

ヘッジ・ファンドの運営と法規制

畠田 公明*

- 1 はじめに
- 2 投資会社としてのヘッジ・ファンドの組織形態の選択
- 3 ヘッジ・ファンドのサービス・プロバイダーと戦略
- 4 投資顧問による運営
- 5 結び

1 はじめに

アメリカにおいて、1990年代頃からファンドの類型の一つであるヘッジ・ファンド (hedge fund) が増大してきていた。しかし、1998年に過度なレバレッジによる運営をしていた大規模ヘッジ・ファンドのロングターム・キャピタル・マネジメント (Long-Term Capital Management,L.P. [LTCM]) が破綻して、アメリカ内外の金融市場全体が破綻する危険にさらされることになった⁽¹⁾。これを契機として、1999年 Report of the President's Working Group⁽²⁾、2003年 Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission (SEC)⁽³⁾などの報告書が提出された。これらの報告書は、その後の連邦証券諸法の諸規定の改正に影響を及ぼし、2010年には Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act [いわ

*福岡大学法学部教授

ゆる米国金融規制改革法]。以下「ドッド＝フランク法」という⁽⁴⁾が制定されるに至っている。

ヘッジ・ファンドは、従来、1940年投資会社法（Investment Company Act）に基づくSECへの登録等の負担を少なくするために、除外規定を利用して、登録投資会社とならないようにすることが多い。また、1940年投資顧問法（Investment Adviser Act）でも、投資顧問（investment adviser）は、登録が免除される規定により、多くのヘッジ・ファンドはSECへの登録を回避していた。LTCMの破綻以後、金融システム全体に重大な影響を及ぼすことが問題とされ、SECなどにおいて検討が重ねられて、近年、登録・報告制度について改正がなされてきている。とりわけ、投資顧問について、近年の改正で、その従来の免除規定が削除され、以前の免除よりも狭めた方法で、新たな規制がなされている⁽⁵⁾。

(1) See, e.g., Report of the President's Working Group on Financial Markets, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, viii, 10-12 (April 1999), <https://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedgfund.pdf> (last visited Oct. 29, 2021) (以下「Report of the President's Working Group」という)。Linda Chatman Thomsen, Daniel M. Hawke, and Pauline E. Calande, Hedge Funds: An Enforcement Perspective, 39 Rutgers L.J. 541, 545-547 (2008); Ryan Sklar, Hedges or Thickets: Protecting Investors from Hedge Fund Managers' Conflicts of Interest, 77 Fordham L. Rev. 3251, 3258-3261 (2009); Jeffrey J. Haas and Steven R. Howard, Investment Adviser Regulation 6-7 (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』4頁-5頁 (弘文堂 2015) がある)。また、神作裕之 [責任編集] 資本市場研究会 [編] 『ファンド法制—ファンドをめぐる現状と規制上の諸問題—』2頁以下 (神作裕之) (資本市場研究会、2008)、拙稿「ヘッジ・ファンドにおける投資家等への情報開示としての登録・報告制度 — 米国証券諸法を中心として — 」福岡大学法学論叢67巻1号51頁 (2022) 参照。

(2) See Report of the President's Working Group, supra note 1.

(3) Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission, Implications of the Growth of Hedge Funds viii (Sept. 2003), <https://www.sec.gov/files/implications-growth-hedge-funds-09292003.pdf> (last visited Oct. 29, 2021) (以下「Staff Report」という)。

(4) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203, July 21, 2010, 124 Stat 1376.

ところで、ヘッジ・ファンドは、そのファンドの活動のほとんどを第三者の投資顧問、プライム・ブローカー（prime broker）、アドミニストレータ（administrator〔管理者〕）、カストディアン（custodian〔保管者〕）などのサービス・プロバイダー（service provider〔サービス提供者〕）に委託している。とくに投資顧問（あるいはファンド・マネージャー）は、ファンドの設立および管理を行っている。したがって、投資ファンドは投資資産（investment assets）を所有するけれども、その運用を委託されたファンド・マネージャー（あるいは管理会社〔management companies〕）が運用資産（management assets）を有することになり、その結果として、投資資産と運用資産が分離して異なる者が別々に所有することになっているということもできる⁽⁶⁾。このような投資資産と運用資産の分離によって生じる利益相反などの諸問題に、法規制として、どのように対応したらよいかを課題となるであろう。

本論文は、まず、ヘッジ・ファンドの組織形態の選択について検討する。次に、ヘッジ・ファンドのサービス・プロバイダーとその戦略について概観する。その後で、投資顧問による運営に関して、ヘッジファンド顧問の管理手数料およびインセンティブ分配（報酬）、投資顧問による詐欺的行使などの禁止取引、投資顧問の監督義務、コンプライアンスの手続および実施、投資顧問の倫理コード、投資顧問による報告書、顧客資産の保管、委任状による議決権行使などについて検討する。

(5) 登録・報告制度の規制内容の検討について、拙稿・前掲注(1)64頁以下参照。

(6) See John Morley, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, 123 *Yale L.J.* 1228, 1238-1243 (2014); John D. Morley, *Too Big to Be Activist*, 92 *S. Cal. L. Rev.* 1407, 1415-1419 (2019); Sklar, *supra* note 1, at 3267（ヘッジ・ファンドがリミテッド・パートナーシップの形態をとる場合は、そのファンドの投資資金に対する支配と所有権の完全な分離が促進されて、ヘッジファンド・マネージャーとその投資家との間に利益相反が生ずることは避けられないと指摘する）。

2 投資会社としてのヘッジ・ファンドの組織形態の選択

(1) 投資会社法の規制

ヘッジ・ファンドの組織およびその構造について、最初に、1940年投資会社法に規定される投資会社に含まれるかどうかについて、確認する必要がある。

投資会社法において「投資会社」(investment company)とは、次の①・②または③に掲げる発行者をいうと規定されている。すなわち、①証券における投資、再投資、または取引の業務に主として従事している者、②分割払型の額面証明書を発行する業務に従事している者、または③証券における投資、再投資、所有、保有もしくは取引の業務に従事する者であり、且つ、非連結に基づき当該発行者の総資産（政府証券および現金項目を除く）の価額の40%を超える価格を有する投資証券を所有または取得しようとする者である⁽⁷⁾。

ところで、合衆国または州の法律に基づいて設立ないしは他の方法で創設された、取締役会を有する投資会社は、投資会社法8条に基づき登録されないかぎり、直接的または間接的に、①郵便または州際通商の手段もしくは方法の利用によって、証券または証券における権利（当該証券の発行者が当該投資会社または他の者であるかどうかを問わない）の利用により、売付申込、売付または売付後の引渡しを行うこと、②郵便または州際通商の手段もしくは方法の利用によって、証券または証券の権利（当該証券の発行者が当該投資会社または他の者であろうとなかろうと）を購入、償還、回収、またはその他の方法で取得または取得しようとすること、または③州際通商の業務に従事することなどを行うことは、禁止される⁽⁸⁾。なお、取締役 (director)

(7) 15 U.S.C.A. § 80A-3(a)(West 2018)（同条 (b)(c) が規定の免除を定める）。なお、本稿全体で引用するアメリカの判例・制定法等は、主として、Thomson Reuters Westlaw Classic (<https://1.next.westlaw.com>) に依拠している。引用箇所の「West」は Westlaw によること、「1831」は判決年、制定法の制定・改正年等を示している。

とは、投資会社法 2 条 (a) 項 (12) 号によれば、株式会社の取締役、または法人格の有無にかかわらず、あらゆる組織に関して類似の役割を果たす者（コモンロー信託〔common-law trust〕として創設された管理会社〔management company〕の受託者会〔board of trustees〕の構成員である自然人を含む）を意味する⁽⁹⁾。

また、合衆国または州の法律に基づいて設立ないしは他の方法で創設された、取締役会を有しない投資会社の寄託者もしくは受託者、または投資会社の引受人⁽¹⁰⁾は、当該会社が同法 8 条に基づき登録されていること、または同法 6 条に基づき適用除外とされていることがないかぎり、直接的または間接的に、①郵便または州際通商の手段または方法の利用によって、当該会社が発行者である証券または証券の権利を、売付申込、売付または売付後の引渡しを行うこと、②郵便または州際通商の手段または方法を利用することによって、当該会社が発行者である証券または証券における権利を購入、償還、またはその他の方法で取得または取得しようとする、または③郵便または州際通商の手段もしくは方法の利用によって、当該会社により発行される証券または証券における権利を、当該会社の計算で売付または購入することは、禁止される⁽¹¹⁾。

したがって、ヘッジ・ファンドが投資会社の登録を行う場合、SEC に対して登録通知書（notification of registration）を提出し、SEC が当該登録通知書を受領した時に登録したものとみなされ⁽¹²⁾、登録後の合理的な期間内に、

(8) Id. § 80a-7(a) (West 1995).

(9) Id. § 80a-2(a)(12) (West 2010).

(10) 「引受人」(underwriter)とは、証券の分売の目的で発行者から購入し、または証券の分売に関連して発行者のために売付を行う者、または当該事業に参加し、もしくは直接的ないし間接的に関与する者、または当該事業の直接的ないし間接的な引受（underwriting）に参加し、もしくは関与する者を意味する。Id. § 80a-2(a)(40).

(11) Id. § 80a-7(b).

(12) Id. § 80a-8(a) (West 1970).

SEC が公共の利益または投資家の保護のために必要または適切と定める書式で以下の情報および文書を含めた登録届出書 (registration statement) の原本およびそのコピーを SEC に提出しなければならない⁽¹³⁾。登録届出書には、①登録投資会社の活動および投資方針の説明、②登録者の関係者 (役員・取締役またはパートナーを含む) の氏名・名称および住所、③登録者の発行する証券に関する情報および文書などが記載され、登録投資会社は当該登録届出書を SEC に提出しなければならない⁽¹⁴⁾。この登録届出書における投資方針を変更する場合、登録投資会社は、社外議決権証券 (outstanding voting securities)⁽¹⁵⁾ の過半数の決議によって承認されないかぎり、その変更ができない⁽¹⁶⁾。

また、登録投資会社は、その取締役会の構成員の60パーセントを超える者が当該登録会社の利害関係者 (interested persons) であってはならない⁽¹⁷⁾。また、登録投資会社は、正規のブローカー、証券の元引受人または投資銀行家として、当該登録投資会社の取締役・役員・従業員の雇用・利用することも禁止される⁽¹⁸⁾。登録投資会社の関係者⁽¹⁹⁾、発起人⁽²⁰⁾、元引受人⁽²¹⁾または

(13) Id. § 80a-8(b).

(14) Id.

(15) 「議決権証券」(voting security) とは、当該証券の所有者または保有者が会社の取締役の選任について議決権を現在行使することができる証券を意味する (Id. § 80a-2(a)(42))。会社の社外議決権証券の特定割合 (specified percentage) とは、当該会社の全ての社外議決権証券の保有者が議決権行使することができる総議決権のなかで、当該特定割合の保有者が議決権を行使できるその社外議決権証券の総数を意味する (Id.)。会社の社外議決権証券の過半数の決議とは、適正に招集された当該会社の証券保有者の年次総会または特別総会において、(A) 当該会社の社外議決権証券の50%以上の保有者が出席しているか、または代理人によって代表されている場合、当該総会に出席している議決権証券の67%またはそれ以上の決議、または (B) 当該会社の社外議決権証券の50%以上のうち、いずれか少ない決議を意味する (Id.)。

(16) Id. § 80a-13(West 2010).

(17) Id. § 80a-10(West 2006). 他の者の「利害関係者」の定義について、Id. § 80a-2(a)(19).

(18) Id. § 80a-10(b).

それらの者の関係者は、一定の利益相反取引を行うために、本人として行為してはならない⁽²²⁾。登録投資会社の投資顧問（investment adviser）⁽²³⁾との間の契約は、社外議決権証券の過半数によって承認されることを要し、投資顧問または元引受人の契約が2年以上継続する場合には、少なくとも年に1度、当該会社の取締役会または社外議決権証券の過半数によって承認されなければならない⁽²⁴⁾。さらに、登録投資会社は、取引の清算のために必要な短期信用を除いて、証拠金（margin）に基づき証券を買うこと、当該登録会社が参加する引受けに関する場合を除き、空売り（short sale）を行うことなどをしてはならないと規定されている⁽²⁵⁾。分散型登録会社は、総資産額の25%を超える引受契約をすることができない⁽²⁶⁾。また、投資会社は、その資産価額の10%を超えて、他の投資会社の証券に投資できないとされている⁽²⁷⁾。なお、登録投資会社はSECに年次報告書を提出することを要求され⁽²⁸⁾、また、SECが公共の利益および投資家保護のために必要または適切なものとして定める期間、記録の維持・保存を要求される⁽²⁹⁾。

ヘッジ・ファンドが登録投資会社とされる場合、上記の通り、当該ヘッジ・ファンドは、登録届出書の提出およびその変更、年次報告書の提出などの負担、利害関係者の規制、投資方針の変更の場合などにおける社外議決権証券の過半数の決議の要求、資産価額の一定割合を超えた投資の制約などに

(19) Id. § 80a-2(a)(3)(West 2010)（他の者の関係者の定義）。

(20) Id. § 80a-2(a)(30)（発起人の定義）。

(21) Id. § 80a-2(a)(29)（元引受人の定義）。

(22) Id. § 80a-17（West 2010）（一定の関係者および元引受人の取引）。

(23) Id. § 80a-2(20)(West 2010)（投資顧問の定義）。

(24) Id. § 80a-15(West 1987)（顧問および元引受人の契約）。

(25) Id. § 80a-12(a)（West 2010）。

(26) Id. § 80a-12(c)。

(27) Id. § 80a-12(d)。

(28) 15 U.S.C.A. § 80a-29(West 1998)（投資会社および関係者の報告書および財務諸表）。

(29) Id. § 80a-30(West 2010)（記録の維持・保存）。

よって、その活動が制約されることになり、柔軟な対応ができなくなる。したがって、多くのヘッジ・ファンドは、投資会社法の下での登録を要求される投資会社の定義に該当することを回避するため、登録規制の適用除外規定である①100人以下の投資家の場合（投資会社法3条（c）項（1）号）および②適格購入者の場合（同条（c）項（7）号）を利用することになる⁽³⁰⁾。

①の場合、投資会社法3条（c）項（1）号により、発行する社外証券が100人以下の者により実質上（beneficially）所有されており、その証券の公募を行わず、また現在その公募を行うことを目的としていない当該発行者は、投資会社とはならない⁽³¹⁾。②の場合、投資会社法3条（c）項（7）号により、発行する社外証券が当該証券の取得の時に適格購入者（qualified purchasers）である者によって専ら所有され、その取得の時に当該証券の公募を行ってなくて、またその公募を行うことを提案していない当該発行者は、投資会社とはならない⁽³²⁾。

（2）投資会社としてのヘッジ・ファンド

（ア）ヘッジ・ファンドの定義　ヘッジ・ファンドは、正確な法律上の定義がなく、また一般的に認められた定義があるわけでもない⁽³³⁾。しかし、ヘッジ・ファンドは、一般的に、投資会社の定義を規定する投資会社法3条（a）項（1）号の「証券における投資、再投資もしくは証券取引の業務に主

(30) See, e.g., Louis Yurow, Timothy W. Levin, W. John McGuire, and Johan O'Brien, *Mutual Fund Regulation and Compliance Handbook 2021-2022 Edition* § 33:1 (Thomson Reuters 2021); Jess Lederman and Robert A. Klein, Editors, *Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor 154* (Irwin Professional Publishing, 1995) (同書の翻訳として、J. レダーマン + R.A. クレイン編 / 中央信託銀行オルナティブアセット研究会訳『ヘッジファンドの世界』（東洋経済新報社、1999）がある）。

(31) 15 U.S.C.A. § 80a-3(c)(1) (West 2018). 100人以下の投資家の検討について、拙稿・前掲注（1）67頁以下参照。

(32) Id. § 80a-3(c)(7)(A). 適格購入者の検討について、拙稿・前掲注（1）68頁参照。

(33) 拙稿・前掲注（1）61頁以下参照。

として従事しもしくは従事しようとする者」に該当する⁽³⁴⁾。

投資会社法の定義では、「会社」(company)とは、株式会社(corporation)、パートナーシップ(partnership)、社団(association)、ジョイント・ストック・カンパニー(joint-stock company)、信託(trust)、基金(fund)または法人格があるかどうかにかかわらず組織された人の集団などを意味する⁽³⁵⁾。

(イ) ヘッジ・ファンドにより利用される組織形態 1949年にアルフレッド・ウインスロー・ジョーンズ(Alfred Winslow Jones)が創設したヘッジ・ファンドの組織主体は、ジェネラル・パートナーシップ(general partnership〔通常組合])であったが、その後、1952年にリミテッド・パートナーシップ(limited partnership〔有限組合])に変更された⁽³⁶⁾。近年のアメリカ国内のヘッジ・ファンドは、従来のリミテッド・パートナーシップが多いが、LLC会社(limited liability company〔有限責任会社])も増加しているといわれている⁽³⁷⁾。また、アメリカ国内の投資顧問は、別個のヘッジ・ファンドとして合衆国以外の国で設立されたオフショア・ヘッジファンド(offshore hedge funds)だけでなく、多重のプール資産の統一した運営を認める「マスター・フィーダー」(master-feeder)構造を利用して関係のオフショア・ファンドを運営することが少なくない⁽³⁸⁾。本稿では、アメリカのジェネラル・パートナーシップ、リミテッド・パートナーシップ、LLC

(34) 15 U.S.C.A. § 80a-3 (a)(1)(West 2018). 拙稿・前掲注(1) 64頁参照。

(35) Id. § 80a-2(a)(8)(West 2010).

(36) Lederman and Klein, supra note 30, at 8. ヘッジ・ファンドの沿革については、拙稿前掲注(1) 58頁以下参照。

(37) See, e.g., Thomas P. Lemke, Gerald T. Lins, Kahtryn L. Hoenig, and Patricia S. Rube, Hedge Fund and Other Private Funds: Regulation and Compliance 2021-2022 Edition § § 2.7-2.9 (Thomson Reuters 2021); Staff Report, supra note 3, at 9 (ヘッジ・ファンドの形態として、リミテッド・パートナーシップのみならず、LLC会社およびビジネス・トラスト〔business trust〕の形態をとることも可能とする), 13.

(38) Staff Report, supra note 3, at 9; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37, § § 2.7, 2.10.

会社およびマスター・フィーダー（master-feeder）構造について、本稿の検討の際に必要な範囲内で簡潔に説明をする。

（ウ）ジェネラル・パートナーシップ　アメリカ各州のパートナーシップに関する法律につは、各州のパートナーシップ法を統一するために統一州法委員全国会議（National Conference of Commissioners on Uniform State Laws〔NCCUSL〕）により提案された統一パートナーシップ法（Uniform Partnership Act〔UPA〕）⁽³⁹⁾が各州の4分の3を超える州によって採用されている⁽⁴⁰⁾。

①パートナーシップの性質　パートナーシップとは、営利目的の事業を共同所有者として遂行する2人以上の団体（association）を意味する⁽⁴¹⁾。パートナーシップは、そのパートナー⁽⁴²⁾とは別個の組織体（entity）である独立した法的組織体である⁽⁴³⁾。共同所有者として営利目的の事業を遂行する2人以上の者の団体は、その者がパートナーシップを設立する意図があるか否かにかかわらず、パートナーシップを設立することになる⁽⁴⁴⁾。パートナーシップにより取得された財産は、パートナーシップの財産であり、個々

(39) Uniform Law Commission, UNIFORM PARTNERSHIP ACT (1997) (Last Amended 2013), <https://www.uniformlaws.org/HigherLogic/System/DownloadDocumentFile.ashx?DocumentFileKey=a247672a-63c0-493c-94f2-4f53ad58c1b2&forceDialog=0> (Final Act, With Comments: Uniform Partnership Act of 1997) (Uniform Partnership Act of 1997は、Uniform Partnership Act of 1914を改正したものである)（以下「UPA」とする）。

(40) Uniform Law Commission, Partnership Act, [https://www.uniformlaws.org/committees/community-home?CommunityKey=52456941-7883-47a5-91b6-d2f086d0bb44\(1997\)](https://www.uniformlaws.org/committees/community-home?CommunityKey=52456941-7883-47a5-91b6-d2f086d0bb44(1997)).

(41) Cal.Corp.Code § 16101(a)(9)(West 2020);6 Del.C. § 15-101(13)(West 2022)（営利目的を明示せず、「事業・目的または活動を遂行する」と規定する）;NY Partnership Law § 10(West 1994);UPA § 201(1)(11).

(42) パートナー（partner）とは、パートナーシップのパートナーとして加入することが認められる者を意味する。6 Del.C. § 15-101(12)(West 2022); Uniform Partnership Act § 102(10).

(43) Cal.Corp.Code § 16201(West 1996);6 Del.C. § 15-101(13)(West 2022);UPA § 201(a).

(44) Cal.Corp.Code § 16202(a)(West 1996);6 Del.C. § 15-202(a)(West 2021);UPA § 202(a).

のパートナーの財産ではない⁽⁴⁵⁾。パートナー間の関係は、相互の権限および責任についての信任関係であり、一般に、パートナーは、パートナーシップおよび他のパートナーに対して互いに信任義務（fiduciary duty）として忠実義務（duty of loyalty）および注意義務を負う⁽⁴⁶⁾

②パートナーシップと取引する者に対する関係　各パートナーは、パートナーシップの事業の目的のために当該パートナーシップの代理人（agent）であり、第三者に対して当該パートナーシップを拘束する⁽⁴⁷⁾。パートナーシップの名称において保有されるパートナーシップ財産は、パートナーシップの名でパートナーによって作成される譲渡証書によって譲渡される⁽⁴⁸⁾。パートナーシップは、パートナーシップの事業の通常過程において、またはパートナーシップの権限で行うパートナーの不法な行為もしくは不作為、またはその他の訴訟原因となる行為の結果として、ある者に生じた損失もしくは損害、または被った制裁に対して責任を負う⁽⁴⁹⁾。全てのパートナーは、別の方法で権利主張者（claimant）によって同意されるかまたは法により規定されていない限り、パートナーシップの全ての義務について連帯してまたは個別的に責任を負う⁽⁵⁰⁾。パートナーシップはそのパートナーシップの名で訴えまた訴えられ、訴訟は、パートナーシップに対して、また、同一の訴

(45) Cal.Corp.Code § 16203(West 1996);6 Del.C. § 15-203(West 2009);NY Partnership Law § 12(West 1919);UPA § 203.

(46) See,e.g.,South Atlantic Ltd. Partnership of Tennessee, L.P. v. Riese,284 F.3d 518(4th Cir.2002); UPA § 409; James D.Cox and Thomas Lee Hazen,The Law of Corporations Third Edition, § 1:7[3],at 27(Thomson Reuters 2010).

(47) Cal.Corp.Code § 16301(West 1996);6 Del.C. § 15-301(1)(West 2000);NY Partnership Law § 20(West 1919);UPA § 301(1).

(48) Cal.Corp.Code § 16302(West 1996);6 Del.C. § 15-302(West 2000);NY Partnership Law § 21(West 1919);UPA § 302.

(49) Cal.Corp.Code § 16305(West 1996);6 Del.C. § 15-305(West 2000);NY Partnership Law § 24(West 1919);UPA § 305.

(50) Cal.Corp.Code § 16306(West 1996);6 Del.C. § 15-306(West 2011);NY Partnership Law § 26(West 1994);UPA § 306.

訟でまたは別個の訴訟でパートナーの誰でもまたは全部に、提起されうる⁽⁵¹⁾。

③パートナーの相互の関係およびパートナーシップに対する関係 各パートナーは、パートナーシップの利益の均等な分け前 (share) を受ける権利があり、パートナーの利益の分け前に比例してパートナーシップの損失の分担を請求することができる⁽⁵²⁾。各パートナーは、パートナーシップの事業の管理および運営において平等な権利を有する⁽⁵³⁾。パートナーは、パートナーシップを代理してのみ、パートナーシップ財産を利用または所有することができる⁽⁵⁴⁾。パートナーは、パートナーシップの事業を清算する際に行われた活動に対する合理的な報酬を除いて、パートナーシップのために行われた活動に対する報酬を受ける権利がない⁽⁵⁵⁾。パートナーは、パートナーの全員の同意でもってのみパートナーとなることができる⁽⁵⁶⁾。パートナーシップの事業の通常のプロセスにおいて生じる事項に関して生じる相違は、パートナーの過半数によって決定されることができるが、パートナーシップの事業の通常のプロセス外の行為は、パートナーの全員の同意でもってのみ行われる⁽⁵⁷⁾。

④責任限定パートナーシップ 責任限定パートナーシップ (limited lia-

(51) Cal.Corp.Code § 16307(West 1996);6 Del.C. § 15-307(West 2000);UPA § 307.

(52) Cal.Corp.Code § 16401(b)(West 1996);6 Del.C. § 15-401(b)(West 2021);UPA § 401(a).

(53) Cal.Corp.Code § 16401(f)(West 1996);6 Del.C. § 15-401(f)(West 2021);NY Partnership Law § 40(5)(West 1994);UPA § 401(h).

(54) Cal.Corp.Code § 16401(g)(West 1996);6 Del.C. § 15-401(g)(West 2021);UPA § 401(i).

(55) Cal.Corp.Code § 16401(h)(West 1996);6 Del.C. § 15-401(h)(West 2021);NY Partnership Law § 40(6)(West 1994);UPA § 401(j).

(56) Cal.Corp.Code § 16401(i)(West 1996);6 Del.C. § 15-401(i)(West 2021);NY Partnership Law § 40(7)(West 1994);UPA § 402(b).

(57) Cal.Corp.Code § 16401(j)(West 1996) ;6 Del.C. § 15-401(j)(West 2021);NY Partnership Law § 40(8)(West 1994);UPA § 401(k).

(58) 1991 Tex. Gen. Laws ch. 901, s 84 (codified at Tex. Rev. Civ. Stat. Ann. art.6132b, s 15(West Supp. 1995));Robert W. Hamilton,Registered Limited Liability Partnerships: Present at the Birth (Nearly),66 U. Colo. L. Rev. 1065,1065 n.1(1995)

bility partereship〔責任限定組合〕は、1991年にテキサス州で制定⁽⁵⁸⁾されて以来、多くの州で制定されるようになった⁽⁵⁹⁾。責任限定パートナーシップ制定の最初の考えは、あるパートナーが管理せずまた全く会ったこともないパートナーによる過失（negligence）または不正行為（malpractice）のために、そのパートナーの個人資産が危険にさらされるかもしれないというパートナーによる恐怖を避けることを意図して責任限定パートナーシップが考えられたといわれる⁽⁶⁰⁾。したがって、責任限定パートナーシップでは、全てのパートナーは、ジェネラル・パートナーの利益、責任、および潜在的な責任を有するけれども、パートナーが個人的に関与していない不正行為請求または過失もしくは違法行為（misconduct）から生じる責任について、当該パートナーは責任を負わない⁽⁶¹⁾。パートナーの中の1人による違法行為または不法行為について、巨額の損害賠償訴訟が提起されるおそれのある大規模な法律事務所や会計事務所などで利用されている⁽⁶²⁾。

責任限定パートナーシップは、基本的にいくつかの重要な修正を加えたジェネラル・パートナーシップであるが、当時の多くの州が責任限定パートナーシップに関する規定を制定した際には、責任限定パートナーシップについてモデルとなる統一された責任限定パートナーシップ法が無かった。このことから、州ごとに規定の文言にかなりの変化がみられる結果になったが、それにもかかわらず、これらの制定法のほとんどの一般的な内容には実質的

(59) Carol R. Goforth, Limiting the Liability of General Partners in LLPS: An Analysis of Statutory Alternatives, 75 Or. L. Rev. 1139, 1142-1143 n.12 (1996); Hamilton, supra note 58, at 1065; Cox and Hazen, supra note 46, 1:7[6], at 35 (1997年には48州が責任限定パートナーシップを制定したとする)。

(60) Hamilton, supra note 58, at 1066 (当時制定された責任限定パートナーシップの最初の意図は、責任限定パートナーシップが無実のパートナーに「心の平和」保険と述べられるものを提供するということである)。

(61) Id. at 1067 (個人的責任に対する無実のパートナーに提供される保護は、通常、「有限责任の盾」(shield of limited liability)と呼ばれる)。

(62) Hamilton, supra note 58, at 1065-1066; Goforth, supra note 59, at 1141-1142.

な類似性があった⁽⁶³⁾。その後、1966年に統一州法委員全国会議（National Conference of Commissioners on Uniform State Laws）が⁶⁴、統一パートナーシップ法に対する修正として、責任限定パートナーシップ法の承認のための起草⁽⁶⁴⁾をして、2001年統一パートナーシップ法の修正により、責任限定パートナーシップの規定がなされている⁽⁶⁵⁾。

統一パートナーシップ法306条（c）項において、責任限定パートナーシップのパートナーは、パートナーであることまたはパートナーとして行動しているという理由のみで、責任限定パートナーシップの債務・義務または責任に対して、直接または間接に、個人的に責任を負うことはないと規定される⁽⁶⁶⁾。同法306条（c）項は、LLC 会社（limited liability company）と同様の完全な責任保護（full liability shield）を規定する⁽⁶⁷⁾。多くの州は、統一パートナーシップ法と同様の完全な責任保護の規定を採用するが、例外規定を設ける州もある⁽⁶⁸⁾。

責任限定パートナーシップとなるためには、パートナーシップ契約（partnership agreement）を修正するために必要な同意（パートナー全員の同意）によって承認されなければならない⁽⁶⁹⁾。その承認後、資格の陳述書（statement）を提出するために州務長官に提供することによって、責任限定

(63) Goforth, supra note 59, at 1144.

(64) Uniform Securities Act Drafted by the National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, Limited Liability Partnership Act Amendments to Uniform Partnership Act (1994), <https://www.uniformlaws.org/HigherLogic/System/DownloadDocumentFile.ashx?DocumentFileKey=37574ef0-225f-ba7d-7c4d-1db1f6a081c8&forceDialog=0>.

(65) See UPA § § 306, 901-913.

(66) UPA § 306(c).

(67) Id. § 306 Comment, at 83; Cox and Hazen, supra note 46, § 1:7[6], at 35-36.

(68) See, e.g., N.Y. Partnership Law § 26(b)(c) (West 1994); 15 Pa.C.S.A. § 8204 (West 2017); Cox and Hazen, supra note 46, § 1:7[6], at 36.

(69) UPA § § 401(k), 901(b).

パートナーシップとなることができる⁽⁷⁰⁾。責任限定パートナーシップは、州内に登録代理人（registered agent）を任命し且つ維持しなければならない⁽⁷¹⁾。なお、責任限定パートナーシップの名称は、登録責任限定パートナーシップ（Registered Limited Liability Partnership）もしくは責任限定パートナーシップ（Limited Liability Partnership）の語句、またはその略語の「R.L.L.P.」、「L.L.P.」、「R.LLP」もしくは「LLP」を含まなければならない⁽⁷²⁾。

（エ）リミテッド・パートナーシップ　リミテッド・パートナーシップ（limited parterseship〔有限組合〕）は、ジェネラル・パートナーとリミテッド・パートナー（limited partner〔有限責任組合員〕）から構成される⁽⁷³⁾。リミテッド・パートナーシップは、受動的投資家（passive investors）による利益分配の方法として制定法上創設されたものであり、アメリカにおいて最初のリミテッド・パートナーシップ制定法は、1822年にニューヨーク州で採用された⁽⁷⁴⁾。その後間もなく他の州のほとんどにおいて同様の制定がなされたが、これらの初期の制定法について想定されたパートナーの「有限責任」について欠陥が露呈したことから、1916年に統一リミテッド・パートナーシップ法が制定され、この統一法があらゆる州で採用された⁽⁷⁵⁾。

2001年統一リミテッド・パートナーシップ法によれば、リミテッド・パー

(70) Id. § 901(c).

(71) Id. § 908(a). 登録代理人とは、法によってパートナーシップに送達されることを要求または許容される手続・通知または要求の送達を受け取ることを認められる責任限定パートナーシップの代理人を意味する。Id. § 102(18).

(72) Id. § 902(b).

(73) See, e.g., National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, Uniform Limited Partnership Act (2001)(Last Amended 2013) § 102(7)(11)(12)(13), <https://www.uniformlaws.org/HigherLogic/System/DownloadDocumentFile.ashx?DocumentFileKey=97a8ae95-627c-8d7b-555f-fac280ec75a2&forceDialog=0>（以下「ULPA」とする）。

(74) N.Y.Laws ch.244(1822);Cox and Hazen,supra note 46, § 1:9, at 48.

(75) Cox and Hazen,supra note 46, § 1:9, at 48-49.

トナーシップを設立するためには、登録のため州務長官 (Secretary of State) に対し、リミテッド・パートナーシップの証書 (certificate of limited partereship) が提出されなければならない⁽⁷⁶⁾。リミテッド・パートナーシップの証書が効力を生じ、少なくとも 2 人の者がパートナーとなり、少なくとも 1 人の者がジェネラル・パートナーで、且つ少なくとも 1 人の者がリミテッド・パートナーとなったときに、リミテッド・パートナーシップは設立される⁽⁷⁷⁾。

各ジェネラル・パートナーは、リミテッド・パートナーシップの活動および業務についての管理および運営における権利を有し、⁽⁷⁸⁾ リミテッド・パートナーシップおよびリミテッド・パートナーに対して、信任義務として忠実義務および注意義務を負う⁽⁷⁹⁾。また、リミテッド・パートナーシップは、当該パートナーシップの通常の過程の活動および業務の際にジェネラル・パートナーの違法な行為または不作為の結果として、ある者に損失もしくは損害が生じたことまたは制裁を被ったことに対して責任を負う⁽⁸⁰⁾。全てのジェネラル・パートナーは、リミテッド・パートナーシップの全ての債務および責任に対して各自連帯して責任を負う⁽⁸¹⁾。これに対し、リミテッド・

(76) ULPA § 201(a). 当該設立証書には、LP パートナーシップの名称、主要な住所、当該パートナーシップの登録代理人の州における名称・住所、リミテッド・パートナーシップが責任限定リミテッド・パートナーシップ (limited liability limited partnership) であるかどうかなどを述べることが要求される。ULPA § 201(b)(c).

(77) ULPA § 201(d).

(78) *Id.* § 406.

(79) See, e.g., ULPA § 409; *Turner v. Ferguson*, 149 F.3d 821, 823 (8th Cir. 1998) (ミズーリー州法の下で、ジェネラル・パートナーはリミテッド・パートナーに対して信任上の忠実義務を負うことを述べる); *Int'l Equity Invs., Inc. v. Opportunity Equity Partners, Ltd.*, 475 F. Supp. 2d 456, 462 (S.D.N.Y. 2007) (ニューヨーク州法を適用して、ジェネラル・パートナーがリミテッド・パートナーに対して信任義務を負うことを述べる); *Sklar*, *supra* note 1, at 3274-3275; *Lee Harris*, *A Crirical Theory of Private Equity*, 35 *Del. J. Corp. L.* 259, 273-274(2010).

(80) *Id.* § 403.

パートナーは、当該リミテッド・パートナーシップの管理および支配に関する場合であっても、リミテッド・パートナーであることのみによって、当該パートナーシップの債務または責任に対して直接または間接的に個人的な責任を負わない⁽⁸²⁾。また、パートナーシップの利益について、パートナーの利益の分配に関する規定がなされている⁽⁸³⁾。

なお、2001年統一リミテッド・パートナーシップ法では、責任限定リミテッド・パートナーシップ（Limited Liability Limited Partnership（責任限定有限組合））の規定をする州が増えていることから⁽⁸⁴⁾、既存のリミテッド・パートナーシップを前提として、リミテッド・パートナーシップの証書に簡単な陳述をすることによって、責任限定リミテッド・パートナーシップの地位を利用できるように規定がなされている⁽⁸⁵⁾。統一リミテッド・パートナーシップ法201条（b）項（5）号は、リミテッド・パートナーシップが責任限定リミテッド・パートナーシップであるかどうかを述べることを、リミテッド・パートナーシップの証書に要求する。そして、ジェネラル・パートナーは、ジェネラル・パートナーであることのみによって、当該責任限定リミテッド・パートナーシップの債務または責任に対して直接または間接的に個人的な責任を負わないと規定される⁽⁸⁶⁾。これによって、責任限定リミテッド・パートナーシップのジェネラル・パートナーおよびリミテッド・パートナーの両者が、会社の株主およびLLC会社の社員によって享受される保護と同等である完全な、地位に基づく責任保護の利益を得ることになる⁽⁸⁷⁾。

(81) Id. § 404(a)(b).

(82) Id. § 303.

(83) Id. § 503.

(84) See, e.g., 6 Del.C. § 17-214 (West 2015)（責任限定リミテッド・パートナーシップとしてのリミテッド・パートナーシップ）。

(85) ULPA, *supra* note 73, 2001 Prefatory Note 3, § 102(10) Comment 20.

(86) ULPA § 404(c).

(87) ULPA, *supra* note 73, 2001 Prefatory Note 3, § 404(c) Comment 109.

(オ) 有限責任会社 アメリカにおいて、有限責任会社 (Limited Liability Company [以下「LLC 会社」という]) の制定法を最初に採用したは州は、1977年に LLC 会社法を制定したワイオミング州である⁽⁸⁸⁾。その後、内国歳入庁 (IRS) の税規制の変更により課税上 LLC 会社がパートナーシップと分類されることになり、ワイオミング州の制定から5年後にフロリダ州が同様の LLC 会社法を制定してから、短期間に他の多数の州においても州で LLC 会社法の採用が急増した。これにより、LLC 会社立法の統一性が損われることになり、まとまりのない多様な内容の規定が制定されることになった⁽⁸⁹⁾。統一州法委員全国会議は、1996年に最初の統一 LLC 会社法 (Uniform Limited Liability Company Act) (第一世代の制定法) を公表したが、12州において採用されるにすぎなかった⁽⁹⁰⁾。その後、2006年に広範囲に改訂された改訂統一 LLC 会社法 (Revised Uniform Limited Liability Company Act) は、過去25年間の現行の州制定法および判例法の展開の最良のものを組み込んでいる包括的な最新の第二世代の制定法であるといわれている⁽⁹¹⁾。

LLC 会社は、1人もしくは2人以上の者が定款 (articles of organization)

(88) Wyoming Limited Liability Company Act, ch. 158, 1977 Wyo. Sess. Laws 537 (enacted March 4, 1977) (codified at Wyo. Stat. Ann. § § 17-29-101 to 17-29-1105 (West 2010) ; See, e.g., Susan Pace Hamill, The Limited Liability Company: A Catalyst Exposing the Corporate Integration Question, 95 Mich.L.Rev.393,394(1996); Charles W. Murdock, Limited Liability Companies in the Decade of the 1990s: Legislative and Case Law Developments and Their Implications for the Future, 56 Bus.Law.499,499(2001); Warren H. Johnson, Limited Liability Companies (LLC): Is the LLC Liability Shield Holding up under Judicial Scrutiny ?, 35 New Eng. L. Rev. 177,184(2000); Thomas Earl Geu, Understanding the Limited Liability Company: A Basic Comparative Primer (Part One), 37 S.D.L.Rev. 44,45 (1991/1992) .

(89) Murdock, supra note 88, at 500.

(90) Uniform Law Commission, Uniform Limited Liability Company Act, Revised, Act Summary, <https://www.uniformlaws.org/committees/community-home?communitykey=bb ea059c-6853-4f45-b69b-7ca2e49cf740&tab=groupdetails> (以下「Act Summary」という) .

を作成して登録のために州務長官（Secretary of State）に当該定款を提出することによって設立される⁽⁹²⁾。LLC 会社の定款に別段の定めがないかぎり、LLC 会社の各社員（member）は当該会社の代理人（agent）である⁽⁹³⁾。LLC 会社の経営については、その社員（member）によって経営されるモデル（member-managed model）と、経営管理者（manager）により経営されるモデル（manager-managed model）の2つが規定されており、これらのモデルの中から、いずれか1つを運営契約（operating agreement）によって選択されることになる⁽⁹⁴⁾。運営契約は、会社の業務および事業の運営を規制し、社員間、経営管理者間、社員・経営管理者および LLC 会社間の関係に適用されるもので、社員によって承認されたものである⁽⁹⁵⁾。LLC 会社の社員および経営管理者は、当該会社に対して信任義務（fiduciary duties）としての忠実義務（duty of loyalty）および注意義務（duty of care）を負

(91) Id.Act Summary. その後、2013年に改訂されている。Uniform Limited Liability Company Act (2006) (Last Amended 2013), Drafted by the National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, <https://www.uniformlaws.org/viewdocument/final-act-83?CommunityKey=bbea059c-6853-4f45-b69b-7ca2e49cf740&tab=librarydocuments>（以下「ULLCA」という）。

(92) See,e.g., Cal.Corp.Code § 17702.01(a)(West 2014);6 Del.C. § 18-201(a)(West 2017)（定款について、certificate of formation（設立証明書）の用語を使用する）;NY.Limit.Liab.Co. § 203 (West 2021);ULLCA § 201.

(93) See,e.g., Cal.Corp.Code § § 17703.01(a)(West 2014);;NY.Limit.Liab.Co., § 412(a)(West 1994)（各社員は LLC 会社の代理人であるが、社員であることの理由でのみでは代理人とならないと規定する）; Wyo. Stat. Ann. § § 17-29-101 to 17-29-301 (West 2010)（社員は、社員であることの理由でのみでは代理人とならないと規定する）;ULLCA § 301（社員は、社員であることの理由でのみでは代理人とならないと規定する）。

(94) See,e.g., Cal.Corp.Code § § 17701.02(n)(o)(q)(West 2016),17703.01(a)(b)(West 2014);6 Del. C. § § 18-101(12)(West 2020),18-402(West 1999);NY.Limit.Liab.Co., § § 102(p)(West 2006),401(West 1994);ULLCA § § 102(10)(12),407.

(95) See,e.g., Cal.Corp.Code § § 17701.02(s)(West 2016),17701.10(West 2016);6 Del.C. § 18-101(9)(West 2020)（運営契約について、limited liability company agreement（LLC 会社契約）の用語を使用する）;NY.Limit.Liab.Co., § § 102(u)(West 2006),417(West 1996);ULLCA § § 102(13),105-107.

う⁽⁹⁶⁾。

LLC 会社の債務・義務もしくはその他の責任は、契約・不法行為またはその他の方法で生じるかどうかにかかわらず、当該会社の債務・義務もしくはその他の責任のみであり、また、社員または経営管理者は、社員もしくは経営管理者であることまたは社員もしくは経営管理者として行っていることだけを理由に、LLC 会社の債務・義務もしくはその他の責任に対して、直接または間接的に個人的責任を負わない⁽⁹⁷⁾。LLC 会社に対する金銭その他の財産もしくは役務その他の便益の提供による LLC 会社に対する出資 (contributions) の義務⁽⁹⁸⁾、および分配 (distributions) の規制⁽⁹⁹⁾ がなされている。

(カ) ヘッジ・ファンドの組織形態の選択 上記 (ウ) から (オ) で、アメリカのヘッジ・ファンドにおいて利用されうる組織主体として、ジェネラル・パートナーシップ、責任限定パートナーシップ、リミテッド・パートナーシップおよび LLC 会社の基本的な構造について概略的な説明を行った。これらの組織形態の中で、ヘッジ・ファンドがどのような組織形態を選択するかは、通常、投資戦略、投資家の種類、および課税上の考慮に大きく依存している⁽¹⁰⁰⁾。

(96) See, e.g., Cal.Corp.Code § 17704.09(West 2016)(West 2016); Illinois Comp.Stat.Ann.Ch.805, § 180/15-3(2022); Wyo.Stat.Ann. § 17-29-409(West 2010); ULLCA § 409.

(97) See, e.g., Cal.Corp.Code § 17703.04(West 2014)(West 2016); 6 Del.C. § 18-303(West 1994); Wyo.Stat.Ann. § 17-29-304(West 2016); ULLCA § 304.

(98) See, e.g., Cal.Corp.Code § 17704.02(West 2014), 17704.03(West 2016); 6 Del.C. § 18-501(West 1992), 18-502(West 1995); NY.Limit.Liab.Co., § 501(West 1995), 502(West 1995); ULLCA § 402.403.

(99) See, e.g., Cal.Corp.Code § 17704.04(West 2016), 17704.05(West 2014); 6 Del.C. § 18-503(West 1992), 18-502(West 1992); NY.Limit.Liab.Co., § 503(West 1994), 504(West 1994); ULLCA § 404.405.

(100) Lemke, Gerald, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37, § 2.7. なお、拙稿本文中に掲載の図 1 から図 4 について、Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37 および Lederman and Klein, supra note 30 参照。

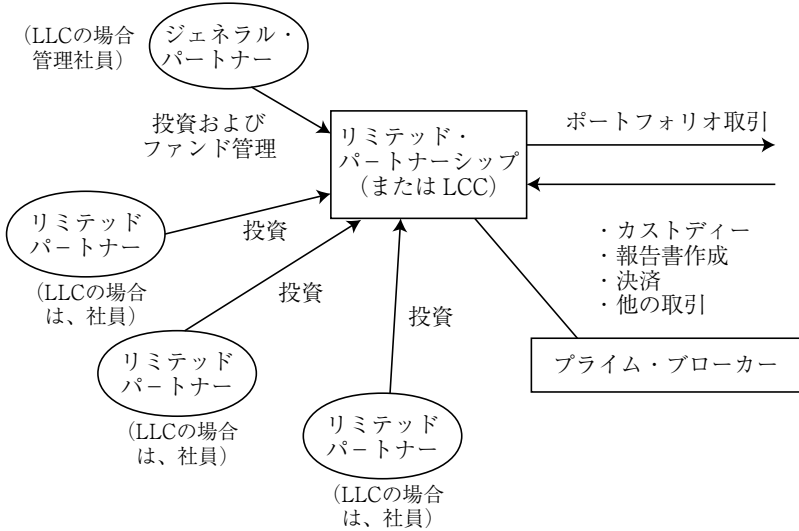


図1：米国内のヘッジ・ファンドの構造
(リミテッド・パートナーシップまたはLCC)

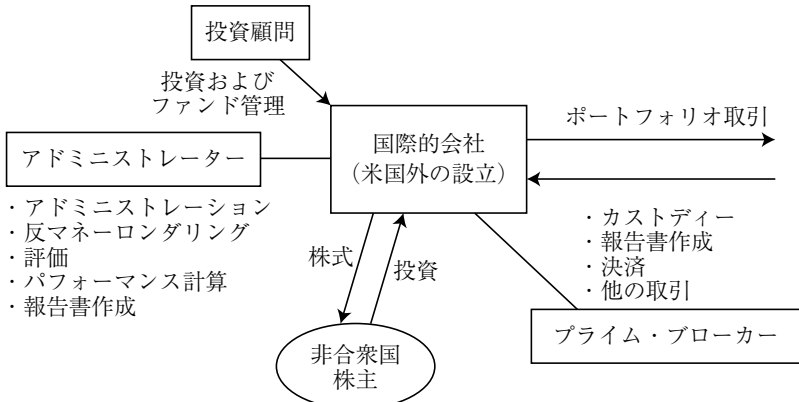


図2：オフショアファンドの構造

①リミテッド・パートナーシップ アメリカでは、従来、多くのヘッジ・ファンドは、リミテッド・パートナーシップの組織形態を採用している⁽¹⁰¹⁾。リミテッド・パートナーシップの構造（図1参照）は、その利点として、パートナーの有限責任、パートナーシップの管理の柔軟性、フロースルー課税処理（flow-through tax treatment）などが挙げられる⁽¹⁰²⁾。

(a) パートナーの有限責任 ファンドの全般的な管理を担当するジェネラル・パートナーを除いて、全ての投資家はリミテッド・パートナーとなり、ヘッジ・ファンドの日常的な管理運営において活動的な役割を担当せず、ファンドに投資（investments）し、その投資の範囲の金額に対してのみ責任を負うにすぎない⁽¹⁰³⁾。パートナーシップにおけるリミテッド・パートナーの持分（interest）は、一般にアメリカの証券法の下で「証券」とみなされる。他方、ジェネラル・パートナーは、ファンドの全般的な管理について責任を負うとともに、ファンドの運用を実行する投資顧問その他のサービス・プロバイダー（service providers）を選択する責任を負う。ジェネラル・パートナーはLLC会社または他の組織体（entity）であることが多く、ジェネラル・パートナーをLLC会社として構成することによって、ジェネラル・パートナーはフロースルー課税処理を達成することができ、また、ジェネラル・パートナーの所有者の責任を制限することが可能となり、さらに、ジェネラル・パートナーの持分権（equity interest）（またはそのパフォーマンスの関連するもの）を主要な人員に与えることができることにな

(101) Staff Report, supra note 3, at 9（アメリカの所得税に従う投資家に配慮して、ヘッジ・ファンドは、通常、リミテッド・パートナーシップとして組織されるとする）; Lederman and Klein, supra note 30, at 200（伝統的なヘッジ・ファンドは、100人未満のリミテッド・パートナーからなるリミテッド・パートナーシップの形態であるとする）; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37, § 2.8.

(102) See, e.g., Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37, § 2.8.

(103) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37, § 2.8（リミテッド・パートナーの側に別の違法な行為がないかぎり、追加的な責任を負うことはない）。

る⁽¹⁰⁴⁾。

(b) パートナーシップの管理の柔軟性 ヘッジ・ファンドは一般に登録投資会社の取締役会に類似した取締役会または監視団体を有していないことから、通常リミテッド・パートナーシップの管理に関して広範囲の権限を与えられているジェネラル・パートナーは、取締役会またはその他の承認を必要とせずに迅速に決定することが可能となる⁽¹⁰⁵⁾。また、一つの組織体がパートナーシップのジェネラル・パートナーとして務め、別個の組織体が投資運用契約（investment management agreement）の下でファンド・マネージャーとして務めることもある⁽¹⁰⁶⁾。

(c) フロースルー課税処理 株式会社とは異なり、リミテッド・パートナーシップは、直接に課税されず、各リミテッド・パートナーは、通常、パートナーシップの収入、費用、利益、および損失の金額と特性において比例して分配され、それぞれの持分に課税されるが、パートナーシップ自体はこれらの金額に課税されない。したがって、パートナーシップは、二重課税（すなわち、組織体レベルの第1層の税金と投資家レベルの第2層の税金）の対象とはならず、ほとんどの投資家にとって課税効率のよい投資媒体となっている⁽¹⁰⁷⁾。

② LLC 会社 アメリカでは、ヘッジ・ファンドとして、LLC 会社の組織形態は、リミテッド・パートナーシップほど多くは採用されていなかったが、

(104) Id.at 24 n.1.

(105) Staff Report,supra note 3,at 10; Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 28.

(106) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 28（ジェネラル・パートナーが特定の投資専門知識を欠いている場合、税務上の考慮などを要する場合などに、別の組織体がファンド・マネージャーとして務めることは有用であるとする）。

(107) David S. Miller and Jean Bertrand, Federal Income Tax Treatment of Hedge Funds, Their Investors, and Their Managers,65 Tax Law. 309312-313(2012). なお、いわゆるチェック・ザ・ボックス規則（check-the-box regulations）により、LLC 会社がパートナーシップとして取り扱われうることになり、パススルー課税を受けることができる。26 C.F.R. § § 301.7701-2,301.7701-3,7701-5,Treas.Reg. § § 301.7702-2,301.7701-3,7701-5(West 2006, 2019, 2020).

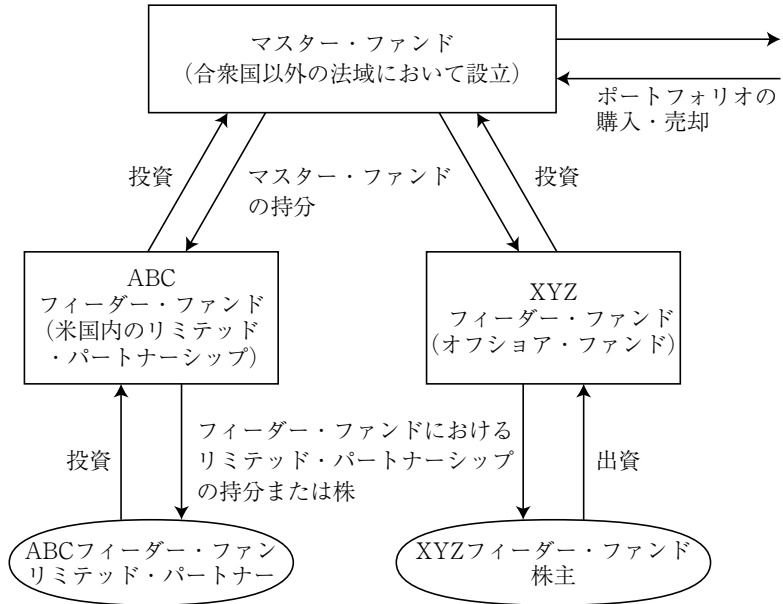


図3：マスター・フィーダー構造

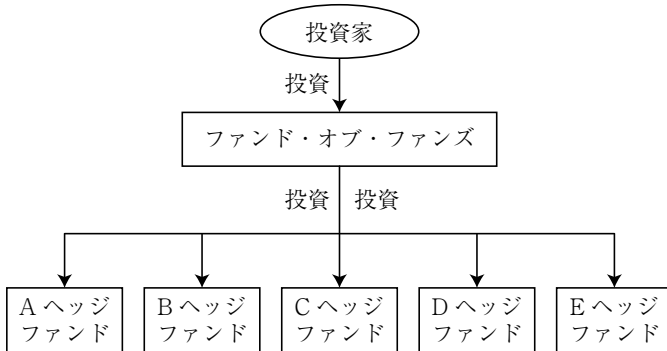


図4：ファンド・オブ・ファンズ

近時では LLC 会社の利用も増えてきている。LLC 会社の限責任、フロースルー課税処理および管理上の柔軟性は、リミテッド・パートナーシップと同様であり、その内容については、本稿 2（2）（オ）および図 1 参照。

（キ）マスター・フィーダー構造　マスター・フィーダー構造（master-feeder structure）（図 3 参照）とは、合衆国および海外の投資家によって調達された課税対象および非課税の資本を、マスター・ファンド（master fund）として知られる単一の投資媒体（vehicle）に共同出資（pool）するために一般的に用いられる 2 層のヘッジファンド構造であり、マスターフィーダー・ファンドともいわれる⁽¹⁰⁸⁾。マスターファンドは、通常、合衆国以外の法域により法人（例えば国際的事業会社）として組織される⁽¹⁰⁹⁾。マスターファンドには、多数のフィーダー・ファンド（feeder fund）があり、それぞれが異なるタイプの投資家（合衆国内投資家、オフショアの投資家、機関投資家など）は、マスターファンドとは別の法的組織体として運営されている各自のフィーダー・ファンドに資本を投入し、そしてフィーダー・ファンドはその資産をマスターファンドに投資を行い、マスターファンドは全てのポートフォリオ投資を行い、取引活動を行う責任を負うことになる⁽¹¹⁰⁾。また、マスターファンドは、共通の投資戦略および目標を共有する複数の合衆国内のフィーダー・ファンドと複数のオフショアの会社のフィーダー・ファンドに対して、持分を提供する⁽¹¹¹⁾。

マスター・フィーダー構造の有利な点として、①単一のポートフォリオを管理することにより効率的な運用ができること、より大きな資本規模が資金調達と信用条件を得ることを容易にすること、②ファンド・オブ・ファン

(108) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 2:10.

(109) Staff Report,supra note 3,at 9; Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 2:10（税効率の高い法域でパートナーシップまたは会社として設立されるとする）。

(110) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 2:10.

(111) Staff Report,supra note 3,at 9.

ズ⁽¹¹²⁾ (図4参照) などのような投資家の中には、一定の最低資産のレベルを満たさないファンドに投資できない場合に、マスターファンドの大きな規模がこれらの投資家によるファンドへの投資を増やすことができること、③単一のポートフォリオにより多様なフィーダー・ファンドのパフォーマンスの記録が一貫していることなどが挙げられる⁽¹¹³⁾。

他方、マスター・フィーダー構造の不利な点として、①マスター・フィーダー構造のファンドの二層構造によりその複雑性を増大する可能性があること、②マスター・フィーダー構造に関係する多数の組織体の存在により、米国証券諸法の適用除外規定、税効率の損失などの問題が生じることが挙げられている⁽¹¹⁴⁾。

なお、ケイマン諸島、英領バージン諸島、バハマ、パナマなどのようなタックス・ヘブデン (tax haven) の海外の国々において、税制上の優遇措置の点で有利であることから、オフショア・ヘッジファンド (offshore hedge fund) (図2参照) が、一般に会社として設立される⁽¹¹⁵⁾。合衆国で設立された多くのファンドのマネージャーは、そのファンドの管理に加えて、合衆国外で設立されたオフショア・ファンドを管理していることから、マネージャーの中には、両方のファンドの割当と類似した取引問題を簡素化するためにマスター・フィーダー構造を利用しているといわれている⁽¹¹⁶⁾。

(112) ファンド・オブ・ファンズ (fund of funds) とは、ファンド・オブ・ファンズのマネージャーが投資家から資本を受け入れ、それを他のマネージャー、すなわちヘッジ・ファンドに配分することをいう。Lederman and Klein, *supra* note 30, at 85.

(113) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 2:11.

(114) *Id.* § 2:12.

(115) Lederman and Klein, *supra* note 30, at 117-120 (オフショア・ファンドが利用する組織形態は会社あるいはリミテッド・パートナーシップとする) ; Staff Report, *supra* note 3, at 10; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 9:1-9:3.

(116) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 9:1.

3 ヘッジ・ファンドのサービス・プロバイダーと戦略

(1) ヘッジ・ファンドのサービス・プロバイダー

ヘッジ・ファンドは、そのファンド活動のほとんどを実施するために、多くの第三者に依存している。ヘッジ・ファンドの日常の業務に関係する必要なサービス・プロバイダーについて、主要な関係者として、投資顧問（ファンド・マネージャー）、プライム・ブローカー（prime broker）、アドミニストレータ（administrator）、ファンド会計士（fund accountant）、独立した会計監査人（independent auditor）、コンサルタントなどが挙げられる⁽¹¹⁷⁾。なお、カストディアン（custodian〔管理者〕）については、本稿4（7）で検討する。

（ア）投資顧問　ヘッジ・ファンドは、一般的に、その投資顧問（ヘッジファンド・マネージャー）がスポンサー（発起人）となり、投資顧問によってファンドの設立および管理が行われる。多くのヘッジ・ファンドの投資顧問は、投資銀行、投資管理会社およびその他の金融機関を辞めた元トレーダー、アナリストまたはポートフォリオ・マネージャーが彼ら自身のヘッジ・ファンドを創設するために、始められたものであるといわれている⁽¹¹⁸⁾。

ヘッジ・ファンドがリミテッド・パートナーシップの場合、ヘッジ・ファンドのスポンサーは、一般的に、ジェネラル・パートナーであり、且つ投資顧問でもある⁽¹¹⁹⁾。ジェネラル・パートナーは、個人、リミテッド・パートナーシップ、S株式会社（S Corporation）⁽¹²⁰⁾、LLC会社の形態がとられる⁽¹²¹⁾。ジェネラル・パートナーは、ヘッジ・ファンドに資本参加したファ

(117) Staff Report, supra note 3, at 52-61; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37, § 2.2-2.6.

(118) Staff Report, supra note 3, at 52.

(119) Lederman and Klein, supra note 30 at 205（ヘッジ・ファンドは、通常、投資に関連するもの以外の従業員または資産を保有せず、ヘッジ・ファンドのための管理資源を提供するのは投資管理会社であるという）; Staff Report, supra note 3, at 9.

ンド・マネージャーであることから、そのファンド・マネージャーがリミテッド・パートナーと一緒にリスクにさらされる投資額を有するという事実が、多数の投資家を引きつける要素となっているといわれる⁽¹²²⁾。ファンドが LLC 会社である場合には、投資顧問はその業務執行社員 (managing member) として業務を行う⁽¹²³⁾。

ヘッジ・ファンドのジェネラル・パートナーである投資顧問は、ファンドの全体的な戦略および管理についての責任があり、ファンドの投資の選択その他の運用について広範囲な裁量権を有しており、また、多様なサービス・プロバイダー (ポートフォリオ・マネージャー、アナリスト、ブローカーなど) との取決めを行っている⁽¹²⁴⁾。なお、投資顧問は、ヘッジファンド・マネージャーともいわれる⁽¹²⁵⁾。

(イ) プライム・ブローカー プライム・ブローカレッジ (prime brokerage) は、ヘッジ・ファンドを含む機関投資家および富裕個人投資家のために証券取引の決済・保管その他のサービス提供を容易にするシステムであり、包括的なブローカー＝ディーラーにより行われている⁽¹²⁶⁾。ヘッジ

(120) S Corporation は、アメリカの内国歳入法典 (Internal Revenue Code [I.R.C.]) § 1361により定義されるもので、株主は100人以下で、株主が個人であることおよび非居住の外国人でないこと、株式が1種類であることなどの条件を満たす場合、株主のみに課税されることを選択して二重課税を回避できる小規模会社である。26 U.S.C.A. § 1361, I.R.C. § § 1361,1363, 1366(West 2018).

(121) Lederman and Klein,supra note 30 at 204. (122) Lederman and Klein,supra note 30 at 204 (實際上、パートナーシップ契約は、一般的に、ジェネラル・パートナーがファンドにおいて維持しなければならない最低資本金額を明記しており、他方、ジェネラル・パートナーがパートナーシップを管理する付加的な資金上のインセンティブとなっているのは、リミテッド・パートナーからジェネラル・パートナーへの利益の再配分の方法にある)。

(123) Staff Report,supra note 3,at 52.

(124) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37,at § 2.2; Staff Report,supra note 3,at 52-53.

(125) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 2.2;

(126) Lederman and Klein,supra note 30,at 206; Staff Report,supra note 3,at 53;Lemke,Lins, Hoenig,and Rube,supra note 37, § 2.3.

ファンド・マネージャーは、ヘッジ・ファンドの戦略がブローカー＝ディーラーによって提供されるサービスと合致するかどうかによってプライム・ブローカーを選択する。

一般的なプライム・ブローカレッジの取決めでは、ヘッジ・ファンドは、プライム・ブローカーおよび他の多様な執行ブローカー＝ディーラー（executing broker-dealers。以下「執行ブローカー」(executing brokers)という）と契約を締結し、また、プライム・ブローカーは、各執行ブローカー契約を締結し、それぞれの責務を定める⁽¹²⁷⁾。プライム・ブローカレッジの取決めの主要な利益は、ヘッジファンド・マネージャーがプライム・ブローカーから集中サービスと統合レポートを受け取ることができることであり、他方、マネージャーが自分の手腕に基づいて多様な執行ブローカーを利用することができることである⁽¹²⁸⁾。

プライム・ブローカーによって提供されるサービスの主要なものとして、①ヘッジファンドの資産の保管（custody）、②ヘッジファンド・マネージャーからの指示に基づいて執行ブローカーによって実行されるヘッジ・ファンドの取引の決済、③ポートフォリオ証券取引の実行、④ポートフォリ・レポート、日々の損益計算書、評価分析、パフォーマンス・レポートなどの作成、⑤ヘッジ・ファンドの空売りのための証券貸付け、⑥ヘッジ・ファンドのための取引を容易にする証拠金（margin）の貸付け、⑦ヘッジ・ファンドのポジション、特に空売りのための主要な資金調達源の提供、⑧ヘッジ・ファンドが資産を集め、新規の投資家をもたらしするために、ヘッジ・ファンド・マネージャーに潜在的なヘッジ・ファンド投資家を紹介する資本導入（capital introduction）、⑨ヘッジ・ファンドの求めに応じて、ヘッジ・ファンド投資家に対するポジション・レポート、リスク分析などの報告、⑩

(127) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 2.3.

(128) Id.

新興ヘッジファンド・マネージャーに、弁護士・会計士その他のサービス・プロバイダーへの紹介を通してヘッジ・ファンドの運営の方法を提供したり、⑪その他のサービスとして、オフィススペース、事務サポートその他の管理サービスなどのスタートアップ・サービス、ソフト・ダラーの取決め (soft dollar arrangement)⁽¹²⁹⁾ などが挙げられる⁽¹³⁰⁾。

プライム・ブローカーに対する報酬は、その提供するサービスの性質に基づき異なるが、一般的に、プライム・ブローカーは、ヘッジ・ファンドに提供するサービスの一括したものに対して特定の手数料を請求するというわけではなく、証券貸付けを含む融資、取引手数料、取引決済の手数料などを含む多様なものに基づいて報酬が支払われる⁽¹³¹⁾。なお、2007年から2008年の金融危機の間、いろいろなプライム・ブローカーの倒産またはその脅威の結果として、複合的なプライム・ブローカーの利用が加速している⁽¹³²⁾。プライム・ブローカーの財務状態の安定性・健全性は個人投資の安全性に対して重大であるので、ヘッジ・ファンド投資家は、プライム・ブローカーの実体に関して調査すべきであるといわれている⁽¹³³⁾。

(ウ) 会計士　ヘッジ・ファンドの会計士 (fund accountant) は、ファンドの帳簿と記録の保管、当事者の口座の維持、未監査の報告書および財務諸表の作成、ファンドの保有資産の評価、報告書を作成してヘッジファンド・マネージャーへ報告することなどの活動について責任を負う⁽¹³⁴⁾。ファ

(129) ソフト・ダラーの取決めは、投資顧問 (ファンド・マネージャー) が取引の実行に加えて、ブローカーから仲介および調査サービス (ソフト・ダラー) の提供を受ける取決めで、ファンドおよび顧客口座のための取引からの仲介手数料と引換に行われるものである。See, e.g., 15 U.S.C.A. § 78bb(e) (West 2011); Lederman and Klein, *supra* note 30, at 176; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 6.6.

(130) Staff Report, *supra* note 3 at 53-55; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 2.3.

(131) Staff Report, *supra* note 3 at 55; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 2.3.

(132) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 2.3.

(133) Lederman and Klein, *supra* note 30, at 206.

ンド会計士は、その職務を遂行する際に、通常、ヘッジファンドプライム・ブローカーおよび会計監査人と緊密に協力する⁽¹³⁵⁾。

(エ) 独立した会計監査人 登録投資会社とは異なり、ヘッジ・ファンドは、制定法上、その財務諸表が監査されることは要求されない。ヘッジ・ファンドがその財務諸表の年次監査を受けるかどうかは、ヘッジ・ファンドとその投資家との間の契約上の問題である⁽¹³⁶⁾。しかし、投資家は、一般的に、年次監査を受けていない財務諸表（一般に認められた会計原則〔GAAP〕による）を提供するファンドに、投資することに消極的であるので、アメリカにおいてヘッジ・ファンドのほとんどは、一般に認められた監査基準（General Accepted Auditing Standards〔GAAS〕）に従って独立した会計監査人（independent auditors。または独立した会計事務所）によって監査された年次財務諸表を、投資家に提供している⁽¹³⁷⁾。なお、ヘッジ・ファンドの財務諸表を監査する独立した会計監査人との任用契約は、当該ファンドの投資顧問の責務であり、また、一般にリミテッド・パートナーシップとして設立される場合、取締役会またはヘッジ・ファンド投資家を代表する団体によって承認を要しない⁽¹³⁸⁾。

(オ) オフショア・アドミニストレーター アメリカ国内のヘッジ・

(134) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 2.4（ファンド会計士は、またヘッジ・ファンドのジェネラル・パートナーになりうる）。

(135) Id; Lederman and Klein,supra note 30,at 234-235（会計士は、パートナーシップ契約書の再検討、税務問題への対応、年次監査の実行などを含むパートナーシップとの関係を有するとする）。

(136) Lederman and Klein,supra note 30 at 208（一般的に、投資パートナーシップは、パートナーシップ契約条項によって、少なくとも年次監査財務諸表をパートナーに提供すべきであるといわれている）;Staff Report,supra note 3,at 57.

(137) Staff Report,supra note 3,at 57-58（ヘッジ・ファンドの会計監査人は、一般的に、ヘッジ・ファンドの財務諸表が一般に認められた会計原則（GAAP）と実質的に一致しているかどうかについて意見を述べる）;Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 2.4.

(138) Staff Report,supra note 3,at 58.

ファンドが、従来、アメリカの税制が適用されない海外の投資家から資金を集めるために、海外にオフショア・ファンドを設立し、そのオフショア・ファンドの投資顧問は、一般に、多様な種類の運営サポート提供するオフショア・アドミニストレーター（offshore administrator〔海外管理者〕）（図2参照）に依存している⁽¹³⁹⁾。オフショア・ファンドは、一般的に、会社形態であり、投資マネージャーに対するインセンティブ報酬は、個々の投資家に請求されるのではなく、会社（corporations）に対して請求される⁽¹⁴⁰⁾。

ヘッジ・ファンド投資顧問は、そのオフショア・ファンドに対してオフショア・アドミニストレーターが提供する特定のサービスに関して当該アドミニストレーターと契約を締結する。その職務の範囲は、オフショア・アドミニストレーターとの契約の性質、特定のファンドで用いられる戦略などにより異なるが、オフショア・アドミニストレーターがオフショア・ヘッジファンド顧問に提供できる重要な職務は、当該ファンドのポートフォリオ証券を評価する際にそれを補佐することである⁽¹⁴¹⁾。

（カ） コンサルタント　ヘッジ・ファンドのコンサルタント（consultants）は、一般に、ヘッジ・ファンドおよびその投資家のためのサービスを行う第三者である。コンサルタントは、複雑なヘッジ・ファンド投資を進める際に求められるべき情報の種類に関して、投資家に知らせ、投資家の目的およびリスク許容度に照らしてヘッジ・ファンド投資の適合性を

(139) Lederman and Klein, supra note 30, at 202–203; Staff Report, supra note 3, at 55–56; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37, § 2.4.

(140) Lederman and Klein, supra note 30, at 203.

(141) Lederman and Klein, supra note 30, at 202–203; Staff Report, supra note 3, at 56; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37, § 2.5（オフショア・アドミニストレーターが特定の会計およびバックオフィスサービスを提供するサービスとして、ファンドの銀行口座の運用、純資産計算の管理、手数料の計算、担保管理、ファンドの株主名簿の維持、償還金の支払の手配、株主とのコミュニケーションの調整、マネーロンダリング防止のコンプライアンスの監督などを挙げる）。

評価する。また、コンサルタントは、ヘッジ・ファンドの申込およびパートナーシップ文書の分析のような特定のヘッジ・ファンド投資に関するデュー・デイルジェンスを提供する。さらに、コンサルタントは、ヘッジ・ファンド顧問に、新規の投資家の適格性を決定する当該顧問を助力するようなサービスを提供する⁽¹⁴²⁾。

（２）ヘッジ・ファンドの戦略

ヘッジ・ファンドは、伝統的なマネー・マネジメント（money management）がロングポジション（long positions [買い持ち]）のみを利用するのとは異なり、多様な投資戦略がとられることから、オルタナティブ・インベストメント（alternative investments [代替投資]）と考えられている⁽¹⁴³⁾。ヘッジ・ファンドは、投資目標を追求する際に多くの異なる投資戦略に従っており、複合的な戦略を組み合わせることにより多様性を求める場合もある。最も一般的なヘッジ・ファンドの戦略の主要なものは次のとおりである⁽¹⁴⁴⁾。

①ロングポジションのみ（Long Only [証券の売買で、ほとんど空売りしない]）。

②ロング/ショート（Long/Short [証券やその他の商品でロングポジションとショートポジションの両方を取る]）

③マーケット・ニュートラル（Market Neutral [マーケットリスクを中立化する戦略で、例えば、過去に同様のパフォーマンスの証券の場合、ポートフォリオ・マネージャーが過小評価されているものと考えた証券を購入す

(142) Staff Report, supra note 3, at 59-60.

(143) Lederman and Klein, supra note 30, at 64.

(144) See, e.g., Staff Report, supra note 3, at 34-43; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37, § 1.2; Lederman and Klein, supra note 30, at 48-50.

ることと、当該マネージャーが高値をつけすぎると信じる証券を空売りすることを同時にする))

④ショート・バイアス (Short-Bias [ショート・バイアス・ヘッジファンドは、市場で主にショートポジションに投資するもので、この種のファンドには、空売りをするために、過大評価された株式の認定に焦点を置いたショートポジションのみのファンドが含まれる])

⑤マクロ (Macro [世界的な経済または金融動向の大きな変化からのリターンを求める])

⑥セクター (Sector [例えばバイオテクノロジーや金融機関などに焦点を合わせて、単一の業種の投資に集中する])

⑦転換社債アービトラージ (Convertible Bond Arbitrage [転換社債への投資に焦点を合わせた裁定取引 (arbitrage) をするもので、しばしば転換社債と会社の原資産株式 (underlying equity) の両方にポジションをとり、例えば、転換社債を所有し、株式を空売りをすることによる])

⑧イベント主導アービトラージ (Event-Driven Arbitrage [発表された会社イベント (例えば合併や買収) に関連する株式その他の証券の価格における相違から利益を得ることを求める])

⑨ディストレスト証券 (Distressed Securities [破産または再編を行っている会社の発行する証券の間の価格の偏差から利益を得ようとするために、ロングポジションおよび (または) ショートポジションを取る。ディストレスト証券は、「ハゲタカファンド」 (vulture funds) と呼ばれることもある])

⑩エマージング・マーケット (Emerging Markets [新興市場の会社または政府系発行者 (sovereign) の株式その他の証券への投資に集中するものであり、ハイリスク・ハイリターンの場合が多い])

⑪複合戦略 (Multi-Strategie [多くのヘッジファンドマネージャーは、市場の状況に応じて、幅広い投資戦略を通して柔軟に投資するために、マル

チ・ストラテジー・ファンドを設立し、統計アービトラージ (statistical arbitrage)、リスク・アービトラージ、空売り、デイトレ証券などに関与または投資することができる))

⑫責任ある投資 /ESG (多くのヘッジ・ファンドが、「責任ある投資」の形態を追求し、またそのファンドの投資プロセスに環境、社会、ガバナンス (ESG) の要素を組み込んでいる)

4 投資顧問による運営

(1) ヘッジ・ファンド顧問の管理手数料およびインセンティブ分配

(ア) 管理手数料 ヘッジ・ファンドに対する顧問顧問は投資管理手数料およびインセンティブ分配からなる報酬を受け取ることになるが、投資管理費用は、一般に資産ベースの手数料であり、資産の1パーセントから2パーセントである⁽¹⁴⁵⁾。管理費用は、投資顧問に対し、運営を維持するための現在のキャッシュ・フローを提供することが意図されている⁽¹⁴⁶⁾。一般に、管理費用は、ファンドの評価益 (appreciation) の算定をする前に控除され、これによってファンドが享受する実際の評価益 (すなわち手数料の後) を一層正確に反映するものとなる⁽¹⁴⁷⁾。

(145) Staff Report, supra note 3, at 61;Lederman and Klein, supra note 30, at 80 (1年につき2パーセントから6パーセントの手数料のような法外な管理手数料が定められることがあるが、ほとんどのパートナーシップにとっては1パーセントで十分すぎると述べる), 100; Thomsen, Hawke, and Calande, supra note 1, at 558 (通常2パーセントとする); Sklar, supra note 1, at 3265 (典型的には運用資産の1パーセントとする)。なお、プライベート・エクイティ・ファンドに関して、Harris, supra note 79, at 283 (通常、ファンドの総資本の2パーセント近くの管理手数料とする); Victor Fleischer, Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds, 83 N.Y.U. L. Rev. 1,3 (2008) (業界標準の「2と20」として、管理費用がファンドの資本の2パーセントと、ファンドの将来の利益の20パーセントの分配 (キャリー [carry] ともいわれる) が支払われるとする); Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37., § 3:30.

(146) Staff Report, supra note 3, at 61.

(イ) インセンティブ報酬

①報酬禁止規定 投資顧問法205条 (a) 項では、登録投資顧問は、顧客のファンドまたは当該ファンドの一部に対するキャピタルゲイン (capital gain [資本利得]) または資本評価益 (capital appreciation) の分配に基づいて、投資顧問に対して報酬を提供する投資顧問契約を締結してはならないと規定されている⁽¹⁴⁸⁾。これは、パフォーマンス報酬の取決めが、投資顧問に顧客資産で不必要な投機を促し、報酬の額の獲得または増加をさせる可能性があるからである⁽¹⁴⁹⁾。

しかし、投資顧問法205条 (a) 項の報酬禁止規定は、次のような一定の報酬計算に適用されない。①一定の期間もしくは特定の複数日の平均ファンド総価格または確定日現在でのファンド総価格に基づく投資顧問に対する報酬を規定する投資助言契約、②登録投資会社との投資顧問契約、③投資顧問契約が100万ドルを超える資産の投資に関するものであることを条件として、その他の者 (投資会社法3条 (c) 項 (11) 号に規定する信託、政府プラン、集団信託ファンド、または分離口座を除く) との当該顧問契約、④投資顧問会社と事業開発会社との間の投資顧問契約であって、当該契約に規定された報酬が、特定の期間または確定日現在での事業開発会社のファンドに対する実現キャピタルゲインの20パーセントを超えないことなどの一定の条件を満たす当該顧問契約、⑤投資会社法3条 (c) 項 (7) 号に基づく投資会社の定義から除外された会社との投資顧問契約、および⑥合衆国に居住していない者との投資顧問契約については、上記の報酬禁止規定は適用されない⁽¹⁵⁰⁾。

②投資顧問に対する報酬禁止規定の免除 投資顧問法205条 (e) 項にお

(147) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 3:30.

(148) 15 U.S.C.A. § 80b-5(a)(1)(West 2018).

(149) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 3:24.

(150) 15 U.S.C.A. § 80b-5(b).

いて、SECは、自ら進んで規則もしくはレギュレーションにより、または申立に基づく命令により、SECが同条(a)項(1)号の保護を必要としないと決定する者との投資顧問契約に当該報酬禁止規定の免除が関連する場合およびその限度で、ある者もしくは取引、またはいかなる種類の者もしくは取引も、条件付きまたは無条件に免除することができるものと規定されており、また、その免除根拠として、金融上の素養(sophistication)、純資産(net worth)、金融問題における知識および経験、運用資産の総額、登録投資顧問との関係、およびSECが本条と一致すると決定するような他の要因が挙げられている⁽¹⁵¹⁾。

そして、投資顧問法に基づく規則205-3において、投資顧問法205条(a)項(1)号の報酬禁止規定は、この規定の適用を受ける投資顧問契約を締結する顧客が、適格顧客(qualified client)である場合には、投資顧問に報酬を提供する投資顧問契約を締結することを禁止するものとはみなされない、と規定されている⁽¹⁵²⁾。これは、パフォーマンス手数料の取決めにより、投資顧問にファンドの資産管理をより良くしようとする大きなインセンティブを与えることになり、その結果、投資家に利益をもたらすことになるからである⁽¹⁵³⁾。この規則205-3は、投資顧問法のパフォーマンス手数料の禁止規定に対して広範且つ柔軟な免除を規定しており、登録投資顧問がパフォーマンス手数料取り決めの追加的リスクを負担する能力を有する一定の金融上の素養のある顧客とパフォーマンス手数料契約を締結することを可能にしている⁽¹⁵⁴⁾。

適格顧客とは、①顧問契約を締結した直後に、投資顧問と少なくとも

(151) Id. § 80b-5(e).

(152) 17 C.F.R. § 275.205-3(a)(West 2021).

(153) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37., § 3:25.

(154) Id. § 3:29.

1,000,000ドルを運用している自然人または会社（運用資産テスト）⁽¹⁵⁵⁾、⑥投資顧問が顧問契約を締結する直前に、2,100,000ドルを超える純資産を有していたか（純資産テスト）、または投資会社法2条（a）項（51）（A）に基づく適格購入者（qualified purchaser）⁽¹⁵⁶⁾であると合理的に信じる自然人または会社、⑦（i）顧問契約を締結する直前に、投資顧問の執行役員、取締役、受託者、ジェネラル・パートナーまたは類似の資格で勤める者、または、（ii）投資顧問の従業員（投資顧問に関する事務的、秘書的または管理的職務のみを行う従業員以外のもの）であって、通常の職務に関連して、当該投資顧問の投資活動に参加する者（ただし、当該従業員が当該投資顧問のためもしくは代わって当該職務を行ったか、または少なくとも12ヶ月間別の会社のためもしくは代わって実質的に類似の職務を行った者）を条件とする⁽¹⁵⁷⁾。

③インセンティブ報酬の割合　多くのヘッジ・ファンドおよび投資パートナーシップは、投資顧問とインセンティブ手数料（報酬）の取決めを行っており、ファンドの運用実績に基づき投資利益の一定割合がインセンティブ手数料として支払われることになるが、その割合は従来20パーセント前後であるといえよう⁽¹⁵⁸⁾。しかし、手数料の圧力のため、手数料の水準は引き下

(155) 運用資産テストおよび純資産テストの金額については、S.E.C., Order Approving Adjustment for Inflation of the Dollar Amount Tests in Rule 205-3 under the Investment Advisers Act of 1940, Release No. 4421 (S.E.C. Release No.), Release No. IA - 4421, 114 S.E.C. Docket 2123, 2016 WL 3254204 (June 14, 2016); Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 3:29.

(156) 適格購入者とは、投資に5,000,000ドル以上を所有する自然人または同族会社、適格者によってのみ管理される信託、または自分の計算または他の適格な購入者の計算のために、25,000,000ドル以上を有し、裁量的基準で投資する者を意味する。15 U.S.C.A. § 80a-2(a)(51) (A) (West 2010).

(157) 17 C.F.R. § 275.205-3(a) (West 2021).

(158) Staff Report, *supra* note 3, at 61; Lederman and Klein, *supra* note 30, at 162（投資パートナーシップの場合、投資顧問としての任務を行う管理会社に対して手数料として、あるいは、ジェネラルパートナーへの特別分配金として、投資利益の一定割合（しばしば10パーセントから20パーセント）が支払われる）; Vikas Agarwal, Naveen D. Daniel, and Narayan Y.

げられる傾向があり、伝統的な20パーセントのパフォーマンス手数料は、特に大規模な機関投資家に対して次第に低下しているといわれる⁽¹⁵⁹⁾。

なお、パートナーシップ契約には、乏しいパフォーマンスに対してインセンティブ分配をすることから投資家を保護するために、ハイウォーターマーク（high water marks [最高水準]）やハードル・レート（hurdle rates）のような規定が含まれることがある。ハイウォーターマークは、インセンティブ分配が評価されるよりも前に、投資顧問が達成しなければならない閾値である。ハイウォーターマークは、投資顧問がインセンティブ分配を評価する前に、ハイウォーターマークを超える投資収益をもたらさなければならず、ヘッジ・ファンドのパフォーマンスが追加的インセンティブ分配に先だって前年度のハイポイントを超えなければならない⁽¹⁶⁰⁾。

また、ハードル・レートは、ヘッジ・ファンドの投資顧問がインセンティブ分配を受け取るに先立って、そのヘッジ・ファンドが最低限の投資パフォーマンスを達成することを保証するために用いられる。ハードル・レートは、投資顧問がインセンティブ分配を得るために超えなければならないパフォーマンスの下限を設置する⁽¹⁶¹⁾。

Naik, Role of Managerial Incentives and Discretion in Hedge Fund Performance, 64 J. Fin. 2221 (2009)（ヘッジ・ファンドのサンプルの66パーセントは、20パーセントのインセンティブ報酬であるとする）；Morley, supra note 6 at 1257（パフォーマンス・インセンティブとして、マネージャーは、ファンドのプラスのリターン（positive returns）の約20パーセントを与えられることが多いといわれる）；Thomsen, Hawke, and Calande, supra note 1, at 558（通常、ファンドのプラスのパフォーマンスの20パーセントとする）；Harris, supra note 79, at 283（プライベート・エクイティ・ファンドに関して、ファンド・マネージャーに通常ファンドの利益の20パーセント（いわゆるキャリー）が支払われるとする）；Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37, § 3.30（20パーセントから50パーセントのパフォーマンス手数料（ハイウォーターマーク [high water mark] に従う）を支払うことがよくあるといわれる）。

(159) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 37, § 3.30.

(2) 投資顧問による詐欺的行為などの禁止行為

(ア) 投資顧問による禁止行為 投資顧問法206条において、投資顧問が、郵便物または州際通商の方法もしくは手段によって、直接的または間接的に、次に列挙する行為をすることは違法となるものと規定されている。①顧客または将来の顧客に詐欺行為をするために、方策、計略、または策略を用いること、②顧客または将来の顧客に対する詐欺または欺瞞として作用する取引、慣行、またはビジネス・プロセスに従事すること、③投資顧問が顧客との証券の売却または購入を行うことおよび当該取引に対して顧客の同意を得ていることの資格を、当該取引の完了前に書面で当該顧客に対し開示することなく、自分の口座で本人として行動して故意に顧客との当該取引を行うこと、または、当該顧客以外の者のためのブローカーとして行動し、故意に当該顧

(160) Staff Report, supra note 3, at 62 (これは、同一のパフォーマンスに対して投資顧問が二度のインセンティブ分配の支払を受けることを禁止するものである)。

例えば、最初の投資額が10,000ドル、20パーセントのパフォーマンス報酬、および10パーセントの初年度のリターンを仮定する場合、初年度のパフォーマンス報酬は200ドルとなる ($10,000 \times 1.10 = 11,000$ ドル、 $(11,000 - 10,000) \times 0.20 = 200$ ドル)。次年度のリターンがマイナス20パーセントである場合 ($11,000 \times 0.80 = 8,800$ ドル)、その8,800ドルが11,000ドルのハイウォーターマークより少ないので、投資顧問はパフォーマンス報酬を受け取らない。3年度において当該ファンドが30パーセントのリターンを有する場合 ($8,800 \times 1.30 = 11,440$ ドル)、投資顧問は88ドルのパフォーマンス報酬を受け取る ($11,440 - 11,000 = 440$ ドル、 $440 \times 0.20 = 88$ ドル)。Id.62 n.215.

(161) Id.63. ヘッジ・ファンド投資顧問のパフォーマンス報酬プランが10パーセントのハードル・レート規定に従う場合には、インセンティブ分配が評価されるに先だって、当該投資顧問は当該ファンドへの10パーセントのリターンを上回らなければならない。Id n.217.

例えば、最初の投資額が10,000ドル、10パーセントのハードル・レート、20パーセントのパフォーマンス報酬、および25パーセントの初年度の実際のリターンを仮定する場合には、当該投資顧問はインセンティブ分配において300ドルを得ることになる ($10,000 \times (1.25 - 1.10) = 1,500$ ドル、 $1,500 \times 0.20 = 300$ ドル)。また、別の変形として、ハードル・レートが全ての収益に適用されるが、純収益がハードル・レートを上回った後に限られる (すなわち、インセンティブ分配の考慮後の投資リターンがハードル・レートよりも大きい場合)。

Id n.217.

客の口座で当該取引を実施すること、または、④詐欺的、欺瞞的、または操作的である行為、慣行、またはビジネス・プロセス業務過程に従事すること⁽¹⁶²⁾。

投資顧問法206条は、登録が要求されるかどうかにかかわらず、全ての投資顧問に適用され、その結果、同法203条 (l) 項（ベンチャー・キャピタル・ファンド投資顧問の免除）または203条 (m) 項（一定のプライベート・ファンド顧問の免除）の免除に依拠する投資顧問も、投資顧問法206条の対象となる⁽¹⁶³⁾。

SEC は、投資顧問法206条の上記④の目的のため、規則およびレギュレーションにより、詐欺的、欺瞞的または操作的であるような行為、慣行およびビジネス・プロセスを防止するために合理的に設計された手段を定義し、説明するとされている⁽¹⁶⁴⁾。そして、規則275.206(4)-1において、投資顧問法203条に基づいて登録または登録を義務付けられている投資顧問が、直接的または間接的に、同規則の (a) から (d) に違反する広告 (advertisement) を流布することは違法であると規定されている⁽¹⁶⁵⁾。投資顧問が1人以上の者に対して行う直接的または間接的なコミュニケーションである広告について、重要な事実について虚偽の陳述などの行為を禁止する一般的事項（同規則 (a)）、証明 (testimonial) や推薦 (endorsement) を含むような広告（同規則 (b)）、第三者の格付けを含む広告（同規則 (c)）、およびパフォーマ

(162) 15 U.S.C.A. § 80b-6(West 2010).

(163) See, e.g., SEC v. Beacon Hill Asset Management LLC, Beacon Hill Master, Ltd., Bristol Fund, Ltd., Safe Harbor Fund L.P., Safe Harbor Asset Management, LLC, Milesone Plus Partners L.P. and Milestone Global Advisors, L.P., Civill Action No. 02 CV 8855 (LAK) (S.D.N.Y.) Release No. 17841 (S.E.C. Release No.), Litigation Release No. 17841, 2002 WL 31528507 (November 15, 2002) (「評価額の虚偽表示で未登録の投資顧問に差止命令」); Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 3:22.

(164) 15 U.S.C.A. § 80b-6(4)(West 2010).

(165) 17 C.F.R. § 275.206(4)-1(West 2022).

ンスを含む広告の禁止、定義（同規則（d））について詳細な規定がなされている⁽¹⁶⁶⁾。

（イ）重大な虚偽の記述 投資顧問法203条もしくは204条に基づき SEC に提出された登録申請書もしくは報告書において、何人も、重要な事実について故意に虚偽の記述をすること、または、当該申請書もしくは報告書に記述することを要求される重要な事実を当該申請書もしくは報告書において記述することを故意に省略することは違法である⁽¹⁶⁷⁾。

（ウ）一般的な禁止事項 ①合衆国またはその機関による後援の表示 投資顧問法203条に基づき登録された者が、合衆国またその機関もしくはその役員によって、後援・推薦もしくは承認されていること、または、当該者の能力もしくは資格がいかなる点においても認められていることを、いかなる方法においても表示もしくは示唆することは違法である⁽¹⁶⁸⁾。

②1934年証券取引法の規定の下での登録届出書 上記①のいかなる規定も、ある者が投資顧問法または1934年証券取引法の下で登録されているという記述が、実際に真実であり、且つ、当該登録の効力が不実表示でない場合には、当該記述を禁止するものと解されない⁽¹⁶⁹⁾。

③事業の説明として「投資助言者」という名称を使用すること 投資顧問法203条の下で登録された者が、（i）その者の主たる事業が投資顧問として行動することからなる場合、且つ（ii）その者の事業の実質的な部分が投資管理サービスの提供からなる場合でない限り、その者が「投資助言者」（investment counsel）であることを表示し、またはその者の事業の説明と

(166) Id. § 275.206(4)-1(a)(b)(c)(d). また、投資顧問による禁止取引を定める投資顧問法206条

(1) (2) に違反する事例について、詳細に紹介するものとして、Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 3:22 参照。

(167) 15 U.S.C.A. § 80b-7 (West 1940).

(168) Id. § 80b-8(a) (West 1960).

(169) Id. § 80b-8(b).

して「投資助言者」という名称をその事業の説明として使用することは違法である⁽¹⁷⁰⁾。

④間接的な手段を用いて禁止行為をする行為 　いかなる者も、その者が投資顧問法またはその規則もしくはレギュレーションの規定の下で直接行うことが違法となる行為もしくは事項を、間接的に、または他の者を通じて、もしくは他の者によって、行うことは違法である⁽¹⁷¹⁾。

（３）投資顧問の監督義務

投資顧問法203条（e）項（6）号において、投資顧問もしくは当該顧問と関係する者が、1933年証券法、1934年証券取引所法、投資顧問法、商品取引所法、これらの制定法に基づく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のいずれかの規定について、他の者が違反することを故意に幫助し、教唆し、助言し、命令し、誘導し、または周旋した場合、または、自己の監督下にある当該他の者が上記の制定法、規則およびレギュレーションの規定に違反することを防止するために、当該他の者を合理的に監督しなかった場合、SECは、命令により、当該投資顧問について、譴責し、その活動、職務または運営に制限を設け、12ヶ月を超えない期間その登録の停止、またはその登録の取消を行わなければならない⁽¹⁷²⁾。投資顧問は、登録されているかどうかにかかわらず、投資顧問法の下で、その投資顧問に代わって行動する者の活動を監督する義務がある⁽¹⁷³⁾。また、投資顧問の役員および従業員（弁護士およびコンプライアンス担当者を含む）も、他の者を

(170) Id. § 80b-8(c).

(171) Id. § 80b-8(d).

(172) 15 U.S.C.A. § 80b-3(e)(6)(West 2019).

(173) In the Matter of Robert T. Littell and Wilfred Meckel, Release No. 2203 (S.E.C. Release No.), Release No. IA - 2203, 81 S.E.C. Docket 2771, 2003 WL 22945718(December 15, 2003); Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 3:82.

監督することを怠ったことに対して制裁を受ける可能性がある⁽¹⁷⁴⁾。

しかし、次の場合には、投資顧問法203条 (e) 項 (6) 号の規定の目的のために、いかなる者も、ある者を合理的に監督することを怠ったとはみなされない⁽¹⁷⁵⁾。

①確立された手続および当該手続を適用するためのシステムがあり、当該手続およびシステムが、当該他の者による当該違反を、実行可能な限り、防止および発見することを合理的に期待されるものである場合。

②当該者が、当該手続およびシステムが遵守されていなかったと信ずべき合理的な根拠がなくて、当該手続およびシステムのために当該者に課せられた職務および義務を合理的に履行していた場合。

(4) コンプライアンスの手続および実施

規則206(4)-7は、投資顧問法203条の下で登録または登録を要求される投資顧問は、次の (a)・(b) および (c) の場合を除き、同法206条の意味の範囲内で、顧客に対して投資助言を提供することは違法であるものとする⁽¹⁷⁶⁾。

(a) 投資顧問およびその監督者が、投資顧問法および同法の下で SEC により採用された規則に違反することを防止するために合理的に意図された書面による方針および手続を採択し、実施すること (ポリシーと手続)。

(b) 本条に従って確立された方針および手続の妥当性、およびその実施の有効性を1年未満で度々再検討すること (年次再検討)。

(c) 上記 (a) の下で採択する方針および手続を管理する責任を負う個人 (監督される者) を指定すること (最高コンプライアンス役員)。

(174) In the Matter of Millennium Capital Advisors of Pennsylvania, Inc. and Louis J. Sozio, Release No. 2092 (S.E.C. Release No.), Release No. IA - 2092, 2002 WL 31796914(December 13, 2002);Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 3-82,3-83.25.

(175) 15 U.S.C.A. § 80b-3(e)(6)(A)(B).

(176) 17 C.F.R. § 275.206(4)-7(West 2019)

規則206(4)-7は、登録された投資顧問に対し、投資顧問またはその監督者による投資顧問法違反を防止するために合理的に意図されたコンプライアンス方針および手続を採用し、実施することを要求している⁽¹⁷⁷⁾。

（５）投資顧問の倫理コード

投資顧問法203条によって登録または登録を要求される投資顧問は、少なくとも次の事項を含む書面による倫理コード（code of ethics）を構築、維持および実施しなければならない⁽¹⁷⁸⁾。

①投資顧問がその被監督者に要求するビジネス行動の基準で、投資顧問の受任者義務とその被監督者の受任者義務を反映していなければならない基準

②投資顧問の被監督者が適用される連邦証券法を遵守することを要求する条項。

③全てのアクセス者（access persons）⁽¹⁷⁹⁾に、彼らの個人的な証券取引および保有を定期的に報告することを要求する条項、および、投資顧問に、当該取引および保有を検討することを要求する条項

④被監督者に、投資顧問の倫理コードの違反を直ちに投資顧問の最高コンプライアンス役員に報告することを要求する条項、または投資顧問の最高コンプライアンス役員が全ての違反の報告も受け取ることを条件として、投資

(177) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 3-83（コンプライアンス方針および手続に含める必要がある特定の要素として、SECに従って、投資顧問の業務に関連する範囲で、少なくとも必要なものを列挙する）。

(178) 17 C.F.R. § 275.204A-1(a)(West 2017).

(179) アクセス者の定義については、アクセス者とは、①投資顧問の被監督者で、(i) 顧客の証券の購入または売却に関する非公開情報、または報告可能の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、もしくは (ii) 顧客への推奨に関与している者、または非公開であるような推奨にアクセスできる者を意味し、②投資助言の提供が投資顧問の主な業務である場合には、投資顧問の全ての取締役、役員およびパートナーはアクセス者であるとみなされる。17 C.F.R. § 275.204A-1(c).

顧問が倫理コードにおいて指定する他の者に報告することを要求する条項

⑤投資顧問に、投資顧問の倫理コードと修正のコピーを提供することを各被監督者に要求する条項、および、投資顧問の被監督者に、倫理コードと修正の受領の確認書を投資顧問に提供することを要求する条項

また、投資顧問は、ビジネス倫理の特定の基準を採用することは要求されず、むしろ、投資顧問が選択する基準は、連邦証券法の遵守を要求すると同時に、顧問の顧客に対する受任者義務と被監督者の受任者義務を反映すべきであるといわれる⁽¹⁸⁰⁾。なお、投資会社法規則270.17j-1でも、倫理コードの採用と承認について規定がなされており、全てのファンド（証券に投資しないファンドを除く）およびファンドの各投資顧問および当該ファンドの主要な引受人は、アクセス者が違法行為に従事するのを防ぐために合理的に必要な規定を含む書面による倫理コードを採用しなければならないと規定されている⁽¹⁸¹⁾。

（6）投資顧問による報告書

（ア）報告書 投資顧問法204条において、投資顧問としての業務に関連して郵便または州際通商の手段もしくは方法を利用する投資顧問（投資顧問法203条（b）項に従って登録から特に免除される者を除く）は、SECが規則により公共の利益または投資家の保護のため必要もしくは適当なものとして規定する記録（1934年証券取引所法3条（a）項（37）号に定義）を作成し、所定の期間保管し、その写しを提供し、流布させなければならない⁽¹⁸²⁾。

また、投資顧問法204A条において、同法204条による投資顧問は、本法

(180) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37,at §3-61.

(181) 17 C.F.R. § 270.17j-1(c)(1) (West 2017). ファンド、投資顧問および主要な引受人は、合理的な注意をもって、その倫理コードの違反を防止するために合理的に必要な手続を設けなければならない。Id.at 17 C.F.R. § 270.17j-1(c)(2)(i) .

または1934年証券取引所法もしくはそれらの規則ないしレギュレーションに違反して、当該投資顧問または当該投資顧問に関係する者が重要且つ非公開の情報を悪用することを防止するために、当該投資顧問の業務の性質を考慮して合理的に立案された書面による方針および手続の構築、維持、および実施をしなければならず、他方、これについて、SECは、公共の利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場合、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規則を採用しなければならない⁽¹⁸³⁾。

（イ）帳簿および記録の維持 規則275.204-2において、投資顧問法203条によって登録または登録を要求される投資顧問は、当該投資顧問業務に関連する一定の帳簿および記録を真実、正確および最新のものにし、また保持しなければならない⁽¹⁸⁴⁾。その規則は、一般的にいえば、①典型的な会計記録と、②投資顧問がその事業の特別な受任者の性質の見地から保持すべきとSECが考える一定の記録に大別される二種類の帳簿および記録を維持することを、投資顧問に要求している⁽¹⁸⁵⁾。

（7）顧客資産の保管

（ア）カストディの定義 カストディ（custody〔保管〕）とは、直接的または間接的に、顧客の資金もしくは証券を保有すること、またはそれらの所有を得る権限を有することを意味する⁽¹⁸⁶⁾。投資顧問が顧客に提供する助言サービスに関連して、関係者が直接的または間接的に顧客の資金または証券を保有している場合、またはそれらを所有するための権限を有する場合、

(182) 15 U.S.C.A. § 80b-4(West 2011). なお、投資顧問法の下で登録された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、投資顧問の記録および報告とみなされる。Id. § 80b-4(b)(2). (183) 15 U.S.C.A. § 80b-4a(West 1988).

(184) 17 C.F.R. § 275.204-2(a)(West 2022).

(185) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 37, § 3-56.

(186) 17 C.F.R. § 275.206(4)-2(d)(2) (2010 West 2010) .

投資顧問は保管することになる⁽¹⁸⁷⁾。カストディには、次のものが含まれる。

(i) 顧客の資金または証券（ただし、顧客が引き出し、第三者に支払われる小切手ではないもの）の所有（ただし、顧客が不注意に資金もしくは証券を受け取り、その受領後3営業日以内に直ちに送り主に返送する場合を除く）

(ii) 投資顧問のカストディアン（custodian〔保管者〕）への指示に基づいて、カストディアンが管理している顧客の資金もしくは証券を引き出すことを、投資顧問が承認または許可されている取決め（一般的な委任状を含む）

(iii) 投資顧問またはその被監督者に、顧客の資金もしくは証券の法的所有権またはアクセスを与える資格（リミテッド・パートナーシップのゼネラルパートナー、LLC 会社の管理メンバー、または別のタイプのプールされた投資ビークルまたは信託の受託者と類似の地位など）。

(イ) 投資顧問による顧客の資金および証券の保管 投資顧問法203条により登録または登録を要求される投資顧問である場合、次の①から⑦の場合を除き、投資顧問が顧客の資金および証券を保管する行為は、同法206条（4）号の意味の範囲内の詐欺的もしくは欺瞞的行為、または操作的な行為、慣行または業務プロセスであると規定されている⁽¹⁸⁸⁾。

① 適格カストディアン 適格カストディアン（qualified custodian〔適格保管者〕）⁽¹⁸⁹⁾ は、(i) 顧客名義による各顧客のための別個の口座において、または (ii) 顧客のための代理人または受託者としての投資顧問の名義により、投資顧問の顧客の資金および証券のみを含む口座において、これらの資

(187) Id.

(188) Id. § 275.206(4)-2(a).

(189) 適格保管者には、顧問顧問法202条（a）項（2）号に定義される登録銀行、登録ブローカー・ディーラー、外国金融機関などが含まれる。17 C.F.R. § 275.206(4)-2(d)(6) (2010 West 2010) .

金および証券を管理する。

②顧客への通知 投資顧問が適格カストディアンで口座を開設する場合、投資顧問は、口座が開設されまたこの情報の変更に従うとき直ちに、適格カストディアンの名前、住所、および資金もしくは証券が管理される方法について書面で顧客に通知する。

③顧客に対する口座明細書 投資顧問は、適正な調査の後、適格カストディアンが資金もしくは証券を管理する投資顧問の各顧客に少なくとも四半期ごとに口座明細書を送付し、当該期間の終了時での口座における資金および各証券の額を確認し、且つ当該期間中の口座における全ての取引を示すと信じる合理的な根拠を有する。

④独立した認証 投資顧問が保管している顧客の資金および証券は、原則として、投資顧問と独立した公認会計士との間の書面による合意に従って、投資顧問に対する事前の通知もしくは告知がされることなく当該会計士により選択される時点で、且つ毎年不規則である時点で、当該会計士によって各1年間（calendar year）に少なくとも1回は実際の審査によって認証される。

⑤ リミテッド・パートナーシップおよびLLC会社の特例 上記③により要求される口座明細書は、各リミテッド・パートナー（またはメンバーまたはその他の受益所有者）に送付する必要がある⁽¹⁹⁰⁾。

⑥適格カストディアンとして行動する投資顧問 投資顧問が顧客に提供する助言サービスに関連して、顧客の資金または証券を資格のある保管者として保持する場合、または関係者が保持するために投資顧問が保管する場合、上記の④の検証を行うための独立公認会計士は、公開会社会計監視委員会（Company Accounting Oversight Board）に登録され、定期的な検査を受けることを要し、また、顧客は、独立公認会計士が作成した書面による内部統

(190) 投資顧問は、通常、この救済策を利用するといわれる。Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 3-64.

制報告書 (internal control repor) を各1年間に少なくとも1回以上取得し、または顧客の関係者⁽¹⁹¹⁾から受領しなければならない。

⑦独立した代理人 顧客は、上記②および③で要求される通知および口座明細書を、顧客に代わって受け取る独立した代理人⁽¹⁹²⁾を指名することができる。

なお、投資顧問が、顧客の証券もしくは資金の保管または所有する場合、規則275.204-2 (a) により作成および保持されることを要求される記録には、当該口座の証券の全ての取引についての記録、顧客ごとに別個の元帳口座、全ての取引の確認書のコピー、当該証券に利害関係を有する顧客の各証券の記録、関係者の運営上の独立性に関する投資顧問の根拠を記載した覚書が含まれなければならない⁽¹⁹³⁾。

(8) 委任状による議決権行使

投資顧問が、投資顧問法203条により登録または登録を要求される投資顧問である場合、投資顧問が顧客の証券に関して議決権を行使することは、規則275.206(4)-6において、次の場合を除いて、同法206条(4)号の意味にお

(191) 関係者 (related person) とは、直接的または間接的に、投資顧問を支配する者または投資顧問により支配される者、および投資顧問と共通の支配下にある者をいうと定義される。17 C.F.R. § 275.206(4)-2(d)(7) (West 2010).

(192) 独立した代理人 (independent representative) とは、(i) プールされた投資ビークルの場合には、リミテッド・パートナーシップのリミテッド・パートナー (または LLC 会社の構成員、または別の種類のプールされた投資ビークルの他の受益所有者) のための代理人を含め、法律または契約により、顧問の顧客またはリミテッド・パートナー (または構成員もしくは他の受益所有者) の最善の利益のために行為する義務を負う、顧問の顧客の代理人 (agent) として行為する者で、(ii) 投資顧問を支配せず、投資顧問によって支配されず、且つ、投資顧問との共通の管理下にないもので、且つ、(iii) 投資顧問と重要な取引関係がなく、過去2年以内にそのような関係がない者である、顧問の顧客のための代理人として行為する者を意味すると定義される。Id. § 275.206(4)-2(d)(4)

(193) 17 C.F.R. § 275.204-2(b) (West 2022).

ける詐欺的、欺瞞的、または操作的な行為、慣行、または業務プロセスであると規定される⁽¹⁹⁴⁾。

(a) 投資顧問が、顧客の最善の利益のために顧客の証券に議決権行使 (vote) することを確実にするために合理的に立案された書面による方針および手続を採用・実行し、その手続には、投資顧問の利益とその顧客の利益との間に生じる可能性のある重大な衝突にどのように対処するかを含めなければならないこと、(b) 投資顧問が顧客の証券に関してどのように投票したかについて、顧客が投資顧問から情報をどのように得ることができるかを顧客に開示すること、および (c) 投資顧問の委任状投票の方針と手続を顧客に説明し、また要求に基づいて、方針と手続のコピーを要求する顧客に提供すること、以上の (a) から (c) のことを行うことによって、投資顧問が委任状による議決権行使をすることができる。

投資顧問は、一般に、投資顧問が管理するファンドに対して委任状による議決権行使する権限を有しており、投資顧問（ファンド・マネージャーを含む）は、一般に、顧客またはファンド投資家の最善の利益のために委任状による議決権行使する信任義務を負っている⁽¹⁹⁵⁾。また、投資顧問法による登録を免除されて、規則206(4)-6の適用を受けなくても、一般的な信任上およびコモン・ロー上の原則により、委任状による議決権を有する投資顧問は、顧客またはファンド投資家の最善の利益のために委任状により議決権行使するか、その委任状による議決権行使の活動について適切な開示を行うことを義務づけられると解されている⁽¹⁹⁶⁾。

(194) 17 C.F.R. § 275.206(4)-6 (West 2003).

(195) *Hewlett v. Hewlett-Packard Co.*, 2002 WL 8180918 (April 30, 2002); Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 3-68.

(196) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 37, § 3-68.

5 結び

アメリカ国内において、ヘッジ・ファンドのための最も一般的な組織構造の形態は、リミテッド・パートナーシップ、LLC会社、またはマスター・フィーダー構造であるといわれている。しかし、ヘッジ・ファンド自体は、ほとんどファンド活動を実施しておらず、そのファンド活動は、実際には、投資顧問、プライム・ブローカー、アドミニストレータ、カストディアンなどのような多くのサービス・プロバイダーによって行われている。

サービス・プロバイダーの中で、投資顧問（あるいはファンド・マネージャー）はスポンサーとなり、ジェネラル・パートナー（ファンドがLLC会社の場合の経営管理社員）としてヘッジ・ファンドの運営の中心となってファンドの管理を実施している。

その結果、投資ファンドが投資資産を所有するとはいえ、その資産が投資顧問に委託されることにより、實際上、ファンドの運営を行う投資顧問が運用資産を有することになる。このような状況において、ファンドによって適正且つ効率的に運用されるための法規制が、要請されることになる。アメリカの投資顧問法および規則は、そのために必要な規定の整備を行っている。

投資顧問法によれば、その規定整備の主要なものとして、まず、投資管理手数料のほかに、登録投資顧問に対して報酬を提供することが、原則として規制されている。ただし、投資顧問法に基づく規則205-3において、投資顧問法のパフォーマンス手数料の禁止規定に対して、登録投資顧問は、一定の金融上の素養・能力のある顧客とパフォーマンス手数料契約を締結することが認められている。また、投資顧問が顧客に対して詐欺的行為などをすることは、投資顧問法206条により禁止されている。さらに、投資顧問は、投資顧問法203条(e)項(6)号において監督義務を負わされ、自己の監督下にある他の者が法令の規定に違反することを防止するため、当該他の者を合理的に監督しなかった場合、SECにより一定の制裁が課される。また、規則

206(4)-7により、投資顧問は、コンプライアンスの手続および実施が要求され、さらに、規則275.204-2において登録投資顧問は、当該投資顧問業務に関連する一定の帳簿および記録を真実、正確および最新のものにして保持しなければならない。また、登録投資顧問が顧客の証券に関して議決権の代理行使をする場合には、規則275.206(4)-6により利益相反関係などに関する一定の情報開示が要求されている。さらに、登録していない投資顧問でも、上記の禁止行為の規定、監督義務、議決権代理行使の場合の際の利益相反関係などに関する一定の情報開示について、同様に考えられている。

アメリカのファンドの関する規制について、これまでの多くの問題の事例にも対処して検討されてきたもので、非常に詳細で多数の規定がなされている。わが国のファンドの法規制にとっても、参考とすべき点が多いと考えるが、若干複雑な内容となっているものと思われる。一般的に、アメリカの投資顧問法の基本的な考え方は、投資・金融関係に知識・経験がある顧客について、特に保護する必要がないことを前提しているといえるのであるが、しかし、知識・経験がある顧客であっても、ファンドの運営に関する情報開示が不十分であれば、適正な投資判断ができないことになる。今後も、多様な問題が生じた場合にそのような状況に応じた適切な情報開示を模索することが必要となるであろう。