財務基準その他の基準を決定するための基準についての調査を完了し、同事項に関する報告書を連邦議会に提出しなければなりません。

カストディ(保管)・ルール・コスト

米国会計検査院は、3年以内に以下に関する調査を完了しなければなりません。

- 投資アドバイザーによる顧客資金又は証券の保管に関し、投資顧問法に基づき公布されているルール 204-2 及び 206(4)-2 に関連する法令遵守コスト
- 事業独立性に関連したルール 206(4)-2 のサブセクション(b)(6)が廃止された場合の追加的コスト

* * * * *

以上の事項についてご質問、ご意見がありましたら、以下の担当者にご連絡ください。

セオドア・A・パラダイス

電話: 03-5561-4430

eメール: theodore.paradise@davispolk.com

本メモランダムは、一般的な情報提供のみを目的としたサマリーであり、本件に関する完全な分析ではなく、またリーガル・アドバイスとして依拠されるべきものではありません。また、本文は英語原文の参考和訳であり、本文と原文の内容に相違がある場合には原文が優先します。