

# 証券取引委員会(SEC)による 投資顧問審査と証券諸法の執行

畠 田 公 明\*

- 1 はじめに
- 2 投資顧問による報告
- 3 SECによる審査
- 4 法令執行および制裁
- 5 結び

## 1 はじめに

アメリカ合衆国連邦議会 (Congress) は、証券市場の健全性の確保および投資家の保護を目指す連邦証券諸法の目的を達成させるために、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission [以下「SEC」と略す]) に、その調査および証券諸法の執行(enforcement)について広範囲の権限を付与した<sup>(1)</sup>。2022年11月15日、SECにより公表された2022年会計年度の執行結果によれば、SECは総計760件の執行訴訟手続(civil actions and administrative proceedings)を提起し、前年よりも9%増加している。その中で、新規または単独の執行訴訟(civil actions and standalone administrative proceedings)が462件含まれ、SECに提出を要求される場合にそれを怠った(delinquent

---

\*福岡大学法学部教授

filings) として申し立てられた発行者に対する訴訟が129件、刑事上の有罪判決、民事差止命令またはその他の命令に基づいて、証券市場における一定の職務から個人を禁止または停止することを求める後継行政手続 (follow-on administrative proceedings) が169件であった<sup>(2)</sup>。

SEC は、一般に、連邦証券諸法の違反が生じているかもしれないという情報に気づいたとき、まず、SEC スタッフが予想される証人との面談などで非公式の調査 (informal inquiry) を行うが、その証言は強制されない<sup>(3)</sup>。

---

(1) See, e. g., the Securities Law Enforcement Remedies Act of 1990 (証券法執行救済法), the Securities Enforcement Remedies Act and Penny Stock Reform Act of 1990 (証券執行救済法・低額株改革法), the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (サーベンス・オックスリー法), the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (ドッド・フランク・ウォールストリート改革・消費者保護法); John Coffee Jr., Hillary Sale, and Charles Whitehead, *Securities Regulation, Cases and Materials* 14th ed. 1289-1291 (University Casebook Series) (Foundation Press, 2021); Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law* 7th ed. 451, 473 (Carolina Academic Press, 2018) (同書第4版の翻訳として、マーク・I・スタイバーク著/小川宏幸訳『アメリカ証券法』レクシスネクシス・ジャパン株式会社(平成20年10月30日)がある); Thomas Lee Hazen, *Securities Regulation in a Nutshell* 12th Ed. 329 (West Academic Publishing 2021) (Securities Regulation in a Nutshell by David L. Ratner and Thomas Lee Hazen 7th Ed. (West Group 2002) の翻訳として、デービッド・L・ラトナー=トーマス・リー・ハーゼン著/神崎克郎・川口恭弘監訳/野村證券法務部訳『【最新】米国証券規制法概説』(商事法務 2003)がある)。

(2) SEC, Press Release, SEC Announces Enforcement Results for FY22, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-206>; SEC, Addendum to Division of Enforcement Press Release, Fiscal Year 2022, <https://www.sec.gov/files/fy22-enforcement-statistics.pdf> (図表の「主要な分類による2022年会計年度の執行一覧」を参照〔総計760件の中で、主要な分類として、ブローカー・ディーラー合計132件、インサイダー取引合計43件、投資顧問/投資会社合計174件、発行者報告/監査 & 会計合計91件、証券募集合計113件であった〕)。なお、民事制裁 (civil penalties)、違法に得た利益の吐き出し (disgorgement)、違反による損害発生・訴え提起時より発生した判決前利息 (pre-judgement interest) から構成される、SEC 訴訟で命じられた金額は、合計64億3900万ドルであり、SEC の歴史における記録上最多であって、2021年会計年度における38億5200万ドルから上昇している。命じられた金銭総額のうち、民事制裁は41億9400万ドルであり、これもまた記録上最高であった。Id.8

(3) 17 C.F.R. § 202.5 (a) (West 2008) (執行活動)。

図表：主要な分類による2022年会計年度の執行一覧

主要な分類	民事 訴訟	単独 行政手続	後継 行政手続	提出 懈怠	総計	総計の 割合
ブローカー ディーラー	14 (32)	32 (38)	86 (88)	0 (0)	132 (158)	17%
提出懈怠	0 (0)	0 (0)	0 (0)	129 (129)	129 (129)	17%
海外不正行為 防止法	0 (0)	6 (6)	0 (0)	0 (0)	6 (6)	1%
インサイダー 取引	36 (85)	7 (6)	0 (0)	0 (0)	43 (93)	6%
投資顧問 ／投資会社	34 (62)	85 (109)	55 (55)	0 (0)	174 (226)	23%
発行者報告 ／監査&会計	19 (36)	57 (76)	15 (15)	0 (0)	91 (129)	12%
市場相場操縦	30 (115)	2 (2)	3 (3)	0 (0)	35 (120)	5%
その他	3 (12)	3 (3)	0 (0)	0 (0)	6 (15)	1%
公認格付機関 (NRSRO)	0 (0)	1 (2)	0 (0)	0 (0)	1 (2)	0%
公的金融(地方債・ 公的年金等)濫用	7 (12)	12 (13)	1 (1)	0 (0)	20 (26)	3%
証券募集	87 (321)	19 (26)	7 (7)	0 (0)	113 (354)	15%
自主規制機関 (SRO)／取引所	0 (0)	1 (1)	0 (0)	0 (0)	1 (1)	0%
名義書換代理人	1 (2)	6 (7)	2 (2)	0 (0)	9 (11)	1%
総計	231 (667)	231 (293)	169 (171)	129 (129)	760 (1,270)	100%

上記の一覧の各主要分類の事項は、これらの事項の根底にある行為は他の分類にも関係することがあるので、各括弧の中に関係する総数が示されている(SEC, Press Release, SEC Announces Enforcement Results for FY22, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-206>; SEC, Addendum to Division of Enforcement Press Release, Fiscal Year 2022, <https://www.sec.gov/files/fy22-enforcement-statistics.pdf>)。

この初期の調査が違反の存在を示しているならば、SEC スタッフは正式の調査 (formal investigation) を開始する命令の要請を SEC 自体に提示しなければならず、この調査の命令は SEC スタッフに罰則付召喚令状 (subpoena) を発行することや、宣誓 (oath) により証人を審問することを認める<sup>(4)</sup>。正式の調査を行う場合には、調査に関する規則に従うことになる<sup>(5)</sup>。

SEC の調査が証券諸法の違反の証拠を明らかにする場合、SEC は、当該違反に関する責任を決定し、制裁を課すための行政聴聞 (administrative hearing) を命じることができる。行政手続 (administrative proceeding) は、SEC に登録されているブローカー・ディーラー、投資顧問、投資会社その他の規制される組織体のような個人または企業に対して、または SEC の登録証券に関してのみ適用され、また、行政手続における制裁は、排除命令 (cease and desist order)、役員からの排除、譴責、登録業者の業務に対する制限または登録の取消が含まれる<sup>(6)</sup>。SEC の行政手続は、行政手続法 (Administrative Procedure Act)<sup>(7)</sup> の下で行われ、SEC は、管理する制定法に基づき SEC での手続について、実施規則 (Rules of Practice)<sup>(8)</sup> を規定している。行政手続法が SEC の利用に必要な規則または特定の手続に適用さ

---

(4) Id. § 202.5 (West 2008) (a).

(5) 17 C.F.R. Part 203. Rules Relating to Investigations (Refs & Annos). 証人の権利として、17 C.F.R. § 203.7 (West 2008) は、SEC の正式の調査命令の提示、正式の調査命令の写しの保有の要請 (Id. § 203.7 (a))、弁護士の同行、代理および助言 (Id. § 203.7 (b) (c)) などを規定する。

(6) Hazen, supra note 1, at 332. また、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 [第2版]』(弘文堂、2004) 561頁-564頁参照。

(7) 5 U.S.C.A. § 551-559 (West 1966-2011).

(8) SEC, Rules of Practice (July 2003), <https://www.sec.gov/rules/prac072003#general> (実施規則は、SEC の主導する執行および懲戒手続、自主規制機関 (self-regulatory organization) により主導される懲戒処分およびその他の一定の自主規制決定を再検討する手続、委任された権限に従って行われた SEC スタッフの決定を再検討する手続、および免除適用が争われて、聴聞会が命じられる手続を含む、広範囲の SEC 手続に適用される)。

れる場合、行政手続法におけるどの要件がSECの特定の手続に適用されるかどうかは、当該手続を承認する制定法の文言に依存することになる<sup>(9)</sup>。なお、多くの執行手続は、被告がSECによる主張を認めることも否定することもなく、制裁の軽減と、SECによる法律違反の事実の公表に同意することで、被告が和解に同意することによって終了しているといわれている<sup>(10)</sup>。

さらに、SECは、何人に対しても、連邦証券諸法に違反する行為または違反しようとしている行為がある場合に、連邦地方裁判所にそのような違反行為の差止命令(injunction)の申立てをすることができる<sup>(11)</sup>。また、連邦証券諸法に故意に違反した者は、刑罰を科せられる<sup>(12)</sup>。SECは刑事事件を訴追することができないが、入手可能な証拠を司法長官に送付することができ、司法長官(Attorney General)は、その裁量により、必要な刑事手続を提起することができる<sup>(13)</sup>。

ところで、SECによる前記の2022年会計年度の執行結果によれば、総計

(9) SEC, *supra* note 8, at Role 100 Comment.

(10) 和解の理由として、訴訟に要する費用の節約、長引く訴訟により不利益な情報が公表され続けることなどが挙げられる。Hazen, *supra* note 1, at 336; Steinberg, *supra* note 1, at 451 (その他、経営陣の注意が逸らされる結果として通常の業務の混乱、SECが勝訴した場合に原告が争点効の主張(offensive collateral estoppel [攻撃の付随的禁反言])をする恐れを挙げる)。また、黒沼・前掲注(6)228頁参照(その他、SECにとって、敗訴は他の手続の執行に悪影響を与えること、多くの訴訟の遂行に十分なスタッフがいないことなどを挙げる)。

(11) 1933年証券法20条(b)項(15 U.S.C.A. § 77t (West 2010))、1934年証券取引法21条(d)項(15 U.S.C.A. § 78u (West 2021))、1940年投資会社法42条(d)項(15 U.S.C.A. § 80a-41 (West 2010))、1940年投資顧問法209条(d)項(15 U.S.C.A. § 80b-9 (West 2010))。

(12) 証券法24条(15 U.S.C.A. § 77x (West 1975)) (10,000ドル以下の罰金もしくは5年以下の拘禁刑(imprison)またはそれらの併科)、証券取引法32条(15 U.S.C.A. § 78ff (West 2002)) (5,000,000ドル以下の罰金もしくは20年以下の拘禁刑またはそれらの併科(自然人以外の者の場合、25,000,000ドル以下の罰金))、投資会社法49条(15 U.S.C.A. § 80a-48 (West 1975)) (10,000ドル以下の罰金もしくは5年以下の拘禁刑またはそれらの併科)、投資顧問法217条(15 U.S.C.A. § 80b-17 (West 1975)) (10,000ドル以下の罰金もしくは5年以下の拘禁刑またはそれらの併科))。

760件の主要な分類の中で、「投資顧問／投資会社」の分類が174件で第一位である（総計の23%）。特に、近年、プライベート・ファンドに対して投資顧問により運用される資産の総額が著しく増加しており、プライベート・ファンド投資の独自の特徴が、重要な非公開情報をめぐって、非開示の利益相反、手数料と費用、評価、カストディ（custody〔保管〕）および支配を含む、一定の繰り返される問題を助長している。2022年会計年度において、SECは、プライベート・ファンドの投資顧問および関係者による行為に関して多くの執行訴訟を提起している<sup>(14)</sup>。

本稿は、最初に、投資顧問による報告について、その要求される情報、記録の維持および提出、記録の定期審査と特別審査、情報の共有および守秘義務、懲戒情報およびその他の情報への接近可能性、カストディアン（custodian〔保管者〕）また利用者の記録、提出される報告に関するデータ基準、および非公開情報の悪用の防止について検討する。次に、SECによる審査について、検査の目的と種類、定期的検査、原因検査および一掃検査、およびSEC審査の一般的なプロセスおよび検査の結果について考察する。さらに、法令執行および制裁について、投資顧問法の執行、行政手続における金銭的制裁、および刑事上の罰則を検討する。

---

(13) 証券法20条 (b) 項 (15 U.S.C.A. § 77t (West 2010))、1934年証券取引法21条 (d) 項 (15 U.S.C.A. § 78u (West 2021))、1940年投資会社法42条 (d) 項 (15 U.S.C.A. § 80a-41 (West 2010))、1940年投資顧問法209条 (d) 項 (15 U.S.C.A. § 80b-9 (West 2010))。

(14) SEC, Press Release, SEC Charges Allianz Global Investors and Three Former Senior Portfolio Managers with Multibillion Dollar Securities Fraud, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-84>; SEC, Press Release, SEC Charges Two Advisory Firms for Custody Rule Violations, One for Form ADV Violations, and Six for Both, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-156>; SEC, Press Release, SEC Halts Alleged Ongoing \$39 Million Fraud by Hedge Fund Adviser, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-90>; SEC, Press Release, SEC Charges Private Equity Fund Adviser with Fee and Expense Disclosure Failures, <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-266>; SEC, *supra* note 2, Press Release.

## 2 投資顧問による報告

### (1) 投資顧問による報告

投資顧問法204条(a)項により、投資顧問としてその事業に関連して郵便または州際通商の手段もしくは手段を利用する全ての投資顧問<sup>(15)</sup>は、SECが規則により公益のためまたは投資家の保護のために必要または適切であるものとして定める記録(records)<sup>(16)</sup>を作成し、所定の期間その記録を保有し、当該記録の写しを提供し、また当該報告(reports)を作成し普及しなければならないと規定されている<sup>(17)</sup>。そのような投資顧問の全ての記録(上記の定義されているもの)は、SECが公益のためまたは投資家の保護のために必要または適切なものとみなすとき、SECの代表者による合理的な定期審査、特別審査、またはその他の審査(examinations)を受けなければならない<sup>(18)</sup>。

### (2) プライベート・ファンドの記録および報告

投資顧問法204条(b)項において、SECは、投資顧問法の下で登録される投資顧問に、(i) 公益および投資家の保護のために、または金融安定監視評議会(Financial Stability Oversight Council)(本項では「評議会」といわれる)によるシステミック・リスク(systemic risk [組織的リスク])の評価のために、必要かつ適切なものとして、投資顧問により助言されるプライベート・ファンドに関する記録を保有し、また当該報告をSECに提出すること、および(ii) これらの報告もしくは記録またはそこに含まれる情報

---

(15) 本条の投資顧問には、投資顧問法203条(b)項(15 U.S.C.A. § 80b-3 (b) (West 2019))に従って登録から特別に免除されたものが除かれる。

(16) 「記録」は証券取引所法3条(a)項(37)号(15 U.S.C.A. § 78c (a) (37))において定義されるものである。

(17) 投資顧問法204条(a)項(15 U.S.C.A. § 80b-4 (a) (West 2022))。

(18) Id.

を評議会に提供し、または利用可能にすることを、要求することができる<sup>(19)</sup>。投資顧問法の下で登録される投資顧問が投資助言を提供するプライベート・ファンドの記録および報告は、当該投資顧問の記録および報告とみなされる<sup>(20)</sup>。

### (3) 要求される情報

投資顧問により維持され、投資顧問法204条 (b) 項によりSECによる検査 (inspection) を受けることを要求される記録および報告は、投資顧問により助言される各プライベート・ファンドに関して、次のような説明を含めなければならない<sup>(21)</sup>。

① オフバランスシート・レバレッジ (off-balance-sheet leverage [簿外レバレッジ]) を含む、運用資産およびレバレッジの利用の総額

② カウンターパーティ・クレジットリスク・エクスポージャー (counterparty credit risk exposure [取引相手方の信用リスク損失可能額])

③ 取引および投資ポジション (investment positions)

④ ファンドの評価方針および慣行

⑤ 保有される資産の種類

⑥ ファンドにおける一定の投資家が他の投資家よりも有利な権利または資格を得るためのサイドアレンジメント (side arrangements [補足合意]) またはサイドレター (side letters [補足文書])

⑦ 取引慣行

⑧ SEC が評議会と協議して、公益および投資家の保護のために、またはシステミック・リスクの評価のために、必要かつ適切であると決定したその

---

(19) Id. § 80b-4(b) (1).

(20) Id. § 80b-4(b) (2).

(21) Id. § 80b-4(b) (3).



他の情報、その情報には助言されるプライベート・ファンドの型または規模に基づいて、ファンド顧問の異なる種類のために異なる報告要件を設定することが含まれること

#### (4) 記録の維持および提出

投資顧問法の下で登録される投資顧問は、SECが規則により公益および投資家の保護のため、またはシステムミック・リスクの評価のために必要かつ適切であるとして定めることができる期間、当該投資顧問によって助言されたプライベート・ファンドの記録を維持しなければならない<sup>(22)</sup>。また、SECは、プライベート・ファンドの各投資顧問に対し、公益および投資家の保護のため、または、システムミック・リスクの評価のために必要かつ適切であるとみなす情報を含む報告の提出を要求する規則を、公布しなければならない<sup>(23)</sup>。

#### (5) 記録の審査

(ア) 定期審査と特別審査 SECは、(i) SECの設定するスケジュールに従い、投資顧問法の下で登録される投資顧問により維持されるプライベート・ファンドの記録の定期検査(periodic inspections)を実施し、また、(ii) 公益および投資家の保護のため、またはシステムミック・リスクの評価のために、SECが必要かつ適切であるとしてSECが規定する追加的、特別のおよびその他の審査(examinations)をいつでもまた時々実施することができる<sup>(24)</sup>。

(イ) 記録の利用可能性 投資顧問法に従って登録される投資顧問は、

---

(22) Id. § 80b-4(b) (4).

(23) Id. § 80b-4(b) (5).

(24) Id. § 80b-4(b) (6) (A).

SEC またはその代表者が合理的に要求するとき、過度の努力、費用、または遅延なしに作成されうる記録からの写しまたは抜粋を SEC に提供可能なものとするを要する<sup>(25)</sup>。

## (6) 情報の共有および守秘義務

(ア) 情報の共有 SEC は、評議会がプライベート・ファンドによってもたらされるシステミック・リスクを評価する目的のために必要と考えるとき、投資顧問法204条 (b) 項に従って投資顧問により SEC に提出または提供された全ての報告、文書、記録および情報の写しを、評議会が利用可能なものとしなければならない<sup>(26)</sup>。

(イ) 守秘義務 SEC は、他の法律の規定にかかわらず、前記204条 (b) 項に従って SEC に提出されることを要求される報告またはそこに含まれる情報を開示することを強制されない<sup>(27)</sup>。評議会は、上記の SEC のために設定された守秘義務の程度に一致した方法で、全ての報告、文書、記録および情報において、上記 (ア) により受領された情報の守秘義務を維持しなければならない<sup>(28)</sup>。同条項により SEC から報告または情報を受け取る省庁または自主規制機関は、SEC のために設定された守秘義務の程度と一致する方法で、そのような報告、文書、記録および情報の守秘義務を維持しなければ

---

(25) Id. § 80b-4(b) (6) (B) .

(26) Id. § 80b-4(b) (7) (A).

(27) Id. § 80b-4 (b) (8) (A) (B) (ただし、(A) 守秘義務の合意に基づく議会からの情報を差し控えること、または、(B) (i) 他の連邦省庁または自主規制機関の管轄区の範囲内の目的のために報告または情報を要求する、当該省庁・機関からの情報の要求、または、(ii) 合衆国もしくは SEC によって提起された訴訟における合衆国の裁判所の命令に、SEC が従うことを妨げるものではないこと)。

(28) Id. § 80b-4 (b) (7) (B) (評議会は、投資顧問法204条 (b) 項により評議会に利用可能とされた報告、文書、記録または情報に関して、5 U.S.C.A. § 552 (West 2016) (公開情報；政府機関の規則、意見、命令、記録および手続) から免除される)。

ならない<sup>(29)</sup>。

(ウ) 公開情報の例外 SEC、評議会、および投資顧問法204条(b)項に従ってSECから、報告、文書、記録または情報を受け取る他の連邦省庁または自主規制機関は、当該報告、文書、記録または情報に関して、5 U.S.C.A. § 552 (West 2016) (公開情報；政府機関の規則、意見、命令、記録および手続)の規定から免除される<sup>(30)</sup>。投資顧問法204条(b)項に従ってSECに提出されることを要求される報告からSECによって確認された投資顧問の専有情報は、同法210条(b)項<sup>(31)</sup>に規定されているように、審査中に確認された事実と同じ公開に関する制限を受ける<sup>(32)</sup>。

SECによって確認された投資顧問の専有情報は、次のような機密にかかわる非公開情報を含む。すなわち、(i) 投資顧問の投資または取引戦略、(ii) 分析または調査研究の方法論、(iii) 取引データ、(iv) 知的財産を含むコンピューター・ハードウェアまたはソフトウェア、および(v) SECが専有であると決定する追加情報を含む<sup>(33)</sup>。

(エ) 議会への年次報告 SECは、投資家の保護および市場の完全性を目的として市場を監視するために、SECが投資顧問法204条(b)項に従って収集されたデータをどのように使用したかについて、毎年議会に報告しなければならない<sup>(34)</sup>。

(オ) 提出受託者 SECは、規則により、投資顧問に、(i) 投資顧問法またはこれに従って公布される規則によって提出されることを要求される手数料、申請、報告または通知を、その目的のためにSECの指定する組織

---

(29) Id. § 80b-4 (b) (9).

(30) Id. § 80b-4 (b) (10).

(31) Id. § 80b-10 (West 2011).

(32) Id. § 80b-4 (b) (10) (A).

(33) Id. § 80b-4 (b) (10) (B).

(34) Id. § 80b-4 (b) (11).

体 (entity) である提出受託者 (filing depositories) を通じて、SEC に提出すること、また (ii) 当該提出およびシステムの構築および維持に関連する合理的な費用を支払うことを、要求することができる<sup>(35)</sup>。

### (7) 懲戒情報およびその他の情報への接近可能性

(ア) 問い合わせに対応するための体制の整備 投資顧問法204条 (d) 項 (1) 号により、SEC は、投資顧問および投資顧問の関係者を含む登録情報 (懲戒行動、規制手続、裁判手続および仲裁手続、並びに法律または規則により報告が要求されるその他の情報を含む) に関する問い合わせを受け取り、迅速に対応するために、通話料無料 (toll-free) の電話一覧表、または容易に接近できる電子的手法またはその他の手法を構築して維持することを要求することを、投資顧問法204条 (b) 項 (1) 号に従ってSECの指定する組織に要求しなければならない<sup>(36)</sup>。同204条 (b) 項 (1) 号に従ってSECの指定する組織体は、個人投資家以外の者に対し、同条 (d) 項 (1) 号に記載された問い合わせへの対応に対して、合理的な手数料を請求することができ (費用の回収)<sup>(37)</sup>、また、同条 (d) 項に従って誠実に取られた行動または省略された行動について、いかなる者に対しても責任を負わない (責任の制限)<sup>(38)</sup>。

(イ) 適用可能性 投資顧問法204条 (d) 項 (1) 号は、投資顧問が、同法203条 (15 U.S.C.A. § 80b-3) に従ってSECに登録されているか、同203A条 (15 U.S.C.A. § 80b-3a [州および連邦の責任]) に記載されている州によってのみ規制されているかにかかわらず、投資顧問 (および当該顧問

---

(35) Id. § 80b-4 (c).

(36) Id. § 80b-4 (d) (1) (A).

(37) Id. § 80b-4 (d) (2).

(38) Id. § 80b-4 (d) (3).

の関係者)に適用される<sup>(39)</sup>。

### (8) カストディを有する者または利用者の記録

投資顧問法204条(e)項(1)号により、顧客の証券、預金または信用をカストディ(custody〔保管〕)または利用している者の記録で、そのようなカストディまたは利用に関連するものは、SECが公益または投資家の保護のために必要または適切とみなすとき、SECの代表者による合理的な定期的・特別またはその他の審査およびその他の情報および文書の要求を受ける<sup>(40)</sup>。また、連邦金融機関(Federal financial institution)の規制機関(18 U.S.C.A. § 212(c)(2)〔West 2011〕で定義される用語)による規制および審査を受ける者は、当該の者のカストディまたは利用の範囲内における顧客の証券、預金または信用についての詳細な一覧表を書面でSECに提供することにより、上記204条(e)項(1)号により記載されている審査要求、情報要求または文書要求を満たすことができる<sup>(41)</sup>。

### (9) 提出される報告に関するデータ基準

投資顧問法204条(f)項により、SEC、原則として、投資顧問法204条に従って投資顧問がSECに提出する全ての報告書のためのデータ基準を採用し、また、上記データ基準は、12 U.S.C.A. § 5334(Data standards〔データ基準〕(West 2022))の(c)項(1)号(B)の(i)から(vi)に記載されている特質を有することを含むことにより、実行可能な範囲内において、同5334条に従って公布された規則において確立された全ての適用可能なデータ基準を組み込み、(実行可能な範囲まで)互換性を確保するものである<sup>(42)</sup>。

---

(39) Id. § 80b-4(d)(1)(B).

(40) Id. § 80b-4(e)(1).

(41) Id. § 80b-4(e)(2).

### (10) 非公開情報の悪用の防止

投資顧問法204A条により、投資顧問法204条の適用を受ける全ての投資顧問は、当該投資顧問またはその投資顧問の関係者による重要な非公開情報について、投資顧問法、1934年証券取引所法、またはそれらの下での規則またはレギュレーションに違反する悪用を防止するために、当該投資顧問の業務の性質を考慮して合理的に作成された書面による方針および手続を構築し、維持して執行しなければならない<sup>(43)</sup>。SECは、公益または投資家の保護のために必要または適切と考えるとき、重要な非公開情報について、投資顧問法または1934年証券取引所法（またはそれらの下での規則またはレギュレーション）に違反する悪用を防止するために、合理的に作成された特定の方針または手続を要求する規則またはレギュレーションを採用しなければならない<sup>(44)</sup>。

## 3 SECによる検査

### (1) 検査の目的と種類

SECは、投資顧問法204条による投資顧問の帳簿および記録を調査する権限にしたがって、投資顧問に対するコンプライアンス検査（compliance inspections）を実施する<sup>(45)</sup>。その検査の主要な目的は、（i）投資顧問が投

---

(42) Id. § 80b-4 (f).

(43) 15 U.S.C.A. § 80b-4a (West 1988).

(44) Id.

(45) Id. § 80b-4 (a). See, e.g., Jeffrey J. Haas and Steven R. Howard, Investment Adviser Regulation 341 (Thomson/West 2008)（翻訳として、ジェフリー・J・ハース/スティーブン・R・ハワード著/岡田洋隆他訳『アメリカ投資顧問法』（弘文堂 2015）がある）； Thomas P. Lemke, Gerald T. Lins, Kahtryn L. Hoenig, and Patricia S. Rube, Hedge Fund and Other Private Funds: Regulation and Compliance 2022-2023 Edition § 3:84 (Thomson Reuters 2023); Leor Landa, Gregory S. Rowland and Michael S. Hong, Advising Private Funds: A Comprehensive Guide to Representing Hedge Funds, Private Equity Funds and their Advisers 2022-2023 Edition § 10:1 (Thomson Reuters 2023).

資顧問法およびその他の適用される連邦証券法に従って事業活動を行っているかどうか、(ii) 投資顧問の事業活動は、フォーム ADV で開示されている情報と一致しているかどうか、および (iii) 投資顧問の運営が法律に従っていることを保証する適切なシステムおよび手続で事業活動を行っているかどうかについて、確定することである<sup>(46)</sup>。

検査の種類として、定期検査 (regular inspection)、原因検査 (cause inspection)、および一斉検査 (sweep inspection) があり、SEC の審査部門 (Examinations Division) (以前の Office of Compliance Inspections and Examinations (OCIE) [コンプライアンス検査・調査局]) が実施する<sup>(47)</sup>。

## (2) 定期検査

定期的検査では、SEC は、一般的に、投資顧問に対する現場での検査プログラムを実施している。この検査は、SEC 提出書類およびその他の情報源から得られた情報を分析して、投資家をリスクにさらす見込みが最も高い投資顧問を明らかにする、SEC の全国検査プログラム (National Examination Program (以下「NEP」と略す)) のリスクに基づく目標達成手法 (targeting algorithm) をとるものである<sup>(48)</sup>。SEC の審査部が管理する NEP の任務は、コンプライアンスの促進、詐欺の防止、リスクの監視、および方針の通知を

---

(46) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 45, § 3: 84; Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § 10:1.

(47) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 45, §§ 3:84, 3:85; Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § § 10:2, 10:3.

(48) See Elisse Walter, SEC Chairman, "Harnessing Tomorrow's Technology for Today's Investors and Markets," Speech at American University School of Law (Feb. 19, 2013), <https://www.sec.gov/news/speech/2013-spch021913ebwhtm>; Bruce Karpati, Chief, SEC Enforcement Division's Asset Management Unit, "Enforcement Priorities in the Alternative Space," Speech before the Regulatory Compliance Association, New York, N.Y. (Dec. 18, 2012), <https://www.sec.gov/news/speech/2012-spch121812bkhtm>; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 45, § , 3: 85; Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § 10:4.

する、リスクに焦点を当てた調査を通して、投資家を保護し、また市場の完全性を維持することである<sup>(49)</sup>。また、SECは、不正行為を検出および調査するためのデータおよびデータ分析の使用を大幅に増加させて、利用可能な膨大なデータを活用するために執行部門（Enforcement Division）内において「リスクおよび計量分析センター」（Center for Risk and Quantitative Analytics）を設立し、また、内部告発者（whistleblower）も非常に重要な事例の主要な情報源になっていると考えている<sup>(50)</sup>。

（ア）SECの検査スタッフの通知書 SECの検査スタッフ（inspection staff）は、2000年5月1日に、1940年投資顧問法およびその下での規則を遵守する際の登録された投資顧問を支援するための通知書（letter）を作成している<sup>(51)</sup>。この通知書は、投資顧問のコンプライアンス審査の間に見出された、投資顧問法に関する選択された審査分野および違反を要約したもので

---

(49) See Letter to Senior Executives or Principals of Registered Investment Advisers from Jane E. Jarcho, National Associate Director Investment Adviser Investment Company Examinations, SEC Office of Compliance Inspections and Examinations (Feb. 20, 2014), <https://www.sec.gov/about/offices/ocie/nbe-final-letter-022014.pdf>. 以前に審査されていない登録投資顧問についての審査は、リスク評価アプローチと焦点を当てた検討アプローチを含むものであり、リスク評価アプローチはその投資顧問の事業活動全体に関する高度の検討をすることにより良い理解を得るためのアプローチであり、焦点を当てた検討アプローチは投資顧問の事業および運営について下記の高リスクの分野の一つ以上に関する包括的なリスクに基づく審査を行うことを含むアプローチである。高リスクの分野として、(i) コンプライアンス・プログラム、(ii) NEP スタッフの分析の対象となる、顧客との利益相反に関する情報についての投資顧問による文書の提出と開示、(iii) 虚偽または不正の行為がないかどうかを評価するためのマーケティング資料、(iv) 投資顧問のポートフォリオ決定業務（投資機会の配分、および顧客に提供された開示と一致した投資顧問の業務を含む）、(v) 投資顧問が保管する顧客資産の安全性が、挙げられる。Id.

(50) Chair Mary Jo White, A New Model for SEC Enforcement: Producing Bold and Unrelenting Results, New York University School of Law Program on Corporate Compliance and Enforcement <br> New York University School of Law Pollack Center for Law and Business (Nov. 18, 2016), <https://www.sec.gov/news/speech/chair-white-speech-new-york-university-111816>.



ある。その分野は、以下に列挙されるものである。

①重要な情報の不開示 顧客に重要な情報を開示しなかった例としては、顧問契約に関連して顧客が支払う全ての手数料の不開示、ブローカー・ディーラーもしくはその他の証券専門家または発行者との関係の不開示、一任された運用資産を有する投資顧問の不安定な財務状態の不開示が挙げられる。

②不公平な取引配分 公正な取引配分慣行 (trade allocation practices) をとらず、投資顧問が顧客間で取引を不公平に割り当てることによって顧客から詐取する例 (チェリーピッキング (cherry-picking) を含む) が挙げられる。

③顧客に対する虚偽の広告またはその他の虚偽の表示

④過度のパフォーマンスの主張 投資顧問のパフォーマンスの主張、計算、および裏付けとなる文書が不正確であり、虚偽の誤解させる陳述を構成する場合として、例えば、収益性の高い口座のみを含めること、不適切なインデックスと比較すること、モデルとされたパフォーマンスが実際のパフォーマンスであると表示すること、または、開示せずにパフォーマンス計算からアドバイザーの手数を控除しなかったことなどが挙げられる。

⑤個人的取引違反

⑥投資顧問契約上の義務の不履行

⑦投資顧問業務に関する帳簿および記録の不完全、不正確、またはその他の方法で不十分

⑧投資顧問が顧客の紹介または勧誘に関する取決めの不開示およびその記録の不保持

---

(51) Lori A.Richards, Director, Letter From the Office of Compliance Inspections and Examinations: To Registered Investment Advisers, on Areas Reviewed and Violations Found During Inspections (May 1, 2000), <https://www.sec.gov/divisions/ocie/advltr.htm>.

⑨ブローカレッジの利用 投資顧問が調査その他のサービスを得るために顧客のブローカレッジ (brokerage [仲介]) を利用する場合におけるブローカレッジ慣行に関する一定の情報を顧客に完全かつ正確に開示することの違反

⑩顧客資金または証券を保管または所有している投資顧問による投資顧問法の保管規則の違反

⑪投資顧問が以前の審査中に引用された違反を迅速に是正することを書面で審査スタッフに表明した後でも修正しなかった違反

⑫内部統制・監督手続の不備 内部統制および監督手続の包括的なシステムを構築し、実施していないこと

(イ) SEC の検査スタッフの講演 SEC の検査スタッフによる講演において、2003年4月23日、コンプライアンスの文化を評価するための正式なアプローチが作成されたことが述べられている<sup>(52)</sup>。コンプライアンスのすべての優れた文化には、少なくとも5つの要素として、戦略的なビジョン、各戦略分野で発生する可能性のあるリスクの特定、各リスクに対する管理ポイントの確立、十分な文書化による透明性の提供、特定の人々によるコンプライアンス・システムの特定の各要素を管理する責任が挙げられる。

この講演によれば、優良なコンプライアンス・プログラムを活発にする戦略的目標を明らかにするために、アドバイザーとファンドに対する SEC の執行訴訟 (enforcement action) が再検討され、再三生じる投資家に影響を及ぼした問題の分野が検討された結果、大部分の問題を発生させていると思われる一般的な10の分野を認定し、コンプライアンスの優良な文化は、少な

---

(52) Speech by SEC Staff: The Culture of Compliance by Lori A. Richards, Director, Office of Compliance Inspections and Examinations, U.S. Securities and Exchange Commission, Spring Compliance Conference: National Regulatory Services, Tucson, Arizona (April 23, 2003), <https://www.sec.gov/news/speech/spch042303lar.htm>.

くとも、これらの10の戦略的分野に対処するための管理プロセスを有すると  
の結論が下された。これらの戦略的分野は、次の通りである。

- ①ポートフォリオ管理の決定は、顧客の委任と一致するべきであること
- ②発注慣行は、最良の執行および開示と一致するべきであること
- ③ブロック取引と IPO 取引は公平に割り当てられるべきであること
- ④アクセス者および顧問の代表者の個人的取引は注意深く管理されるべき  
であること
- ⑤顧客およびファンドの資産は正確に評価されるべきであり、ファンドの  
純資産価値は正確に計算されるべきであること
- ⑥管理者の記録およびファンドと投資顧問の記録は定期的に調整され、全  
ての不一致は解決されるべきであること
- ⑦情報は、権限のないアクセス、変更、破棄から保護されるべきであるこ  
と
- ⑧顧客は、第三者から定期的に口座明細書を受け取るべきであること
- ⑨パフォーマンス情報は正確かつ公正であるべきであること
- ⑩取引は、株主および現金ポジションの正確性を確保するために、毎日に  
調整するべきであること

(ウ) OCIE の公表 OCIE は、2017年、下記の通り、最も多かった五つ  
のコンプライアンス・トピックスを公表している<sup>(53)</sup>。

①コンプライアンス・ルール SEC スタッフにより認定されたコンプ  
ライアンス・ルール<sup>(54)</sup> に関する典型的な欠陥または弱点として、⑦投資顧  
問の特定の投資戦略、顧客の種類、取引慣行、評価手続または顧問手数料の

---

(53) SEC Office of Compliance Inspections and Examinations, National Exam Program Risk Alert, The Five Most Frequent Compliance Topics Identified in OCIE Examinations of Investment Adviser (February 7, 2017), <https://www.sec.gov/ocie/Article/risk-alert-5-most-frequent-ia-compliance-topics.pdf>.

(54) 投資顧問法規則206 (4) -7 (17 C.F.R. § 275.206 (4) -7 (West 2022))。

ような重要な個別の投資顧問の業務慣行を考慮に入れた合理的なコンプライアンス・マニュアルではないこと、④投資顧問のコンプライアンス方針および手続の年次見直しを実施しなかった投資顧問もあり、それに加えて、投資顧問の方針および手続の適切性およびそれらの実施の有効性に対処しなかった投資顧問もいたこと、⑤コンプライアンス・ルールに要求される投資顧問の方針および手続に従わない投資顧問もいること、⑥もはや遂行されない投資戦略もしくは投資顧問との関係がない担当者や、当該企業についての古い情報のような、もはや現在通用しない情報または方針を含んだコンプライアンス・マニュアルがあることが、挙げられている。

②フォーム ADV 等の SEC への提出      フォーム ADV<sup>(55)</sup>・フォーム PF<sup>(56)</sup> およびフォーム D<sup>(57)</sup> を適時に修正せず、フォーム ADV 等が不正確である投資顧問であることが挙げられている。

③カストディ・ルール      SEC スタッフにより認定されたコンプライアンス・ルール<sup>(58)</sup> に関する典型的な欠陥または弱点として、⑦顧客口座への投資顧問のオンライン・アクセスが顧客の資金または証券を引き出す資格を投資顧問に提供するとき、その投資顧問が顧客資産のカストディ (custody) を有することになることを認識していないこと、⑧不意打ち審査 (surprise examinations) を行う独立公認会計士 (independent public accountants) に、投資顧問がカストディを有する口座の完全な一覧表を提供せず、さらに、不意打ち審査が不意打ちの基準で実施されていなかった投資顧問であることが、挙げられている。

④倫理コード      典型的な欠陥または弱点として、⑨個人的証券取引の検

---

(55) 投資顧問法規則204-1 (17 C.F.R. § 275.204-1 (West 2019))。

(56) 投資顧問法規則204 (b) -1 (17 C.F.R. § 275.204 (b) -1 (West 2012))。

(57) 証券法規則503 (17 C.F.R. § 230.503 (West 2017))。

(58) 投資顧問法規則 206 (4) -2 (17 C.F.R. § 275.206 (4) -2 (West 2010))。

討のためにアクセス者(例えば、従業員、パートナーまたは取締役)を明らかにしていない投資顧問がいること、④投資顧問の倫理コード<sup>(59)</sup>は持株と取引報告の検討を明記せず、または、倫理コードにより要求される特定の提示期間を明らかにしなかったこと、⑤アクセス者が持株および取引を適時に提示しなかったこと、⑥投資顧問がフォーム ADV などに倫理コードの記述しなかったことが、挙げられている。

⑤帳簿および記録の規則 典型的な欠陥または弱点として⑦投資顧問が帳簿および記録の規則<sup>(60)</sup>によって要求される全ての記録を維持していないこと、⑧帳簿および記録が不正確または古い記録であること、⑨別々の記録において矛盾した情報を維持している投資顧問もいることが挙げられている。

(エ) SEC のリスク・アラート SEC は、2020年、プライベート・エクイティ・ファンドまたはヘッジ・ファンドを管理する登録投資顧問(集散的に「プライベート・ファンド・アドバイザー」という)の審査においてOCIEによって認められた一定のコンプライアンス問題の概要を提供するリスク・アラート(Risk Alert [警報])を公開した<sup>(61)</sup>。このリスク・アラートは、プライベート・ファンド・アドバイザーのコンプライアンス・プログラムの再検討および強化を行う際にそのアドバイザーを支援することを意図されており、また、プライベート・ファンド・アドバイザーの欠陥に関する情報を、プライベート・ファンドの投資家に提供することを意図されている<sup>(62)</sup>。このリスク・アラートは、OCIEがプライベート・ファンド・アドバイザーの審査の際に認定した欠陥についての三つの一般の分野として、①利益の衝突、②手数料および費用、および③重要な非公開情報(material non-

(59) 投資顧問法規則204A-1 (17 C.F.R. § 275.204A-1 (West 2017))。

(60) 投資顧問法規則204-2 (17 C.F.R. § 275.204-2 (West 2023))。

(61) Office of Compliance Inspections and Examinations, Risk Alert, Observations from Examinations of Investment Advisers Managing Private Funds (June 23, 2020), [https://www.sec.gov/files/Private%20Fund%20Risk%20Alert\\_0.pdf](https://www.sec.gov/files/Private%20Fund%20Risk%20Alert_0.pdf).

public information [MNPT]) に関する方針および手続を挙げている。

①利益の衝突 OCIE スタッフは、投資顧問法206条または同法規則206(4)-8により適切でない開示および欠陥があるものとし、次のようなものを挙げる。

(i) プライベート・ファンド・アドバイザーが顧客間における投資配分に関する衝突について適切な開示を提供しなかったこと

(ii) プライベート・ファンド・アドバイザーが同一のポートフォリオ会社において資本構造の異なるレベル（例えば債務を有する顧客と株式を有する別の顧客）で顧客に投資させることによって引き起こされる衝突について適切な開示を適用しなかったこと

(iii) プライベート・ファンド・アドバイザーが、一定の選ばれた投資家または顧客（例えば、アドバイザーのプライベート・ファンドの早期の投資家 [seed investors]<sup>(62)</sup>、アドバイザーに信用を供与すること）との関係について適切な開示を提供しなかったこと

(iv) プライベート・ファンド・アドバイザーが、一定のファンド投資家に優先流動性の権利 (preferential liquidity right) を提供し（例えばサイドレター (side letter)<sup>(64)</sup> によって）、ファンドにおける全ての投資家に対してこの事実を適切に開示することを怠ったこと

---

(62) Office of Compliance Inspections and Examinations, *supra* note 61, at 1. ここで表明されている見解は、OCIE のスタッフの見解であり、このリスク・アラートは、SEC の規則、レギュレーションまたは声明ではない。SEC は、リスク・アラートの内容に賛成でも不賛成でもない。リスク・アラートは、法的拘束力または法的効果がなく、準拠法 (applicable law) を変更または修正をするものではなく、また、いかなる人に対しても新たな義務または付加的な義務を引き起こすものではない。この文書は、OCIE のスタッフによって作成され、法律顧問によるものではない。Id.

(63) 「seed investors」(シード投資家)とは、ファンドおよび/またはマネージャーの成長を支援するために大規模かつ早期の投資を提供する投資家を意味する。Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 45, § 5: 8.

(v) プライベート・ファンド・アドバイザーが、顧客に推奨された投資に利害関係があるのに、そのような利益相反についての適切な開示を提供しなかったこと

(vi) プライベート・ファンド・アドバイザーが、ファンド再編成に利害関係があるのに、投資家に適切な開示をしなかったこと

(vii) プライベート・ファンド・アドバイザーが、その顧客間で取引を行った場合、その価格設定ではどちらかの顧客が不利になるのに、その顧客に対して適切な開示を提供しなかったこと

②手数料および費用 OCIE スタッフは、投資顧問法206条<sup>(65)</sup>または同法規則206(4)-8<sup>(66)</sup>により欠陥があるものとし、次のようなものを挙げる。

(i) プライベート・ファンド・アドバイザーが、投資家に対する開示または方針および手続に反する方法で、アドバイザーとその顧客間で分割される費用を配分して、これにより一定の投資家に費用の払いすぎをもたらしていること

(ii) プライベート・ファンド・アドバイザーが、そのプライベート・ファンドおよびポートフォリオ企業にサービスを適用する個人で、アドバイ

---

(64) 「side letter」は、一般的に、全ての投資家に利用できない投資家とファンドの間の特別の取決めを記録する契約上拘束力のある保証であり、管理手数料やインセンティブ手数料の減額の権利などが与えられる事項を含むものである。Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 45, § 5: 8.

(65) 15 U.S.C.A. § 80b-6 (West 2010) (投資顧問による禁止取引)。

(66) 17 C.F.R. § 275.206 (4)-8 (West 2007) (プールされた投資ビークル [vehicles] の投資顧問が投資顧問法206条(4) (15 U.S.C. 80b-6(4)) の意味における詐欺的、欺瞞的、または相場操縦的な行為、慣行または業務となる行為の禁止)。本規則では、「プールされた投資ビークル」とは、投資会社法3条(15 U.S.C.80a-3) (c) 項(3)号(銀行または保険会社などの場合)もしくは同条(c) 項(7)号(発行済み証券が、当該証券の取得時に適格購入者であり、かつ、その時点で当該証券の公募を行っていない者により独占的に所有されている発行者などの場合)のいずれかによって同法3条(a) 項の投資会社の定義から除外される規定がなかったら、投資会社法3条(a) 項に定義されている投資会社となるであろう会社を意味する。Id. § 275.206 (4)-8 (b)。

ザーの従業員でない者の役割および報酬に関して適切な開示を適用していなかったこと

(iii) プライベート・ファンド・アドバイザーが、その評価方法に従って、または顧客に対する開示に従って、顧客の資産を評価しなかったこと

(iv) プライベート・ファンド・アドバイザーが、ポートフォリオ企業から、監視手数料などのようなポートフォリオ企業手数料の受領に関して問題があること

③重要な非公開情報に関する方針および手続 OCIE スタッフは、投資顧問法204A条<sup>(67)</sup> または同法規則204A-1<sup>(68)</sup> により欠陥があるものとし、次のようなものがある。

(i) プライベート・ファンド・アドバイザーが、公開会社の従業員、専門家ネットワーク (expert network) により手配される外部コンサルタント、または投資の情報を有する会社役員もしくは金融専門の投資家のような付加価値専門家 (value added investors) との情報交換によってもたらされるリスクに対処せず、また、重要な非公開情報を有する当該アドバイザーまたはその関連会社のオフィス・スペースもしくはシステムにアクセスできることによっても重要な非公開情報を得ることができる当該アドバイザーの従業員によってもたらされるリスクに対処していなかったこと

(ii) プライベート・ファンド・アドバイザーが、重要な非公開情報の悪用を防止するために合理的に立案された当該アドバイザーの倫理コードにおける規定を設置・維持することを怠ったこと

(オ) SEC の Division of Examinations による欠陥の列挙 SEC の Division of Examinations (EXAMS [審査部門]) は、2022年1月、プライベート・ファンド・アドバイザーの欠陥として、①開示と一致しない行動、

---

(67) 15 U.S.C.A. § 80b-4a (West 1988) (非公開情報の悪用防止) .

(68) 17 C.F.R. § 275.204A-1 Investment adviser codes of ethics (West 2017) .



②パフォーマンスおよびマーケティングに関する開示、③デュー・デリジェンス、および④免責条項について、次のようなもの挙げている<sup>(69)</sup>。

①開示と一致しない行動 EXAMS スタッフは、顧客または投資家に対する重要な開示に従って行為することを怠っているものとして、次のようなものを挙げる。

(i) プライベート・ファンド・アドバイザーが、リミテッド・パートナー諮問委員会(Limited Partner Advisory Committee [LPAC])あるいは諮問委員会(Advisory Committee)の利用に関する、そのリミテッド・パートナーシップ契約、運営合意、サイドレターまたはその他のファンドの開示において記述されている慣行に従わず、一定の利益相反取引に関する当該諮問委員会の検討およびその同意を得ることを怠ったこと

(ii) コミットメント期間経過後(Post-Commitment Period)にリミテッド・パートナーの資本コミットメントの割合に基づき管理費用を計算する慣行に従うことを怠ったこと

(iii) ファンドの開示にける投資制限に従わなかったことなど

②パフォーマンスおよびマーケティングに関する開示 EXAMS スタッフは、投資顧問法規則206(4)-8<sup>(70)</sup>および同法規則204-2(a)(16)<sup>(71)</sup>に違反すると思われるものを挙げる。

(i) プライベート・ファンド・アドバイザーが、その実績についての不正確または誤解させる重要な開示を提供したこと

(ii) プライベート・ファンド・アドバイザーが、投資家に対して不正確

---

(69) The Division of Examinations, Risk Alert, Observations from Examinations of Private Fund Advisers (January 27, 2022), <https://www.sec.gov/files/private-fund-risk-alert-pt-2.pdf>.

(70) 17 C.F.R. § 275.206 (4)-8 (West 2007) (プールされた投資ビークル).

(71) 17 C.F.R. § 275.204-2 (a) (16) (West 2023) (投資顧問により維持される帳簿および記録).

なパフォーマンス計算を提示したこと

③デュー・デリジェンス

(i) アドバイザーが、その方針および手続に従って、投資の合理的な調査を実施しなかったこと

(ii) アドバイザーが、投資のデュー・デリジェンスに関して合理的に立案された方針および手続を維持しているようには思われないこと

④免責条項 EXAMS スタッフにより、投資顧問法の信任義務を放棄または制限することを意味する文書中の潜在的に誤解させる免責条項 (hedge clauses) は、投資顧問法206条<sup>(72)</sup> および同法215条<sup>(73)</sup> と相反すると考えられる。

(カ) SEC の Division of Examinations によるリスク・アラート SEC の Division of Examinations (EXAMS [審査部門]) は、2022年4月、投資顧問、投資家およびその他の市場参加者に、①投資顧問法204A 条<sup>(74)</sup> および②同法規則204A-1<sup>(75)</sup> に関してスタッフが挙げた顕著な欠陥を提供するために、リスク・アラートを発表した<sup>(76)</sup>。

①投資顧問法204A 条に関するコンプライアンス問題 EXAMS スタッフは、投資顧問法204A 条と関連した欠陥または弱点の例として、次のようなものを挙げる。

(i) アドバイザーが、非伝統的な情報源 (代替データ [alternative data])<sup>(77)</sup> からデータを利用しているが、代替データ源を通して重要な非公開情報 (MNPI) の受領および利用についての潜在的なリスクに対処するた

---

(72) 15 U.S.C.A. § 80b-6 (West 2010) (禁止取引).

(73) 15 U.S.C.A. § 80b-15 (West 1940) (契約の効力).

(74) 15 U.S.C.A. § 80b-4a (West 1998) (非公開情報の悪用防止).

(75) 17 C.F.R. § 275. 204A-1 (West 2017) (投資顧問倫理コード).

(76) The Division of Examinations, Risk Alert, Investment Adviser MNPI Compliance Issues (April 26, 2022), <https://www.sec.gov/files/code-ethics-risk-alert.pdf>.

めに合理的に立案された書面の方針および手続を採用または実施をしているようには思われないうこと

(ii) アドバイザーが、公開会社の役員もしくは取締役、資産管理企業の本人もしくはポートフォリオ・マネージャ、および投資銀行を含めた、非公開情報を持つことが多い投資家(または機関投資家の場合には中心人物)(いわゆる付加価値投資家)<sup>(78)</sup>に関する適切な方針および手続を有していなかったか、または実施しているとは思われなかったこと

(iii) アドバイザーが、専門家ネットワーク<sup>(79)</sup>のコンサルタントとの議論に関する適切な方針および手続を有していなかったか、または実施しているとは思われなかったこと

②倫理コード規則に関するコンプライアンス問題 EXAMS スタッフは、倫理コード規則に関連した欠陥の例として、次のようなものを挙げる。

(i) アドバイザーが、倫理コード規則に従って、アクセス者(access persons)<sup>(80)</sup>としての従業員を認定して監督しなかったこと

(ii) アドバイザーが、新規株式公開または限定募集において持分を取得する前に、事前の承認を得ることをアクセス者に要求する規定を倫理コードに含めなかったこと

(iii) アクセス者の個人的な証券取引および証券保有について要求される

---

(77) 代替データ(Alternative Data)とは、伝統的な財務諸表、会社提出書類およびプレス・リリースの範囲を超えて、財務分析において利用されることが多い多様な種類の情報をいう(必ずしも重要な非公開情報ではなく、ソーシャルメディア、消費者の携帯電話からのEメール・データなどから寄せ集められた情報を含む)。Division of Examinations, *supra* note 76, at 2, n.9.

(78) 付加価値投資家(Value-Add Investor)とは、重要な非公開情報を有する可能性のある会社役員また金融専門の投資家である顧客またはファンド投資家をいう。Division of Examinations, *supra* note 76, at 3, n.10.

(79) 専門家ネットワーク(Expert Network)とは、専門の情報およびリサーチ・サービスに対して支払われる専門家のグループをいう。Division of Examinations, *supra* note 76, at 3, n.11.

報告に関して欠陥があること

(iv) 被監督者<sup>(81)</sup> が倫理コードの写しを提供されなかったこと、または、当該コードもしくは修正の受領についての書面の承認を提供しなかったこと

(キ) SEC の Division of Examinations (EXAMS [審査部門]) による 2023年の優先事項 EXAMS は、毎年、投資家に潜在的なリスクを生じさせると考える分野および合衆国の資本市場の健全性を含めて、リスクに基づくアプローチの洞察を提供するために、審査の優先事項を公表している<sup>(82)</sup>。EXAMS は、長年の指針として、①コンプライアンスの推進、②詐欺の防止、③リスクの監視および④方針の啓発という四つの柱を掲げ<sup>(83)</sup>、2023年の優先事項を発表している。そのプレスリリースは、2023年の優先事項の中で、次のような事項を選んで概略的に紹介している<sup>(84)</sup>。

①新しい投資顧問および投資会社規則 EXAMS は、新しいマーケティ

---

(80) アクセス者 (access persons) とは、投資顧問規則204A-1 (e) (1) によれば、(i) 投資顧問の被監督者で、(A) 顧客の証券の購入もしくは売却に関する非公開情報、または報告可能なファンドのポートフォリオ保有に関する非公開情報にアクセスできる者、または (B) 顧客に対する証券の推奨をすることに関与している者、もしくは非公開である当該推奨にアクセスできる者を意味し、(ii) 投資助言の提供が投資顧問の主な業務である場合には、投資顧問の取締役、役員およびパートナーの全部がアクセス者であると推定される。17 C.F.R. § 275.204A-1 (e) (1) (West 2017)。

(81) 「被監督者」(supervised person) とは、投資顧問法202条 (a) 項 (25) 号の定義により、投資顧問のパートナー、役員、取締役 (または同様の地位を占める他の者、もしくは同様の職務を遂行する他の者)、もしくは従業員、または投資顧問に代わって投資助言を提供し、当該投資顧問の監督および支配に服する他の者を意味する。5 U.S.C.A. § 80b-2 (West 2010)。

(82) See, e.g., SEC Division of Examinations, 2022 EXAMINATION PRIORITIES, <https://www.sec.gov/files/2022-exam-priorities.pdf>; Division of Examinations, 2021 Examination Priorities, <https://www.sec.gov/files/2021-exam-priorities.pdf>; Office of Compliance Inspections and Examinations, 2020 EXAMINATION PRIORITIES <https://www.sec.gov/files/national-examination-program-priorities-2020.pdf>。

(83) SEC Division of Examinations, 2023 EXAMINATION PRIORITIES, <https://www.sec.gov/files/2023-exam-priorities.pdf>, at 1.

ング規則<sup>(85)</sup>に焦点を置いて、登録投資顧問が当該顧問およびその被監督者による新規則の違反を防止するために合理的に立案される書面の方針および手続を採用および実施したかどうか、および当該顧問が実体的要件に従っているかどうかに焦点を置く。また、デリバティブ規則<sup>(86)</sup>および公正評価規則<sup>(87)</sup>を含めた、投資会社に適用される新しい規則にも焦点を置く。

②プライベート・ファンドに対する投資顧問 EXAMSは、投資顧問の信任義務を含めた、投資顧問法の下での問題を検討し、コンプライアンス・プログラム、手数料および費用、カストディ(保管)、新しいマーケティング規則、利益相反、代替データの利用に焦点を置くこと含めた、リスクを評価する。また、プライベート・ファンド・アドバイザーのポートフォリオ戦略、リスク管理、並びに投資の推奨および配分についても、これらの分野に関する利益相反および開示に焦点を置いて、検討する。その上、登録投資顧問から、レバレッジの高いプライベート・ファンドおよび事業開発会社とサイド・バイ・サイド(side-by-side)<sup>(88)</sup>で運営されるプライベート・ファン

---

(84) SEC Division of Examinations Announces 2023 Priorities, <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-24> (公表されている優先事項は、EXAMSの審査、リスク・アラートおよびアウトリーチ(outreach [広報・周知活動])におけるその審査部門の重点分野について網羅的ではなく、また、審査の範囲は、組織体の履歴、運用、サービス、提供される成果およびその他のリスク要因の分析を含む)。

(85) 投資顧問法規則206(4)-1(17 C.F.R. § 275.206(4)-1 (West 2022) (投資顧問マーケティング))。

(86) 投資会社法規則18f-4(17 C.F.R. § 270.18f-4 (West 2022) (一定の先順位証券(senior securities)取引についての投資会社法18条[投資会社の資本構成]および61条[資本構成]の要件の免除)

(87) 投資会社法規則2a-5(17 C.F.R. § 270.2a-5 (West 2021) (公正価値の決定および容易に利用可能な市場相場)。

(88) サイド・バイ・サイド(side-by-side)とは、投資顧問が異なる構造(ヘッジ・ファンド、登録投資会社、機関投資家口座など)を持つ複数の口座を管理する場合であり、例えば、ヘッジ・ファンドが他の種類の口座と「並んで(side-by-side)」管理される場合、利益相反が発生する可能性がある。See, e. g., Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 45, § 6: 49.

ドを含めた、特定のリスク特性を持ったプライベート・ファンドに対する当該投資顧問に焦点を置く。

③個人投資家および勤労者世帯 EXAMS は、個人投資家 (retail investors) および勤労者世帯 (working families) が最善の利益のために推奨および助言を受け取ることを確実にするために、ブローカー・ディーラーおよび登録投資顧問に関する行動基準の問題に取り組むことを継続する。特に、これらに審査は、「レギュレーション最善利益」<sup>(89)</sup> および投資顧問法の受任者基準の下で、登録者が個人投資家の最善の利益のために行動し、個人投資家の利益よりも登録者自身の利益を優先しない義務を、どのように履行しているかに焦点を置く。審査は、投資オルタナティブの検討、利益相反の管理、並びに投資目標および口座特性の考慮に関する業務の評価を含む。

④環境・社会およびガバナンス (ESG) EXAMS は、ファンドがその開示に示されている方法で運営しているかどうかを含めた、ESG 関連の助言サービスおよびファンドの募集に焦点を置くことを継続する。それに加えて、EXAMS は、ESG 成果が適切に明示されているか、個人投資家に対する当該成果の推奨が投資家の最善の利益に合致してなされているかどうかを評価する。

⑤情報セキュリティおよびオペレーショナル・レジリエンス (Operational Resiliency [業務の復元力]) EXAMS は、ミッション・クリティカル (mission-critical [業務遂行上必須の]) のサービスに対する中断を防止し、また、投資家の情報、記録および資産を保護するために、ブローカー・ディーラー、登録投資顧問およびその他の登録者の慣行を審査する。ブローカー・ディーラーおよび登録投資顧問の審査は、第三者の成果およびサービスのセキュリティおよび完全性への登録者の認識可能性、および第三者の

---

(89) 17 C.F.R. § 240.15l-1 (2019) (Regulation Best Interest [レギュレーション最善利益])。)

ロバイダー (providers [接続業者]) の認められない利用があったかどうかを含む、第三のベンダー (vendors [業者]) の利用に関連するサイバーセキュリティ (cybersecurity) の問題に焦点を置く。

⑥新興のテクノロジーおよび暗号資産 EXAMS は、コンプライアンスおよびマーケティングの要求を満たし、投資家の口座にサービスを提供するためのテクノロジー・オンライン・ソリューション (technological and on-line solutions) を含む、新興の金融テクノロジーを利用しているか、または新しい慣行を使用しているブローカー・ディーラーおよび登録投資顧問の審査を実施する。登録者の審査は、暗号または暗号関連資産 (crypto-related assets) における取引に関する申込、販売、推奨または助言に焦点を置いており、また、その審査は、当該企業が⑦推奨、照会または投資助言を提供するときに、登録者の各々の注意の基準を満たし、その基準に従っているかどうか、⑧登録者のコンプライアンス、開示およびリスク管理の慣行を定例的に再検討・更新および強化しているかどうかを含む。

### (3) 原因検査および一掃検査

(ア) 原因検査 SEC の審査部門が、連邦証券法に違反していると考えられる理由がある場合に、原因検査 (cause inspections) が実施される。原因検査は、顧客の苦情の手紙、他の規制当局から適用された情報、トラブルの噂、新聞報道などにより引き起こされ、また、ほとんどの場合、予告なしに実施される<sup>(90)</sup>。

(イ) 一掃検査 SEC の審査部門は、定期検査および原因検査に加えて、

---

(90) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 45, § 3.86 (SEC は、そのウェブサイト (<http://www.sec.gov>) に苦情センターを設けており、投資家およびその他の者が電子的にまたは紙の形式において SEC に苦情を提出することを可能にしている) ;Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § 10.5; Haas and Howard, *supra* note 45, at 347.

発生するリスクの程度を定めるために、一掃検査 (sweep inspections) を実施する。一掃検査は、特定された地理的領域の多くの投資顧問のリスク状況、または投資顧問の特定の活動もしくはコンプライアンス領域に焦点を置いている。これにより、SEC スタッフは、特定のリスクをより良く理解することができ、規制による解決策が要求されるかどうかを決定することができる<sup>(91)</sup>。

#### (4) SEC 審査の一般的なプロセスおよび検査の結果

(ア) 一般的なプロセス SEC のスタッフは、慣例の三つの段階として、投資顧問の事務所に到着する前にその訪問の準備、投資顧問の事務所での現地審査 (on site examination)、および現地での審査後の評価を実施する<sup>(92)</sup>。

①訪問前の準備 一般的に、訪問前の準備の段階には、次のようなものが含まれる<sup>(93)</sup>。

(i) 投資顧問およびそのサービス、並びにその開示および運営履歴の予備的な理解を得るために、投資顧問のフォーム ADV およびその他の SEC 提出書類の写しを検討すること

(ii) 投資顧問の関係の可能性のある従業員の懲戒措置または新たな事件に関する情報に対する自動化されたデータベースを検索すること

---

(91) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 45, § 3:87 (投資顧問のグローバルの増大で、投資顧問の本社オフィスの検査に加えて、多様な規制当局が複数の国の投資顧問のオフィスを同時に検査する可能性がある) ;Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § 10:6 (Risk Assessment Database for Analysis and Reporting (RADAR) (分析および報告のためのリスク評価データベース) のソフトウェアにより、審査部門の審査者は、審査中に観察されるリスクを認定し、そのようなリスクの発生の確率および潜在的な影響を評価し、可能な解決策を提案することができる) ; Haas and Howard, *supra* note 45, at 347.

(92) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § § 10:4, 10:7; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 45, § 3:88; Haas and Howard, *supra* note 45, at 344-352.

(93) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § 10:7; Haas and Howard, *supra* note 45, at 344.



(iii) 潜在的な問題領域を認定し、フォローアップ検査のための論点に注意するために、以前の検査の結果、特に過去の欠陥レターを読み取ること

(iv) 投資顧問に関して SEC の受け取った苦情を検討すること

(v) 文書要求リストの作成および送付

②現地審査 SEC の現地審査では、一般的に審査部門の審査者と CEO (Chief Executive Officer)、社長、CCO (Chief Compliance Officer)、または投資顧問の運営のために全体的な責任を負う他の者との間の面接で始まる<sup>(94)</sup>。この面接の目的は、第一に、面接により、審査部門の審査者は、投資顧問の構造、顧客、従業員を含めて、投資顧問をより一層完全に理解することができることである。第二に、その面接により、審査チームは、上級経営陣が健全なコンプライアンス・プログラムを維持するその責任をどのように重大視しているかを判断することができることである<sup>(95)</sup>。

上級経営陣との最初の面接の後に、審査部門の審査者は投資顧問の運営の多様な分野を検査するものとして、次のようなものが挙げられる<sup>(96)</sup>。

(i) 審査者が、投資顧問の帳簿および記録が適切に維持されていることを確実にするために、それらの帳簿および記録を無作為に抽出すること

(ii) 審査者が、投資顧問の契約が規制の要件に従っていることを確実にするために、投資顧問の顧客との契約を確かめることを明確に要求すること

(iii) 審査者が、異常な取引パターンを探して多様な検査を実施するように、投資顧問のコンピューターから取引データのダウンロードを要求すること

③審査後の評価 現地審査は、一般的に、審査部門の試験部門の審査

---

(94) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § 10:11; Haas and Howard, *supra* note 45, at 344.

(95) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § 10:11.

(96) *Id.* § 10:12.

チームが投資顧問の上級経営陣またはファンド・マネージャなどとの簡単な要約会議を行うことで終了することになるが、このような出口面接（exit interviews）の実施は、一般的な調査結果や潜在的な違反について議論することができ、審査中に特定された問題に対処するための是正措置の迅速な実施を確実にするのに役立つことになる<sup>(97)</sup>。

現地審査後、SEC オフィスにおいて、通常、SEC のスタッフは、審査で受け取った情報と投資顧問に要求したフォローアップの分析を実施し、全ての分析が完了したら、審査チームは、彼らの判断を要約し、審査中に指摘された欠陥の説明および裏付け文書の添付書類を含む「審査報告書」（Report of Examination）を作成する<sup>(98)</sup>。審査部門は、一般的に、現地審査の完了または要求された全ての文書を受領から180日以内に、審査結果を企業に交付する<sup>(99)</sup>。

（イ）検査の結果 SEC の審査部門の審査者が投資顧問による違反を見出さない場合、その違反を見出した場合、または重大な違反を見出した場合

---

(97) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § 10:13; Lemke, Lins, Hoenig, andube, *supra* note 45, § 3:88.

(98) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § 10:14; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 45, § 3:88 (SEC の審査者は、現地審査の終了後、120日以内に審査全体を終了しようと努めるといわれる)；Haas and Howard, *supra* note 45, at 345.

(99) 証券取引所法4E条 (15 U.S.C.A. § 78d-5 (West 2010) [執行調査並びにコンプライアンス審査および検査を完了するための締切期限 (原則180日以内)])；Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § 10:14, 10:15. なお、SEC に提供された情報が情報自由法 (Freedom of Information Act [FOIA] (5 U.S.C.A. § 552 [West 2016])) の下で、企業秘密、個人のプライバシーなどの適用除外事項により公衆に公開されることから保護されるという保証を受けることができることから、投資顧問は、SEC に提供された情報は FOIA により機密保持されることを書面で明記されるべきである。Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § 10:24; Haas and Howard, *supra* note 45, at 345. なお、投資顧問が顧客または投資家と情報を共有せざるをえないときは、顧客等と機密保持契約をすとか、顧客等がその表示される情報の写しの作成または保持を認めないことなどにより、制限的な方法での共有をすることがしばしば行われるといわれる。Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 45, § 3:88

に応じて、次のような対応がなされる<sup>(100)</sup>。

①違反が見出されない場合 SECの検査者が投資顧問による違反を見出さない場合、何らの措置も取られず、SECのスタッフが「更なる措置なし」の書状(no further action letter)を送付する。

②違反が見出される場合 SECの検査者が投資顧問法その他の連邦証券法の違反またはその違反の可能性を見出した場合、投資顧問に「不備」を指摘する書状(deficiency letter)が送付される。この書状には、ある程度特定して問題を認定し、投資顧問に是正処置を取り、当該投資顧問の意図した措置を説明して回答することを要求する。この場合、投資顧問は、一般的に、その書状の受領後30日以内に回答することを期待される<sup>(101)</sup>。また、審査中にSECの審査部により認定された主要な不備ないし欠陥については、全国審査プログラム(National Examination Program (NEP))のリスクアラート(risk alert)が発行される<sup>(102)</sup>。

③執行部門への付託 SECの検査者が重大なまたは極めて悪質な違反を見出した場合、審査部門は当該問題を執行部門(Division of Enforcement)に付託(referral)する。SECスタッフが執行部門への付託を行う際に考慮する要因には、投資家に対する重大な損害の可能性、マネージャーまたはその従業員が違反によって利益を得たかどうか、詐欺の発生、信任義務違反の発生、意図的な違反、投資顧問の監督手続の妥当性などが含まれる<sup>(103)</sup>。

上記の三つの対応の中で、割合として、投資顧問の審査が上記①および③

---

(100) Landa, Rowland and Hong, supra note 45, § § 10:15, 10:16, 10:17; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 45, § 3:88; Haas and Howard, supra note 45, at 346-347.

(101) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 45, § 3:88; Haas and Howard, supra note 45, at 346.

(102) Landa, Rowland and Hong, supra note 45, § 10:16.

(103) Landa, Rowland and Hong, supra note 45, § 10:17; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 45, § 3:88.

の対応は比較的になく、上記②の不備を指摘する書状の割合が多いといわれる<sup>(104)</sup>。なお、連邦証券法の潜在的な違反の調査の際に、SECの執行部門のスタッフのために参照されるものとして、「執行マニュアル」(Enforcement Manual)が公表されている<sup>(105)</sup>。

## 4 法令執行および制裁

### (1) 投資顧問法の執行

(ア) 調査 投資顧問法209条(a)項により、SECは、告発その他の方法に基づき、投資顧問法の規定、または同法の委任の下で規定された規則もしくはレギュレーションの規定が違反され、または違反されるおそれがあると思われるときは、SECの裁量により、その違反する者に、宣誓またはその他の方法により、当該違反に関連する全ての事実および状況に関して、書面での陳述をSECに提出することを要求し、また、少なくとも当該陳述の提出を許可するべきであり、さらに、その他の方法で当該事実および状況の全てを調査(investigation)することができる<sup>(106)</sup>。

投資顧問法209条(b)項では、同法による調査または手続の目的のために、SECのメンバーまたはSECによって指名されたSECの役員は、宣誓および確約の管理、証人の召喚、彼らの出席の強制、証拠の収集、調査に関連するまたは重要な本、論文、通信、覚書、契約、合意、またはその他の記録の作成を要求する権限を与えられる<sup>(107)</sup>。この調査は、SECの執行部門により

---

(104) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 45, § § 10:16, 10:17; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 45, § 3:88; Haas and Howard, *supra* note 45, at 346-347 (全ての検査の対応の中で①の場合が15パーセント、②の場合が80パーセント、③の場合が5パーセントと述べる)。

(105) SEC Division of Enforcement, Enforcement Manual (November 28, 2017) <https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>.

(106) 15 U.S.C.A. § 80b-9 (a) (West 2010).

行われ、調査チームに与えられた権限は広範なものである<sup>(108)</sup>。

(イ) 投資顧問に対する譴責・活動制限または停止および登録取消 投資顧問法203条(e)項により、SECは、通知および聴聞のための機会の後の記録に基づき、投資顧問の譴責、活動、機能もしくは運営の制限の設定、12ヶ月を超えない期間の停止、またはその取消が公益に合致すること、かつ、当該投資顧問またはその投資顧問に係る者(当該関係者となる前か後であるかを問わない)が次に掲げる(i)から(ix)に該当すると認定する場合に、SECは、命令により、当該譴責、活動、機能もしくは運営の制限の設定、停止または当該投資顧問の登録の取消を行わなければならない<sup>(109)</sup>。

(i) 投資顧問法によりSECへの提出が要求される登録もしくは報告の申請、または登録に関するSECの面前での手続において、重要な事実に関して虚偽または誤解を招くような陳述を故意に行ったこと、または、当該申請において陳述されるべき重要な事実を陳述することを省略したこと

(ii) 登録申請の提出前10年以内、または提出後いつでも、一定の犯罪<sup>(110)</sup>についてSECが認定する、重罪(felony)もしくは軽罪(misdemeanor)、または適格の管轄権を有する外国の裁判所による実質的に同等の犯罪で有罪と判決されたこと

(iii) 登録申請の提出の日付前10年の期間、またはその後いつでも、(A) 1年以上の拘禁刑(imprisonment)により罰せられる犯罪であって、上記(ii)に記載されていないもの、または(B)管轄権を有する外国の裁判所による実質的に同等の犯罪について、有罪と判決されたこと

---

(107) Id. § 80b-9 (b) (そのような証人の出席および記録の提出は、州もしくは準州の場所、または合衆国の管轄下にあるその他の場所から、指定された聴聞の場所で要求されることがある)。

(108) Haas and Howard, *supra* note 45, at 353.

(109) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (e) (West 2019).

(110) Id. § 80b-3 (e) (2) (A) (B) (C) (D) において、一定の犯罪が列挙されている。

(iv) 広範囲の金融業界において活動<sup>(111)</sup> もしくは慣行の継続することから、適格の管轄を有する外国の裁判所を含む管轄裁判所の命令または判決により、永久にまたは一時的に差し止められること

(v) 連邦証券法または同等の制定法<sup>(112)</sup> の規定に故意に違反したか、または当該規定に従うことができないこと

(vi) 連邦証券法または同等の制定法<sup>(113)</sup> の規定についての違反を、故意に幫助、教唆、助言、命令、誘導または周旋したこと、または、当該違反を犯した他の者が自己の監督下にある場合、当該制定法、規則およびレギュレーションの規定の違反を防止する目的で、当該他者を合理的に監督することを怠ったこと<sup>(114)</sup>。

(vii) 投資顧問に関係する者の権利を禁止または停止する SEC の命令に服すること

(viii) 外国の金融規制当局により、上記 (i) から (vii) に記載されたも

---

(111) 広範囲の金融業界における活動について、投資顧問法203条 (e) 項 (4) 号は、投資顧問、引受人、ブローカー、ディーラー、名義書換代理人、信用格付け機関、これらのものと実質的に同等の職務を果たす外国の者、または商品取引所法もしくは実質的に同等の制定法ないしレギュレーションにより登録されることを要求される組織体 (entity) または者 (person) として行動すること、または、投資会社、銀行、保険会社、これらのものと実質的に同等の外国の組織体、もしくは商品取引所法あるいは実質的に同等の制定法ないしレギュレーションにより登録されることを要求される組織体または者として行動すること、または、当該活動に関連してもしくは証券の購入ないし売却に関連して、行動もしくは慣行に従事すること、あるいはその行動もしくは慣行を継続することを規定する。15 U.S.C.A. § 80b-3 (e) (4) (West 2019).

(112) 連邦証券法または同等の制定法について、投資顧問法203条 (e) 項 (5) 号は、1933年証券法、1934年証券取引所法、投資会社法、投資顧問法、商品取引所法、または当該制定法による規則ないしレギュレーション、または地方証券規則制定委員会 (Municipal Securities Rulemaking Board) の規則を規定する。Id. § 80b-3 (e) (5).

(113) 連邦証券法または同等の制定法について、投資顧問法203条 (e) 項 (6) 号は、1933年証券法、1934年証券取引所法、投資会社法、投資顧問法、商品取引所法、当該制定法による規則もしくはレギュレーション、または地方証券規則制定委員会の規則を規定する。Id. § 80b-3 (e) (6).

のと同等の行為に従事したと認められる場合<sup>(115)</sup>

(ix) 州の証券法規制に違反する場合<sup>(116)</sup>

(ウ) 投資顧問との関係の禁止または停止 投資顧問法203条(f)項において、SECは、命令により、下記の場合、投資顧問との関係者もしくは関係者となろうとする者、または申し立てられた不正行為の時に投資顧問との関係者もしくは関係者となろうとする者を譴責し、その者の活動に制限を設け、または、投資顧問、ブローカー、ディーラー、名義書換代理人もしくは

---

(114) ただし、次のような場合には、上記(vi)の目的のために、いかなる者も、合理的に監督することを怠ったとはみなされない。(A) 確立された手続、および当該手続を適用するための制度が存在し、その制度が、可能な限り、当該他の者による当該違反を防止および検出することを合理的に期待されること、かつ、(B) そのような者は、当該手続および制度が遵守されていないと信じる合理的な根拠がなく、当該手続および制度を理由として、その者に課せられた義務および責務を合理的に果たした場合である。Id. § 80b-3 (e) (6) (A) (B).

(115) 投資顧問法203条(e)項(8)号は、上記の(i)から(vii)に記載されたものと同等の行為に従事したと認められる場合として、次の場合を規定する。

(A) 外国の証券当局に提出されることを要求される登録または報告の申請または手続において、重要な事実に関して虚偽または誤解を招く陳述、または陳述が求められる重要な事実の記載を省略したこと

(B) 証券取引または商品先物取引に関する外国の制定法または規制に違反したこと

(C) 証券取引または商品先物取引に関する外国の制定法または規制について、他の者による違反を、幫助、教唆、助言、命令、誘導または周旋したこと、または、外国金融規制当局によって、制定法の規定およびそれによる規則およびレギュレーションの違反を防止する目的で、当該違反を犯した他の者が自己の監督下にある場合、当該他の者を合理的に監督することを怠ったと認められたこと (Id. § 80b-3 (e) (8) (A) (B) (C))

(116) 投資顧問法203条(e)項(9)号は、州証券委員会(または同様の機能を果たす機関または役員)、銀行、貯蓄組合、または信用組合を監督または調査する州当局、州保険委員会(または同様の機能を果たす機関または役員)、適切な連邦銀行機関(12 U.S.C.A. § 1813 (q) (West 2011)〔定義〕)または全国信用組合管理局(National Credit Union Administration)の次のような最終命令(final order)に服することを規定する。

(A) 当該の者が、当該委員会、当局、機関または役員によって規制されている組織体との関係、または、証券、保険、銀行、貯蓄組合の活動、または信用組合の活動の事業に従事することを禁止すること、または、(B) 詐欺的、操作的、もしくは欺瞞的な行為を禁止する法律または規制の違反に基づく最終命令を構成すること (Id. § 80b-3 (e) (9) (A) (B))

は全国的に認知された統計格付機関 (nationally recognized statistical ratings organization) との関係者となろうとする者を12ヶ月を超えない期間停止し、またはそのような者との関係者となることを禁止しなければならない<sup>(117)</sup>。すなわち、そのような譴責、制限の設定、停止または禁止が公益に合致するものであること、および、そのような者が本条 (e) 項の (1) 号、(5) 号、(6) 号、(8) 号または (9) 号に列挙された作為または不作為を犯したかまたは省略したか、もしくは (f) 項による手続きの開始の10年以内に (e) 項の (2) 号あるいは (3) 号において明記された犯罪について有罪と決定されたか、または (e) 項の (4) 号において明記された行動、行為または慣行を差止められていることを、SEC が、通知および聴聞の機会の後の記録に基づいて認定する場合に、投資顧問との関係について、譴責、制限の設定、停止または禁止がなされる<sup>(118)</sup>。

いかなる者も、その者に関してその者が投資顧問との関係者となることを停止または禁止する命令が効力を有しているとき、SEC の同意なしに故意に投資顧問との関係者になりまたは関係者であることは違法であり、また、ある者が SEC の同意なしに投資顧問との関係者となることもしくは関係者にとどまることをその投資顧問が認めることは、当該投資顧問が当該命令について知っていたか、あるいは合理的な注意を払う際に知るべきであった場合に、違法である<sup>(119)</sup>。

## (2) 行政手続における金銭的制裁

(ア) SEC の権限 投資顧問法203条 (i) 項において、いかなる者に対しても投資顧問法203条 (e) 項または (f) 項に従って開始された手続にお

---

(117) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (f) (West 2019).

(118) Id.

(119) Id.



いて、SECが、聴聞のための通知および機会の後の記録に基づいて、民事的制裁が公益に合致し、かつ、その者が次に掲げることを行ったと認定する場合、SECは、民事的制裁を課することができる<sup>(120)</sup>。

①1933年証券法、1934年証券取引所法、投資会社法、投資顧問法またはそれらによる規則またはレギュレーションのいずれかの規定に故意に違反したこと

②他の者によるそのような違反を、故意に幫助し、教唆し、助言し、命令し、誘導し、または周旋したこと

③投資顧問法によりSECに提出されることを要求される登録もしくは報告のための申請において、または登録に関するSECの前での手続において、その時点で、かつ、陳述がされた状況に照らして、重要な事実に関して虚偽もしくは誤解を招いたその陳述が、故意に行われたか、もしくは行われことを引き起こしたこと、または当該申請もしくは報告において陳述されることを要求される重要な事実をその申請もしくは報告において陳述することを省略したこと

④投資顧問法203条(e)項(6)号の意味の範囲で、投資顧問法および同法の下での規則およびレギュレーションの規定についての違反を防止する目的で、そのような違反を犯した他の者がある者の監督に服する場合、当該他の者を合理的に監督することを怠ったこと

(イ) 排除措置手続 　いかなる者に対しても投資顧問法203条(k)項(Cease-and-desist proceedings [排除措置手続])に従って開始された手続において、SECは、聴聞のための通知および機会の後、記録に基づき、当該者が次の①または②を認定した場合、民事制裁を課することができる<sup>(121)</sup>。

①投資顧問法の規定、または同法により発布された規則またはレギュレー

---

(120) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (i) (1) (A) (West 2019).

(121) Id. § 80b-3 (i) (1) (B).

ションに違反しているか、または違反したこと

②投資顧問法の規定、または同法により発布された規則またはレギュレーションの違反の原因であるか、または違反の原因であったこと

(ウ) 制裁の最高額 制裁の最高額について、三段階に分けて規定する<sup>(122)</sup>。

①第1段階 投資顧問法203条 (i) 項 (1) 号に規定される各行為または不作為に対する制裁の最高額は、自然人については5,000ドル、その他の者については50,000ドルである。

②第2段階 上記①にかかわらず、当該各行為または不作為に対する制裁の最高額は、同項 (1) に規定される行為または不作為が詐欺、欺瞞、相場操縦、または規制要件の意図的もしくは意に介さない無視を伴う場合、自然人について50,000ドル、その他の者について250,000ドルである。

③第3段階 上記①および②にかかわらず、当該各行為または不作為に対する制裁の最高額は、次の場合、自然人については100,000ドル、その他の者については500,000ドルである。すなわち、(i) 投資顧問法203条 (i) 項 (1) 号に記載されている行為または不作為が、詐欺、欺瞞、相場操縦、または規制要件の意図的もしくは意に介さない無視に関係していた場合で、かつ、(ii) 当該行為もしくは不作為が、直接的もしくは間接的に重大な損失の結果となり、または他の者に重大な損失について重大な危険を引き起こし、または行為もしくは不作為を犯した者に実質的な金銭的利益の結果となった場合である。

(エ) 公益の決定 投資顧問法203条により、制裁が公益に合致するかどうかを考慮する際に、SECは、次のことを考慮することができる<sup>(123)</sup>。

①当該制裁が評価される行為または不作為が、詐欺、欺瞞、相場操縦また

---

(122) Id. § 80b-3 (i) (2).

(123) Id. § 80b-3 (i) (3).

は規制要件の意図的もしくは意に介さない無視に関係しているかどうか

②当該作為または不作為から結果として直接的もしくは間接的に生じる他の者に対する損害

③当該行動によって損害を受けた者に対してなされた原状回復を考慮して、ある者が不当に利得した程度

④当該の者が、以前に、SEC、その他の適切な規制機関または自主規制機関によって、連邦証券法、州証券法または自主規制機関の規則に違反したことを認定されたかどうか、管轄権を有する裁判所によって当該法律または規則の違反を差し止められたかどうか、または、管轄権を有する裁判所によって当該法律の違反または投資顧問法203条(e)項(2)号に規定される重罪または軽罪について有罪判決を受けたかどうか

⑤当該の者およびその他の者が当該行為または不作為を行うことを抑止する必要性

⑥裁判官が要求する可能性のあるその他の事項

(オ) 支払能力に関する証拠 SECが投資顧問法203条により制裁を課す手続において、被申立人は、被申立人が当該制裁を支払う能力の証拠を提示することができる<sup>(124)</sup>。SECは、その裁量において、当該制裁が公益に合致するかどうかを決定する際に、当該証拠を考慮することができる。当該証拠は、その者の資産およびその者の資産の額に対する合衆国または第三者の他の請求を考慮に入れて、その者の事業において継続する能力の程度および制裁の徴収可能性に関係するものである<sup>(125)</sup>。

### (3) 刑事上の罰則

投資顧問法217条により、投資顧問法の規定、または同法の委任の下で

---

(124) Id. § 80b-3 (i) (4).

(125) Id.

SECにより公布された規則、レギュレーションもしくは命令に故意に違反する者は、有罪判決（conviction）に基づき、10,000ドル以下の罰金（fine）、5年以下の拘禁刑（imprison）または、これを併科すると規定される<sup>(126)</sup>。SECは刑事事件を訴追することができず、司法長官（Attorney General）が、その裁量により、刑事事件の訴追を行うことになる<sup>(127)</sup>。

## 5 結び

投資顧問が投資顧問法により作成を要求される記録および報告は、SECが公益のためまたは投資家の保護のために必要または適切なものとみなすとき、SECの代表者による合理的な定期審査、特別審査、またはその他の審査を受けなければならない。SECの審査部門が投資顧問に対するコンプライアンス検査を実施することになるが、その検査の種類として、一般的に投資顧問に対する現場での検査プログラムを実施する定期検査、SECの審査部門が連邦証券法に違反していると考えられる理由がある場合に実施される原因検査、および特定の領域のリスク状況に重点を置いてその認識と解決策のための一斉検査がある。

SECの審査部門による検査の結果、投資顧問による違反が見出されない場合は、何らの措置も取らない旨の書状が投資顧問に送付される。その違反が見出される場合、投資顧問に不備を指摘する書状が送付される。また、審査中にSECの審査部により認定された主要な不備ないし欠陥については、全国審査プログラム（NEP）のリスクアラートが発行される。さらに、SECの検査スタッフが重大なまたは極めて悪質な違反を見出した場合、審査部門は当該問題を執行部門に付託することになる。

SECは、その執行部門の調査を経て、投資顧問またはその関係者が法定

---

(126) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (i) (1) (A) (West 1975).

(127) Haas and Howard, *supra* note 45, at 364. 本稿・前掲注 (13) 参照。

の事項に違反することを認定した場合、投資顧問に対する譴責・活動制限または停止および登録取消、および投資顧問との関係者となることを禁止または停止をすることができる。さらに、SECは、投資顧問法において、いかなる者に対しても、民事的制裁が公益に合致し、その者が法定の事項に違反することを認定する場合、一定の金銭的制裁を課すことができる。さらに、投資顧問法の規定などに故意に違反する者は、一定額の罰金や拘禁などの刑罰を科されることになる。

ところで、SECは、一般的に、定期検査などを通して、認定したリスクの特定、リスク管理、欠陥、透明性の確保、コンプライアンスの管理責任などについて、従来、投資顧問を支援するための通知書の作成、SECスタッフによる講演、SECの審査部門によるコンプライアンス・トピックスの公表、登録投資顧問(集合的に「プライベート・ファンド・アドバイザー」という)の審査において一定のコンプライアンス問題の概要を提供するリスク・アラートの公開、SECの審査部門による各年度の優先事項の公表などを実施している。ちなみに、SECの審査部門による2023年の優先事項として、(i) 新しい投資顧問および投資会社規則の違反の防止の方針および手続、(ii) プライベート・ファンドに対する投資顧問の信任義務などの問題とリスク評価、(iii) 個人投資家および勤労者世帯のための登録投資顧問に関する行動基準の問題、(iv) 環境・社会およびガバナンス関連の助言サービスおよびファンドの募集、(v) 情報セキュリティおよびサイバーセキュリティ問題、(vi) 新興のテクノロジーおよび暗号資産の問題が挙げられている。

SECの審査部門は、長年の指針として、コンプライアンスの推進、詐欺の防止、リスクの監視、および方針の啓発という四つの柱を掲げている。このような観点から、SECが、投資顧問への支援の通知書、SECスタッフによる講演、SECの審査部門による公表、リスク・アラートの公開、各年度

の優先事項の公表などにより、投資顧問およびその関係者への啓発の促進、コンプライアンスの実践の向上に努めている。これらの取り組みは、わが国においても、非常に有益な示唆を得ることができるものとする。