

投資顧問の行動基準とコンプライアンス

島田 公明*

- 1 はじめに
- 2 投資顧問の信任義務
- 3 投資顧問の利益相反
- 4 議決権の代理行使
- 5 監督義務・コンプライアンス手続
- 6 結び

1 はじめに

投資ファンドは、通常の事業会社とは異なり、投資顧問（あるいはファンド・マネージャー）によって管理・運営されるのが一般的である。すなわち、投資ファンドは投資資産を所有するけれども、その投資資産の運用は投資顧問に委託されている。この結果、投資ファンドは投資資産を所有するのに対し、投資顧問がその運用資産を所有する状態になっているといつてよい⁽¹⁾。このような投資資産と運用資産の分離は、投資ファンドおよびそのファンドの投資家の権利を制限することになるが、実務上、効率的な投資資産の運用

*福岡大学法学部教授

(1) See, e.g., John Morley, The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation, 123 Yale L.J.1228, 1238-1243 (2014). 拙稿「ヘッジ・ファンドの運営と法規制」福岡大学法学論叢67巻3号421頁（2022）参照。

を可能にし、投資ファンド等にとって一層の利益をもたらすものとなると考えられるであろう。

しかし、そのような投資資産と運用資産の分離によって、投資顧問の利益相反が生じる可能性が高くなっていく。実際上、ヘッジ・ファンドの投資顧問は、しばしば潜在的な利益相反に直面し、ヘッジ・ファンドの構造および運営は、複雑な手数料体系や報酬の取決め、関係会社との金融関係のような、ヘッジ・ファンドの投資顧問が投資家よりも個人的な利益を優先させる機会やインセンティブを有する可能性がある状況を頻繁的に作り出しているといつてよい⁽²⁾。

そこで、本稿は、まず、投資顧問の信任義務として、注意義務（顧客の最善の利益、最良執行等）および誠実義務の内容を検討する。次に、投資顧問の利益相反の問題として、複数の口座の並行管理、配分と集計、ブローカー＝ディーラーとの金融関係とソフト・ダラー、さらには、議決権の代理行使の問題を検討する。最後に、投資顧問の従業員等に対する監督義務およびコンプライアンス・倫理コードについて検討する。

2 投資顧問の信任義務

(1) 信任義務の概念

信任義務（fiduciary duty）は、顧客口座の管理または他の投資助言を行う際に、投資顧問が受任者（fiduciary）としてコモンローにおいて負わされる一般的義務である⁽³⁾。SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. 事件において、最高裁判所は、登録された投資顧問が、長期投資のための証券を推奨する直前に自分の口座のための証券の株式を購入して、その勧告に従って市場価格が上昇したときに利益を上げて株式を売却するという、「スキヤル

(2) Linda Chatman Thomsen, Daniel M. Hawke, and Pauline E. Calande, Hedge Funds: An Enforcement Perspective, 39 Rutgers L.J. 541, 593-594 (2008).

ピング」(scalping)として知られている慣行を、顧客に開示することを強制する差止命令を取得することができる」と判示する際に、「1940年の投資顧問法は、投資顧問関係の微妙な信任者の性質に関する議会の認識、および投資顧問として—意識的または無意識的に—私利私欲の助言をする傾向がある全ての利益相反を排除するか、少なくとも明るみに出すという議会の意図を反映している」と判示する⁽⁴⁾。これは、投資顧問法206条（投資顧問による禁止取引）が投資顧問の行動を支配する「連邦の信任基準（federal fiduciary standards）を確立していると考えられている⁽⁵⁾。投資顧問の信任義務を遵守しなかった場合、悪意（scienter）⁽⁶⁾の証明を要求する投資顧問法206条（1）号、もしくは一般的に過失（negligence）の証明のみを要求する同法206条（2）号のいずれかの違反、またはその両方の規定の違反を構成することになる⁽⁷⁾。

信任義務は注意義務（duty of care）と忠実義務（duty of loyalty）で構成

(3) See e.g., SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S.180 (1963); Jeffrey J.Haas and Steven R.Howard,Investment Adviser Regulation 218 (Thomson/West 2008)（翻訳として、ジェフリー J.ハース/スティーブ 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）；Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, S.E.C.Release No. IA-5248, 2019 WL 3043881, *33669 (Friday, July 12, 2019).

(4) SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., supra note 3, *191-192.

(5) Transamerica Mortg. Advisors, Inc. (TAMA) v. Lewis, 444 U.S. 11, *17 (1999)（投資顧問法の立法経緯は、議会が強制的力のある信任義務を課すことを意図していたことは疑いの余地がないと判示する）；Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462, *472 n.11 (1977); 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 § 8.2 (Thomson Reuters 2022)（合衆国最高裁判所は、投資顧問法206条が、登録または未登録を問わず、全ての投資顧問に、法律問題として顧客に対して忠実義務および注意義務の信任義務を課すものと解釈している）。

(6) 悪意（scienter）とは、投資顧問が「欺罔する、操作する、または詐欺する意図」で行動したことを意味する（SEC v. Steadman, 967 F.2d 636, *641 (D.C. Cir. 1992)）。

(7) Landa, Rowland and Hong, supra note 5, § 8.2.

され、投資顧問法の下で、投資顧問は、顧客のために引き受けられる全てのサービスに関して、その各顧客に注意義務および忠実義務を負う受任者である⁽⁸⁾。このような信任義務は、投資顧問が「本人 (principal) の目標 (goals)、目的 (objectives) または究極目的 (ends) を採用する」必要があり、投資顧問は、いつでも顧客の最善の利益に役立つことをしなければならず、顧客の利益よりも自分の利益を優先させることはできない⁽⁹⁾。また、投資顧問は、顧客と公正に対処し、顧客との利益相反を回避するように努め、少なくとも、重要な利益相反または潜在的な利益相反を完全に開示しなければならない⁽¹⁰⁾。

SEC は、投資顧問が顧客の最善の利益のために行動する義務が注意義務および忠実義務の両方を包含する支配的な原則であると考えており、また、注意義務は、投資顧問が顧客の目的に基づいて顧客の最善の利益のために投資助言を提供することを要求し、他方、忠実義務は、顧客が利益相反に対してインフォームド・コンセント (informed consent [説明に基づく承諾]) を提供できるように、投資顧問を意識的または無意識的に公平無私でない助

(8) SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., supra note 3, *194 (裁判所は、受任者に、「最大限の誠実 (good faith) と全ての重要な事実の完全且つ公正な開示」の肯定的義務、並びに「受任者の顧客を誤解させることを避けるために合理的な注意 (reasonable care) を用いる」肯定的な義務を負わせていると判示する)；Proxy Voting by Investment Advisers, S.E.C. Release No.2106, 2003 WL 215467, *2 (January 31, 2003); Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33670.

(9) Arthur B. Laby, The Fiduciary Obligation as the Adoption of Ends, 56 Buff. L. Rev. 99, 130-137 (2008) (受任者は、本人の主観的な目的、目標または究極目的について認識し、受任者自身の目的として本人の目的を採用しなければならないと述べる)；Proxy Voting by Investment Advisers, supra note 8, *6; Amendments to Form ADV, S.E.C. Release No.3060, 2010 WL 2957506, *2 (August 12, 2010); Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33670-*33671.

(10) SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., supra note 3, *191-193; Amendments to Form ADV, supra note 9, *2; Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33670-*33671.

言をしたい気にさせる全ての利益相反を排除するか、またその利益相反について完全且つ公正な開示を行うことを要求する、と考えられている⁽¹¹⁾。

投資顧問の信任義務は、投資顧問と顧客の関係、すなわち信任および信頼の性質を認識して、投資顧問法の下で課せられるものであり⁽¹²⁾、そのような関係の範囲において、投資顧問とその顧客は、完全且つ公正な開示とインフォームド・コンセントがあることを条件として、合意によってその関係を形成することができる⁽¹³⁾。投資顧問と顧客の関係の範囲に関しては、投資顧問は、顧客が1回の手数料を支払う単一のファイナンシャル・プラン（financial plan [財務計画]）から、顧客がポートフォリオにおける資産価値に基づく定期的な報酬に支払うことができる継続的なポートフォリオ管理まで、広範囲のサービスを提供している⁽¹⁴⁾。また、投資顧問は、限られた資産および投資知識・経験を有する小口の顧客から、非常に大規模なポートフォリオ並びに相当な知識・経験および分析力を有する機関投資家まで、広範囲の多様な顧客にサービスを提供しており、さらに、投資顧問の信任義務から生じる特定の義務は、代理人としての投資顧問がその本人である顧客のために引き受けることに同意した職務によることになる⁽¹⁵⁾。

投資顧問の信任義務の適用は、上記のような投資顧問と顧客の関係の範囲によって異なることになるが、SECの経験では、投資顧問法によって課せ

(11) Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33671; Landa, Rowland and Hong, supra note 5, § 8.2.

(12) See SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., supra note 3, *190（合衆国の両議会の委員会の前に開催された聴聞会で、主要な投資顧問は、その職業を説明する際、顧客との「信任（trust）および信頼（confidence）」、および「顧客および公衆の利益に反する作用をすと思われる機会があるとすれば、通常の方法で証券を購入および売却する（彼らの権利）についての厳格な制限」の重要性を強調した）。

(13) Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33671.

(14) Id.

(15) Id.

られる原則の信任義務は、投資顧問が提供するサービスおよびサービスを提供する顧客の種類にかかわらず、投資顧問の効果的な行動基準としての役に立つために十分な柔軟性を提供してきたと考えられている⁽¹⁶⁾。しかしながら、投資顧問は、その顧客に対する関係が信任関係であるかぎり、受任者のままであり、投資顧問の連邦の信任義務を放棄することができず、その信任義務は投資顧問と顧客の間で合意された関係の範囲を反映する方法で適用される。したがって、(i) 投資顧問が受任者として行動しないという主張、(ii) 全ての利益相反の包括的な放棄、または (iii) 投資顧問法の下での特定の義務の放棄のような、投資顧問の連邦の信任義務を一般的に放棄することを目的とした契約条項は、顧客の素養・能力に関係なく、投資顧問法215条（契約の効力）に反して、無効とされる⁽¹⁷⁾。

(2) 注意義務

(ア) 注意義務の内容 投資顧問は受任者として顧客に注意義務を負っているが、注意義務には、とりわけ、①顧客の最善の利益となる助言を提供する義務、②投資顧問が顧客の取引を執行するブローカー＝ディーラーを選択する責任を有する場合、顧客の取引の最良執行（best execution）を追求する義務、および③投資顧問と顧客の関係の方針についての助言および監視を提供する義務が含まれる⁽¹⁸⁾。

(イ) 顧客の最善の利益 上記①の場合は、顧客の目的に関する合理的な調査が必要となり、小口の顧客について、投資顧問は、少なくとも、顧客の財務状況、金融関係の知識、投資経験および目標などについて合理的な調

(16) Id. *33671.*33672.

(17) 15 U.S.C.A. § 80b-15 (West 1940) (契約の効力); Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33672.

(18) Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33672.

査を行わなければならない。これに対し、機関投資家に投資アドバイスを提供する場合、その顧客からの特定の投資義務によって、顧客の目的に対する合理的な調査をする必要がある。また、投資顧問は、提供する助言が顧客の目的に基づいて顧客の最善の利益になるという合理的な確信を有することが要求される⁽¹⁹⁾。

（ウ）最良執行 上記②の最良執行を追求する義務については、投資顧問は、各取引における顧客の総費用または収益がその状況の下で最も有利になるような方法で、顧客のために証券取引の執行をしなければならない⁽²⁰⁾。価値の最大化には、コストの最小化以上のものが含まれる。最良の執行を求める場合、投資顧問は、とりわけ、提供される調査の価値、並びに、執行能力、手数料率、財務責任および投資顧問への応答性を含む、仲介にゆだねる際にブローカーのサービスの全範囲および質を考慮しなければならない⁽²¹⁾。SECによれば、決定的要因は、可能な限り低い手数料コストではなく、取引が最良の管理される口座にとって最良の質的執行を表すことを、投資顧問に気づかせることであると考えられている⁽²²⁾。これに関連して、投資顧問は、その取引を執行するブローカー＝ディーラーの執行パフォーマンスを定期的且つ体系的に評価しなければならない⁽²³⁾。

（エ）助言・監視 上記③については、投資顧問は、その顧客との間で合意された関係の範囲を考慮して、顧客の最善の利益となる頻度で助言およ

(19) Id. *33673-*33674.

(20) Securities; Brokerage and Research Services, S.E.C. Release No.23170, 1986 WL 630442, *11 (April 23, 1986); Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33674（投資顧問が顧客の取引を執行するブローカー＝ディーラーを選択する責任がある場合〔一般的には顧客口座について顧客に代わって取引する投資裁量権を与えられた裁量口座の場合〕、顧客の取引の最良の執行を追求する義務がある）。

(21) Securities; Brokerage and Research Services, supra note 20, *11.

(22) Id.

(23) Id.

び監視を提供する義務が含まれ、投資顧問が顧客と継続的な関係を有している⁽²⁴⁾。投資顧問が顧客と継続的な関係を有して定期的な資産ベースの手数料で報酬支払される場合、助言および監視を提供する投資顧問の義務は、当該関係の性質と一致するような比較的広範囲なものになり、これとは反対に、投資顧問の監視義務に関する明示的な合意がない場合、投資顧問と顧客が、1回限りの料金で1回限りの財務計画の提供に関するような、制限的な期間の関係を有するとき、投資顧問は監視義務を負わない傾向がある⁽²⁵⁾。しかし、投資顧問が継続的な監督サービスを提供することに同意した場合には、投資顧問の信任義務の範囲は、取引が発生するかどうかにかかわらず、顧客の口座を監視する継続的な義務を含むことになる⁽²⁶⁾。

(3) 忠実義務

(ア) 忠実義務の内容 忠実義務は、投資顧問がその顧客の利益を投資

(24) See, e.g., SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., supra note 3, *187 (投資顧問は、「投資顧問と顧客との間における全ての利益相反が取り除かれないかぎり、その投資の健全な管理に関する有能で公平且つ継続的な助言について個人的に提供するという基本的な職務を完全に果たすことができない」と判示する)；Erlich v. First Nat. Bank of Princeton, 505 A.2d 220, **235 (West 1984) (投資顧問は、「投資戦略が、損失に対して自己を保護する顧客の現在の能力に適合したままであることを保証するために、顧客の業務を定期的に再検討する義務を負う」とされる)；Barbara Black, Brokers and Advisers - What's in a Name?, 11 Fordham J. Corp. & Fin. L. 31, *38 (2005) (投資顧問とその顧客との間の関係は信任関係であることから、投資顧問の義務が口座の管理を含む場合、投資顧問は口座のパフォーマンスを監視し、また、ポートフォリオにおいて適切な変更を行う義務がある)；Arthur B. Laby, Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers, 55 Vill. L. Rev. 701, *727 (2010) (活動の範囲は契約によって変更されることができるとは、投資顧問が助言を財務計画の提供に限定したり、または、地方債などの特定の種類の証券に助言を制限したりする場合、顧問の信任義務はその関係の範囲に比例したものになる)；Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33675.

(25) Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33675.

(26) Laby, supra note 24, at *728.

顧問自身の利益より軽視しないことを要求するものであり、投資顧問は、顧客の利益よりも投資顧問自身の利益を優先してはならない⁽²⁷⁾。すなわち、投資顧問は、投資顧問自身の口座を有利に取り扱うことにより、または、投資顧問に高い手数料率を支払う一定の顧客口座を他の顧客口座よりも有利に取り扱うことにより、顧客の利益よりも投資顧問自身の利益を有利に取り扱うことはできない⁽²⁸⁾。忠実義務は、潜在的な投資に関する助言だけでなく、投資戦略、副投資顧問の雇用および口座の種類に関する助言を含む、投資顧問が既存の顧客に提供する全ての助言に適用される⁽²⁹⁾。SECは、投資顧問自身の口座に取引を配分し、その顧客の口座に不利な取引または利益のない取引を配分した投資顧問に対して、多数の執行訴訟を提起してきた⁽³⁰⁾。

（イ）重要な事実の開示 投資顧問は、忠実義務を履行するためには、顧問関係に関連する全ての重要な事実を顧客に完全且つ公正に開示しなければならない⁽³¹⁾。顧問関係に関連する全ての重要な事実、および投資顧問が

(27) See, e.g., Proxy Voting by Investment Advisers, supra note 8, *2 (忠実義務を履行するためには、投資顧問は、顧客の利益を投資顧問自身の利益より軽視してはいけないと判示する)；Amendments to Form ADV, supra note 9, *2 (投資顧問は、顧客の利益を投資顧問自身の利益より軽視してはならず、投資顧問は顧客と公正に対処し、顧客との利益相反を回避することを求め、少なくとも、重大な利益相反または潜在的な利益相反について完全に開示しなければならないと判示する)；Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33675.

(28) Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33675 n.54.

(29) Id. *33675 n.53.

(30) See, e.g., SEC v. Strategic Capital Management, LLC and Michael J. Breton, Litigation Release No. 23867, 2017 WL 2793917, *1 (June 23, 2017) (投資顧問はマスター・ブローカレッジ口座を通じて取引を行い、その後、利益のない取引を顧客口座に入れながら、投資顧問自身の口座には収益の多い取引を割り当てた事案で、一定の制裁が課された)；Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33675 n.54.

(31) See, e.g., SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., supra note 3, *194*197 (重要な事実を開示しなかった場合、意図された意味の範囲内で詐欺または欺瞞とみなされなければならない

意識的かまたは無意識的に私利私欲の助言を提供する傾向がありうる全ての利益相反について、完全且つ公正な開示は、顧客および将来の顧客が投資顧問を評価および選択するのに役立つことができる⁽³²⁾。

投資顧問関係に関連する重要な事実として、次のようなことが考えられる。

①投資顧問およびブローカー＝ディーラーとして二重の資格で登録され、投資顧問とブローカーの両方の立場で同じ顧客にサービスを提供する企業または個人に関連するもの、②投資顧問の立場で行動する二重登録者は、その助言が提携ブローカー＝ディーラーまたは提携投資顧問を通じて提供される特定の成果の一覧表に限定される状況に関するもの、③投資顧問が意識的または無意識的に私利私欲の助言を提供する傾向がありうる全ての利益相反に関するもの、④適格な顧客間で投資機会を割り当てる場合、投資顧問が投資顧問自身の利益と顧客の利益の間、または異なる顧客間の利益相反に直面する可能性に関するものが、挙げられる⁽³³⁾。

なお、開示が完全且つ公正であるかどうかは、顧客の性質（個人投資家・機関投資家など）、サービスの範囲、および重要な事実または利益相反に依存するが、開示は、顧客が利益相反を理解して、インフォームド・コンセントを提供できる立場に置くように設計することが要求される⁽³⁴⁾。

らない趣旨を述べる)；Amendments to Form ADV, supra note 9, *2 (投資顧問は、重大な利益相反または潜在的な利益相反の完全な開示をしなければならないと判示する)；Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33675 n.55.

(32) Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33677. なお、SEC は、登録投資顧問に対し、とくに個人投資家に平易な英語を使用して簡単な関係の概要を提供することを要求し、個人投資家とその金融専門家との間の会話を有益な方法で促進することを求めている。Form CRS Relationship Summary; Amendments to Form ADV, S.E.C. Release No. 5247, 2019 WL 2420298,*1-*11 (June 5, 2019).

(33) Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, supra note 3, *33675-*33677.

(34) Id. *33679.

（４）不正行為を禁止する法令の遵守

投資顧問は、登録されているかどうかにかかわらず、投資顧問法の不正防止規定である、顧客に対する詐欺を一般的に禁止する同法206条（1）号および同法206条（2）号、並びにプールされた投資媒体における投資家に対する詐欺を禁止する同法規則206(4)-8に違反してはならない。また、投資顧問は、証券取引所法10条（b）項およびその下での規則10b-5の対象となり、証券の売買に関連するインサイダー取引などが禁止される⁽³⁵⁾。

3 投資顧問の利益相反

（１）ヘッジ・ファンドおよびその他の顧客のための複数の口座の並行管理

投資顧問が、多数の異なる構造（例えば、登録投資会社〔登録ファンド〕、ヘッジ・ファンド、機関口座〔institutional account〕）を有する複数の口座を管理する場合（このような場合を「並行管理」〔side-by-side management〕という）、投資顧問が一方の口座を他方の口座よりも有利な取扱いを惹起するという、利益相反（conflicts of interest）を発生する可能性がある⁽³⁶⁾。

(35) これらの法令に関する簡潔な説明については、例えば、Landa, Rowland and Hong, *supra* note 5, §§ 8:18-8:29参照。

(36) John V. O'Hanlon and Maureen Magner, Side-by-Side Management: Identifying and Mitigating Potential Conflicts of Interest, IAA Newsletter (Feb.2009), <https://www.dechert.com/knowledge/publication/2009/2/side-by-side-management-identifying-and-mitigating-potential-co.html> (SECは、1940年投資顧問法を通過するための検討の際に並行管理に関連する懸念を明らかにしていたといわれる)；Bill Alpert, Be Wary of Mutual Funds Run by Hedge-Fund Managers, *Barron's* (July 26, 2018), <https://www.barrons.com/articles/be-wary-of-mutual-funds-run-by-hedge-fund-managers-1532611193> (ヘッジ・ファンドを運営しているミューチュアル・ファンドのマネージャーが、そのミューチュアル・ファンドの同業者よりも著しく業績が下回っているという最近の研究があることを指摘する)；Susan Ferris Wyderko, Testimony Concerning Hedge Funds (May 16, 2006), <https://www.sec.gov/news/testimony/ts051606sfw.htm> (ヘッジ・ファンドからの投資顧問の手数料は、ファンドのパフォーマンスに大きく依存しており、投資顧問は通常、ヘッジ・ファンド自体に多額

例えば、現代では、多くの投資顧問は、当該投資顧問が管理するヘッジ・ファンドに相当な投資を行っていることから、当該ヘッジ・ファンドの顧客を他の顧客よりも有利な取扱いをして、その投資顧問は当該ヘッジ・ファンドに投資機会を配分するインセンティブを有する⁽³⁷⁾。さらに、ロング（買い持ち）のみの戦略を利用するミューチュアル・ファンドを管理する投資顧問が、同時に、異なる戦略を利用する場合、当該投資顧問が、特定の業界または業種の証券を選択して、ミューチュアル・ファンドがロングで保持する株式証券について、ヘッジ・ファンドにとって空売り（sell short）することが適切であると決定するとすれば、その空売りは、当該証券の価格にマイナスの影響を及ぼし、したがって、ミューチュアル・ファンドのパフォーマンスにマイナスの影響を及ぼすことにもなりうる⁽³⁸⁾。

2013年SECのスタッフは、最優先の検討として、ヘッジファンド・マネージャーにおける潜在的な利益相反を精査することを明確にしており、ファンド・マネージャーは、実際の利益相反と潜在的な利益相反を徹底的に調査し、厳格で防御可能な配分や取引慣行および手続きを含む、そのような利益相反に対処するコンプライアンス・プログラムを設計すべきであるといわれている⁽³⁹⁾。ヘッジ・ファンドの場合には、ポートフォリオ・マネー

の投資を行っているため、並行管理の経営陣は、投資顧問が他の顧客よりもヘッジ・ファンドを有利に取り扱う可能性のある重大な利益相反を提示しているとする。

(37) Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission, Implications of the Growth of Hedge Funds, 83-84 (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）（投資顧問のパフォーマンス報酬については、ヘッジ・ファンドのキャピタル・ゲインおよび資本評価の20パーセント以上であることが多くて、ミューチュアル・ファンドのような登録投資会社を含む伝統的な口座に基づき支払われる資産ベースよりも著しく高額である）。

(38) Id.at 84.

(39) SEC Office of Compliance Inspectations and Examinaton, Examination Priorities for 2013 (February 21, 2013), <https://www.sec.gov/files/national-examination-program-priorities-2013.pdf>; Thomas P.Lemke, Gerald T.Lins, Kahtryn L.Hoenig, and Patricia S.Rube,

ジャーには一般的に大きな許容度を持っているのに対し、ロングのみの口座は、通常、柔軟性が少なく、ポートフォリオをほとんど常に完全に投資する必要がある場合もあることから、同じポートフォリオ管理チームがこれらの異なる種類の投資手段を管理する場合、投資決定が全てのファンドと口座の間で公正且つ公平であることが重要となる⁽⁴⁰⁾。

SECは、上記のような利益相反の状況に適用される一般的なガイダンスを定めていないが、多くのヘッジファンド・マネージャーは、次のような慣行のほとんどまたはその一部を採用している⁽⁴¹⁾。

① ネット・ショートポジション ネット・ショートポジション (net short positions [正味売り持ち高]) について、例えば、ポートフォリオ・マネージャーは、たとえロングのみのファンドや口座が証券を保有していたとしても、証券を空売り (against the box) することによって、ヘッジ・ファンドまたはオフショア・ファンドのポジションをヘッジすることを決定することができる場合もあるが、このような種類の空売りには、書面による説明および（または）法務担当者またはコンプライアンス担当者による承認が要求される可能性がある。

② 取引のタイミング ヘッジ・ファンドとオフショア・ファンドは、他の口座の取引の直前に特定の証券に投資したり、売却したりしてはいけない。

③ 取引集計 ヘッジ・ファンドまたはオフショア・ファンドが他のファンドまたは口座とともに証券を売買している場合、平均価格で受け取る全てのファンドと口座について、可能な限り集計されるべきである。

④ クロス・トレード ヘッジ・ファンドおよびオフショア・ファンドは、

Hedge Fund and Other Private Funds: Regulation and Compliance 2021-2022 Edition § 6:49 (Thomson Reuters 2021).

(40) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:49.

(41) *Id.*

法律またはコンプライアンス担当者からの事前の承認がない限り、他のファンドまたは口座との内部内のクロス・トレード（cross trades〔両建て〕）に従事してはいけない。

⑤報酬 潜在的な経済的利益相反を改善するために、ファンド・マネージャーのなかには、ヘッジ・ファンドおよびロングのみのファンドまたは口座の両方について責任を負い、それらのファンドまたは口座からのパフォーマンス手数料を直接に分担しないように報酬を構築する者もいる。

⑥配分 投資（新規公募を含む）を配分する場合には、全てのファンドおよび口座の公正且つ公平な取り扱いを確保するために、一般的な配分原則に従われるべきであり、これに従わない状況では、書面による正当性および（または）法務担当者またはコンプライアンス担当者による承認が要求される可能性がある。

⑦監視 ファンド・マネージャーの法務およびコンプライアンス部門は、これらの状況での取引を定期的に監視し、問題または異常なパターンを上級管理者に注意させなければならない。

⑧監督 ファンド・マネージャーのなかには、並行取引問題を再検討するために特別委員会またはその他の監視団体を設置するものもある。

⑨開示 完全な開示は、一般的な配分方針および潜在的な利益相反に関する文書および（または）助言契約を提供する、ファンド・マネージャーのフォーム ADV において行なわれなければならない。

（２）配分と集計

（ア）配分 ヘッジ・ファンドの投資顧問（ヘッジファンド・マネージャー）が当該ヘッジ・ファンド以外の顧客を含む複数の口座を管理する場合、当該投資顧問がある証券の購入または売却をするとき、その顧客のファンドおよび口座にその証券の配分について、潜在的な利益相反が生じる可能

性がある⁽⁴²⁾。投資顧問は、その管理する複数の口座の間で公正且つ公平な方法で投資機会を配分する信任義務を負っており、一方の口座を有利に取り扱って他方の口座を犠牲にすることはできず、この場合に投資顧問法206条に違反する可能性がある⁽⁴³⁾。

例えば、投資顧問が4つの異なる口座とファンドのために10,000株を購入することを欲しているが、5,000株のみを取得できるにすぎない場合、投資顧問は各ファンドと口座が最終的に受取る株式数を公正且つ合理的な方法で決定する必要がある⁽⁴⁴⁾。SEC スタッフは、他の方法でも公正な配分義務を履行することができるけれども、比例的基準に基づいて取引機会を配分する投資顧問は一般的に公正な配分義務を履行していることになると指摘している⁽⁴⁵⁾。

また、SEC は、その提起する執行訴訟において、「ホットな株式新規公開」(hot initial public offerings (IPOs) [以下「ホット IPO」とする])⁽⁴⁶⁾の場合、

(42) Thomsen, Hawke, and Calande, *supra* note 2, at 595 ; Haas and Howard, *supra* note 3, at 245; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:4.

(43) 15 U.S.C.A. § 80b-6 (West 2010) (投資顧問による禁止取引) ; Thomsen, Hawke, and Calande, *supra* note 2, at 595; Haas and Howard, *supra* note 3, at 245-246; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39 § 6:4.

(44) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:4 (ブローカー＝ディーラーに取引が割り当てられている口座 (内訳 [breakdowns] として知られる) がマネージャーから通知され、執行ブローカー＝ディーラーは、その取引を処理し、各ファンドまたは口座のカストディアンまたはブライム・ブローカーとの決済を調整する責任を負う)。

(45) See, e.g., SMC Capital, Inc., SEC No-Action Letter, 1995 WL 529274 (pub. avail. Sept. 5, 1995); Pretzel & Stouffer, SEC No-Action Letter, 1995 WL 737153 (pub. avail. Dec. 1, 1995); Haas and Howard, *supra* note 3, at 245.

(46) 「ホット IPOs」(またはホット・イシュー [hot issues]) とは、新規株式公開の証券であり、当該証券の取引が開始されたとき、プレミアムで取引するものである。In the Matter of Account Management Corporation, S.E.C. Release No.1529, 1995 WL 579449, *2 n.2 (September 29, 1995) (通常、引受人 (underwriter) は、IPO がホット・イシューになりそうな場合、流通市場取引の前に関心の指標 (投資家の需要が株式新規公開の供給を上回ることを示唆する) を通じて知っている) ; In the Matter of Mckenzie Walker Investment

流通市場においてプレミアムで取引が予想される IPO の証券の配分について、自己勘定口座またはパフォーマンス手数料のある口座を他の口座よりも不当に有利に取り扱う可能性を懸念しており、そのような場合に、登録顧問に対して、公正且つ公平な方法で証券取引および助言勧告の配分を行うか、または、そうではないことを明確に開示することを要求している⁽⁴⁷⁾。これらの要件を満たさない場合には、投資顧問法206条（投資顧問による禁止取引）に違反する可能性がある⁽⁴⁸⁾。

さらに、投資顧問が、収益性の高い取引を自己勘定の口座または有利な顧客口座に配分し、その反対に、利益のない取引を不利な顧客口座に配分する場合（「チェリー・ピッキング」(cherry picking) といわれる）、そのようなスキームを認識してもしくは不注意で、且つ顧客に開示しないとき、投資顧問法206条もしくは信任義務に違反するとして、SEC は訴訟を提起し、差止や制裁などを課している⁽⁴⁹⁾。

Management, Inc., S.E.C. Release No. 1571, 1996 WL 396091, *2 n.2 (July 16, 1996)（「ホット IPOs」とは、そのような取引が開始されるときはいつでも流通市場 (secondary market) においてプレミアムで取引される公募の証券を意味する）；In the Matter of F.W. Thompson Company, S.E.C. Release No.1895, 2000 WL 1264290, *1 n.1 (September 7, 2000)（募集前に「ホット」と特徴付けられる IPOs は、需要が特に強く、直後の市場での募集価格よりかなりのプレミアムで取引が行われると予想されるものである）。

(47) See, e.g., In the Matter of Kemper Financial Services, Inc., S.E.C. Release No. 1387, 1993 WL 431535 (October 20, 1993); In the Matter of Account Management Corporation, S.E.C. Release No.1529, 1995 WL 579449 (September 29, 1995); In the Matter of Mckenzie Walker Investment Management, Inc., S.E.C. Release No. 1571, 1996 WL 396091 (July 16, 1996); In the Matter of the Dreyfus Corporation, S.E.C. Release No.1870, 2000 WL 562449 (May 10, 2000); In the Matter of Nevis Capital Management, LLC, S.E.C. Release No. 2214, 2004 WL 236571 (February 9, 2004).

(48) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:4.

(49) See, e.g., In the Matter of J.S. Oliver Capital Management, L.P., S.E.C. Release No. 3658, 2013 WL 4647195 (August 30, 2013)（チェリー・ピッキング戦略として、その日に価値の上昇した取引を有利な口座に不釣り合いに配分し、その日に価値の減少した取引を不利な口座に配分する方法と、その日の間に1つの証券で複数の取引があった場合、最も有利な価格の

また、投資顧問法206条（4）号および同法に下での規則206(4)-7⁽⁵⁰⁾は、登録投資顧問に対し、同法およびその規則の違反を防止するために合理的に作成された書面による方針および手続を採用および実施することを要求しているところ、投資顧問が、不適切な取引配分を防止し、その提供およびマーケティング資料における不正確な開示を防止するために合理的に作成された書面による方針および手続を採用および実施しなかったことにより、顧問法第206条（4）号および同法の下での規則206(4)-7に違反することを知っていたとして、是正制裁および停止命令が課されている⁽⁵¹⁾。

SEC は一般的に、投資顧問およびその他のアドバイザーが、ファンドまたは顧客の間で取引または推奨を配分するための比較的客観的な公式やプログラムを有することを期待しており、配分に対する可能なアプローチには、要求された注文規模または口座規模に基づく比例的配分、循環的システム⁽⁵²⁾

取引を有利な口座に配分する方法がとられた) : SEC v. Aletheia Research and Management Inc., Case No. CV 12-10692-JFW (RZx), 2015 WL 13404306 (Filed 05/11/2015) (投資の経済性が認識されるまで取引の配分を遅らせ、勝ちとる取引を自分の口座を含む有利な口座に配分し、損する取引を2つの不利なヘッジ・ファンドに配分された) : In the Matter of Ark Asset Management Co., INC., S.E.C. Release No. 2962 (December 14, 2009) (投資顧問は、チェリー・ピッキング・スキームの慣行を開示することなく、顧客口座を犠牲にして自己勘定口座に収益性の高い取引を割り当てることにより、詐欺を行うスキームに従事したことにより、その忠実義務に違反し、開示しないことについて、投資顧問法206条（1）号および（2）号に違反した) : In the Matter of Gerson Asset Management, Inc., S.E.C. Release No. 2457 (December 2, 2005); In the Matter of Michael L. Smirlock,, S.E.C. Release No. 1393, 1993 WL 492792 (November 29, 1993).

(50) 15 U.S.C.A. § 80b-6 (4) (West 2010); 17 C.F.R. § 275.206 (4)-7 § 275.206 (4)-7 Compliance procedures and practices (West 2022).

(51) In the Matter of Structured Portfoliod Management, L.L.C., S.E.C. Release No. 3906, 2014 WL 4244242 (August 28, 2014).

(52) 循環的システムは、口座またはファンド間で所定の順序において証券を配分し、その結果、全体の注文が配分されるまで、各ファンドまたは口座が優先順位で十分な配分を受け取ることになり、次の部分的な注文に応じるためには、ファンド・マネージャーは、止めた口座またはファンドから開始することなどである。Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra*

などが含まれ、配分の決定は適時に行われなければならない、一般的には集計された注文をする前またはその後迅速に行わなければならないこと、配分のアプローチを顧客に正確に開示し、合理的な方針と手順を持つことが重要であるといわれる⁽⁵³⁾。

(イ) 顧客注文の集計 取引の集計 (aggregation of trades) (バンチング・トレード (bunching trades [束ねる取引]) としても知られる) は、投資顧問が複数の顧客の口座に代わって特定の証券について単一の大口の取引注文 (集計された注文) をする場合に生じる⁽⁵⁴⁾。確かに、投資顧問がどの顧客にもすべてに代わってその証券について単一の小口の取引注文をすることはきわめて非効率的であるのに対して、取引注文の集約または束ねることは、多くの場合、顧客にとって有利であり、例えば、投資顧問が1株当たりのベースで委託手数料コストまたは市場への影響を減らすことができ、また、特定の証券が最低限の購入または売却の額 (私募や特定の債務証券など) を要求する場合、集計された注文により、投資顧問はその管理するファンドのため証券を購入することが可能となる⁽⁵⁵⁾。

しかしながら、投資顧問は取引に参加する口座およびその口座が参加する数量を選択することができることから、取引の集計によって、ある顧客を別の顧客よりも有利に取り扱うことができるようになり、取引の集計は利益相反を生じさせることになる⁽⁵⁶⁾。しかしながら、投資顧問法206条により、投資顧問は、その顧客に関して最大限の誠実をもって行為し、全ての重要な事実について完全且つ公正な開示を提供する信任義務を課されており、顧客の

note 39, § 6:4.

(53) Id.

(54) Haas and Howard, *supra* note 3, at 248-249.

(55) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:4; Haas and Howard, *supra* note 3, at 249.

(56) Haas and Howard, *supra* note 3, at 249.

注文を集計する投資顧問は、注文の最良の執行（best execution）を求める義務と一致する方法でそれを行い、全ての顧客が集計および配分において公正に取り扱われることを確実にしなければならず、さらに、投資顧問は、注文の集計に関する方針を開示することを要求される⁽⁵⁷⁾。

注文を集計するときに従われるべき共通の一連の手続は存在しないが、SECのスタッフは、いくつかのノー・アクション・解釈レターにおいて、次のような注文集計に関する有用なガイダンスを提供している⁽⁵⁸⁾。

①取引の集計の方針は顧客に完全に開示されること

②集計される注文に参加する顧客は特定の営業日にその証券内の全ての取引の平均株価で参加し、取引コストは各顧客の取引への参加に基づいて比例配分されること

③集計される注文に入る前に、参加する顧客口座およびそれらの顧客間での当該注文の配分方法を明記する書面による陳述（配分明細書）を準備すること

④集計される注文が全額満たされた場合、配分明細書に従って顧客間で配分され、注文が部分的に満たされる場合、配分明細書に基づいて比例配分されること

⑤全ての顧客口座が公正且つ公平および衡平な取扱いを受け、異なる配分の理由が書面で説明され、注文が執行された日の翌日の取引日の市場開始後1時間以内に投資顧問のコンプライアンス役員によって書面で承認された場

(57) See, e.g., SMC Capital, Inc., SEC No-Action Letter, supra note 45; Pretzel & Stouffer, supra note 45 (Publicly Available December 1, 1995); Owen T. Wilkinson and Associates, Inc., SEC No-Action Letter, 1987 WL 108842 (Publicly Available December 30, 1987); In the Matter of Pegasus Investment Management, LLC, S.E.C. Release No. 3215 (June 15, 2011); Haas and Howard, supra note 3, at 249.

(58) See, e.g., SMC Capital, Inc., SEC No-Action Letter, supra note 57; Pretzel & Stouffer, supra note 45; Owen T. Wilkinson and Associates, Inc., supra note 57.

合、注文は配分明細書に明記された基準とは異なる基準で配分されることができる。

(3) ブローカー＝ディーラーとの金融関係とソフト・ダラー

(ア) ブローカー＝ディーラーとの金融関係　ヘッジ・ファンド投資顧問の主要な金融関係は、しばしばそのプライム・ブローカーとの関係であり、一般的に、登録ブローカー＝ディーラーまたは登録ブローカー＝ディーラーの子会社もしくは関連会社を有する投資銀行に関するものである。プライム・ブローカーは、ヘッジ・ファンドに証券取引に関連する集中カストディ、清算、記録管理および資金調達サービスを提供し、また、空売りの戦略に配慮するために、ヘッジ・ファンドに代わって証券の貸し借りをすることもできる⁽⁵⁹⁾。さらに、ヘッジ・ファンドは、複数の異なるブローカー＝ディーラーを通じて取引を実施し、1つのプライム・ブローカーを通じてそれらの取引を清算および決済することができるが、複雑な取引戦略とファンドのポートフォリオ全体の機密性を維持したいために、大規模なヘッジ・ファンドは複数のプライム・ブローカーを使用することが増えていて、ファンドのレバレッジの全体的なレベルを評価するために必要な情報を持っているプライム・ブローカーがないことにより、金融市場にリスクをもたらす可能性があることが懸念されている⁽⁶⁰⁾。

ところで、ヘッジ・ファンドの運営およびその大量の取引は、ヘッジ・ファンドを援助または促進する他の多くの組織体との金融関係を伴うことにより、利益相反が生じる可能性がある。例えば、ヘッジ・ファンドは、必要な取引サービスを取得するために、第三者の登録ブローカー＝ディーラーを利用したり、あるいはヘッジ・ファンド自身の登録ブローカー＝ディーラー

(59) Thomsen, Hawke, and Calande, *supra* note 2, at 597-598.

(60) *Id.* at 598.

を設ける場合、その援助に対して報酬を受け取るブローカー＝ディーラー等とヘッジ・ファンドとの間の金融上の取り決めの性質と範囲は、ヘッジ・ファンドの投資家に完全に開示されていないことがあり、また、多くの潜在的な利益相反の原因となる可能性がある⁽⁶¹⁾。

また、指示されたブローカレッジ・スキーム（directed brokerage scheme）では、投資顧問は、ブローカーから割戻金（kickbacks）またはその他の利益を得る目的で、特定のブローカーが取引を執行するために使用されることを指示する場合、指示されたブローカレッジの取り決めは、投資顧問がそのファンドの最善の利益とは無関係で、正当化されるものよりも高い割合の手数料で取引を行い、または競争力のない価格で証券を購入することになるから、当該ファンドの取引で「最良執行」（best execution）を求める投資顧問の義務の懈怠につながる可能性がある⁽⁶²⁾。さらに、収益分配スキーム（revenue sharing scheme）として、ファンドの投資顧問がファンド取引を執行するためにブローカー＝ディーラーに意図的に一株当たりのプレミアムを支払う取り決めをし、ブローカー＝ディーラーは、特定の総手数料の閾値が満たされたとき、プレミアムの一部をファンドの投資顧問に割戻し（rebate）をすることに同意する場合、この手数料の割戻しはファンドに支払われるべきファンドの資産であり、潜在的な利益相反が生じることにな

(61) See, e.g., In the matter of Founding Partners Capital Management Company, S.E.C. Release No.2860, 2007 WL 4236147, *4-6 (December 3, 2007) (ヘッジ・ファンドは、投資顧問に支払われた管理手数料に加えて、第三者に、その者がヘッジ・ファンドのために開発した「投資プログラム」の使用と引き換えのために、非公開の「ロイヤルティ料」を支払ったが、投資顧問は、ヘッジ・ファンドの募集覚書と一致しない取引に従事した事案で、証券法17条（15 U.S.C.A. § 77q (West 2011) [詐欺的州際通商]）（2）号に違反するとされた）; Thomsen, Hawke, and Calande, *supra* note 2, at 597.

(62) See, e.g., In the Matter of Franklin Advisers, Inc., S.E.C. Release No.50841, 2004 WL 2884102 (December 13, 2004); In the Matter of Fidelity Management & Research Company, S.E.C. Release No. 28185, 2008 WL 598424 (March 5, 2008); Thomsen, Hawke, and Calande, *supra* note 2, at 598-599.

る⁽⁶³⁾。

さらに、ブローカー＝ディーラーが、投資顧問およびその人員に対する贈り物、旅行および接待の提供を通してファンドからの取引を確保しようと努力する場合⁽⁶⁴⁾、また、不正なレイト・トレード (late trading [取引遅延]) スキーム⁽⁶⁵⁾の実施が行われたミューチュアル・ファンドの事例において、ブローカー＝ディーラーが好意的なヘッジ・ファンドの顧客にブローカー＝ディーラーの電子ミューチュアル・ファンド注文入力プラットフォーム (electronic mutual fund order entry platform) への直接アクセスを提供し、ヘッジ・ファンドがブローカー＝ディーラーの仲介者を通して行うのではなくて直接システムを通して取引を行うことによって、市場のタイミングと取引の遅れを利用した場合⁽⁶⁶⁾などにも、利益相反が生じる。

(63) In the Matter of Franklin Advisers, Inc., supra note 62 (このような一連の取決めを「シェルフ・スペース」(shelf space) と呼ぶ) : Thomsen, Hawke, and Calande, supra note 2, at 599 (手数料の割戻しは、ファンドに支払われるべきファンドの資産であるが、ファンドの投資顧問、そのプリンシパルまたは従業員によって彼らの費用のために流用される場合が可能であるとする)。

(64) See, e.g., In the Matter of Fidelity Management & Research Company, supra note 62; In the Matter of Jefferies & Co., S.E.C. Release No. 54, 2006 WL 3488900 (Dec. 1, 2006).

(65) 「レイト・トレード」(late trading [取引遅延]) とは、ミューチュアル・ファンドが NAV (純資産価値) を計算した時点 (通常は午後 4 時 00 分の取引終了時点) 以降にミューチュアル・ファンドの株式を購入または売却する注文を行うが、午後 4 時 00 分の時点ですでに決定されている以前の NAV に基づいて価格を受け取る慣行を指す。レイト・トレードにより、トレーダーは午後 4 : 00 以降に発生するが、その日の価格には反映されない市場イベントから利益を得ることができる。特に、遅延のトレーダーは、市場の動きの情報を知り、市場の動きの情報が公開される前に設定された価格でミューチュアル・ファンドの株式を購入 (または売却) できる場合、ミューチュアル・ファンドの他の株主を犠牲にして、有利となる。取引遅延は、投資会社法の規則 22c-1 (a) (17 C.F.R. § 270.22c-1 (West 2022)) に違反し、取引の遅延が株式の価値を希薄化する場合、他の株主に損害を与える。See, e.g., In the Matter of Trautman Wasserman & Co., S.E.C. Release No. 57328, Investment Company Act Release No. 28153, 2008 WL 42080 (Feb. 14, 2008); In the Matter of Ritchie Capital Mgmt, LLC, S.E.C. Release No. 8890, 2008 WL 312740 (Feb. 5, 2008).

(イ) ソフト・ダラー ①意義 「ソフト・ダラー」(soft dollars)は、一般に、投資顧問が、顧問の顧客口座で執行された証券取引によって発生した手数料 (commission) を使用して、ブローカー＝ディーラー（通常はファンドのプライム・ブローカー）からの調査、仲介もしくはその他の成果、サービス、またはその費用に対して支払う取り決め (arrangement) のことを表示する⁽⁶⁷⁾。

このようなソフト・ダラーの取り決めの場合、通常、明示的な合意または契約もなく、投資顧問が当該ブローカー＝ディーラーを使用して将来のファンドまたは顧客の取引を執行することを、ブローカー＝ディーラーは期待して、投資顧問に仲介および調査その他のサービスを提供し、これに対し、投資顧問は、当該ブローカー＝ディーラーに、基本的な実行サービスのみの提供について他のブローカー＝ディーラーの入手可能な最低の手数料率よりも高い手数料を、ファンドまたは顧客口座に支払わせることが可能となる。ソフト・ダラーは、基本的な執行サービスについて他のブローカー＝ディーラーの利用可能な最低レートを超える仲介手数料の部分と考えられる⁽⁶⁸⁾。

このような取扱いは、サービス利用可能な最低料金を超えることになって、利益相反が生じることになる⁽⁶⁹⁾。合衆国では、ニューヨーク証券取引所の

(66) See, e.g., In the Matter of Trautman Wasserman & Co., supra note 65; In the Matter of Ritchie Capital Mgmt, supra note 65; Thomsen, Hawke, and Calande, supra note 2, at 600 (ヘッジ・ファンドに関して、ブローカー＝ディーラーは、贈り物および接待のみならず、取引関連の特権や特典も提供することがあるといわれる)。

(67) See, e.g., In the Matter of S Squared Technology Corporation, S.E.C. Release No. 1575, 1996 WL 464141 (August 7, 1996); Jess Lederman and Robert A. Klein, Editors, Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor 178 (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））； Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 39, § 6:6.

(68) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 39, § 6:6.

(69) Lederman and Klein, supra note 67, at 178.

設立以来、1970年代の中ごろまでは、合衆国の取引所での手数料割合は慣行および規則によって固定されていたことから⁽⁷⁰⁾、ブローカー＝ディーラーは、同業者との競争ができるように、仲介および調査レポートサービスのような補助的サービスを行ったが、これらの補助的サービスは、本質的に、特定のブローカー＝ディーラーと取引する顧客に支払われる非金銭的リベート (rebates) (いわゆるソフト・ダラー) に等しいことになる⁽⁷¹⁾。

1975年6月議会は、1975年証券諸法改正の一部として、手数料割合を緩和する法案を可決したが、投資顧問を含むブローカレッジ顧客に対して、従来のソフト・ダラーを提供してきたブローカレッジの実務にどのような影響を及ぼすかということについて懸念が生じた。投資顧問は、最良執行の信任義務を履行したかどうかを決定する場合に、ブローカー＝ディーラーから得られるソフト・ダラーの価値を考慮することができなくなると、多くの投資顧問は有用な調査ができなくなることを心配していた⁽⁷²⁾。これに関する業界の懸念を緩和するために、1934年証券取引所法28条 (e) 項⁽⁷³⁾のセーフハーバーによって、調査またはブローカレッジサービスの見返りに最低手数料よりも多く支払うというソフト・ダラーの取り決めの下での投資顧問の決定は、明示的に保護されている⁽⁷⁴⁾。

上記のソフト・ダラーの取り決めに加えて、手数料が投資顧問に直接割戻しされるか、投資顧問の費用 (家賃、設備、給与など) の支払いに使用され

(70) See, e.g., Commission Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934, S.E.C. Release No. No. 54165, 2005 WL 4843294 (July 18, 2006).

(71) Haas and Howard, *supra* note 3, at 251 (ミューチュアル・ファンドと投資顧問の世界で、これらの非金銭的リベートは、ソフト・ダラーと呼ばれていた)。

(72) *Id.* at 251-252.

(73) 15 U.S.C.A. § 78bb(e) (West 2011).

(74) Lederman and Klein, *supra* note 67, at 178-179; Haas and Howard, *supra* note 3, at 252; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:6.

る他の限定的且つ専門的な手数料の取り決めがある。これらの取り決めは明白に証券取引所法28条（e）項のセーフハーバーの範囲外であり、重大な利益相反を引き起こす可能性がある。これらのような特有の手数料の取り決めにおいて、投資顧問は、利益相反および受け取る利益を完全且つ公正に開示したことを確実にすることを要する⁽⁷⁵⁾。

②証券取引所法28条（e）項のセーフハーバー 1934年証券取引所法28条（e）項は、「ある口座に関する投資裁量権の行使において郵便物または州際通商の方法または手段を利用する者は、その特定の取引、またはその者の投資裁量権を行使する口座に関する全体的な責任のいずれかの観点から見て、当該手数料の額が取引所のメンバー、ブローカーまたはディーラーによって提供される仲介および調査のサービスの価値との関連で合理的であると誠実に決定した場合、連邦議会または州によって制定された法律により明示的に反対の規定がないかぎり、その者が、取引所、ブローカーまたはディーラーのメンバーに、取引所、ブローカーまたはディーラーの他のメンバーがその取引を実施することについて請求したであろう手数料の額を超えた証券取引の実施のための手数料の額を当該口座に支払わせたという理由だけで、州法または連邦法の下で違法に行動し、または信任義務に違反したもとは見なされない。」と規定する⁽⁷⁶⁾。

(75) See, e.g., In the Matter of Dawson-Samberg Capital Management., Inc., S.E.C. Release No. 1889, 2000 WL 1062685 (August 3, 2000); In the Matter of Portfolio Advisory Services, LLC, S.E.C. Release No.2038, 2002 WL 1343823 (June 20, 2002); In the Matter of S Squared Technology Corp., S.E.C. Release No.1575, 1996 WL 464141 (August 6, 1996); Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:6（投資顧問は、また、管理文書（例えば、リミテッド・パートナーシップ契約または公募回覧（offering circular））を参照して、それが投資顧問に家賃、諸経費などのような一定の列挙された費用を支払うことを要求しているかどうかを見る必要がある。文書がこの種の文言を含んでいる場合には、これらの費用の支払いのためにファンドの手数料を使用することは、文書の条件に違反し、また投資家に対する投資顧問の義務に違反する可能性がある）。

また、「ある口座に関して投資裁量権を行使する者は、当該規制機関が規則により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であると規定することができる時期および方法で、証券取引を実施するために支払われる手数料に関するその者の方針および慣行の開示を行わなければならない。」とされる⁽⁷⁷⁾。

さらに、「本項の目的のために、ある者が次の行為を行う限り、その者は仲介および調査サービスを提供する。

(A) 証券の価値、証券投資・証券購入または売却の適切性、並びに証券または証券の購入者もしくは売却者に関して、直接にまたは出版物もしくは書面を通じて、助言を提供すること

(B) 発行者、産業、証券、経済的要因と傾向、ポートフォリオ戦略、および口座のパフォーマンスに関する分析および報告を提供すること

または

(C) 証券取引を実施し、且つそれに付随する職務（例えば清算、決済および保管）を行うこと、または、SECの規則によって、もしくは、その者が自主規制機関の会員であるか、ある会員と関連する者であるか、またはその者が参加者である当該自主規制機関の規則によって証券取引に関連して要求される職務を行うこと」と規定されている⁽⁷⁸⁾。

上記の証券取引所法28条(e)項のセーフハーバーは、特定のソフト・ダラーの取決めが信任義務違反と見なされないとされるための条件として、次のようなものが挙げられている。

(i) 証券取引の執行に加えてサービスを受ける者は、証券取引が行われ

(76) 15 U.S.C.A. § 78bb(e) (1) (West 2011).

(77) Id.. § 78bb(e) (2).

(78) Id.. § 78bb(e) (3). なお、本項の規定は、証券先物商品である証券に関しては適用されないものと規定される。Id.. § 78bb(e) (4).

る口座に関して「投資裁量権」（いかなる証券を購入または売却するかを決定する権限）を有しなければならない。（ii）サービスは、ブローカーによって「提供」されなければならない。（iii）提供されるサービスは、同法28（e）項（3）号で定義される「調査および仲介」を構成しなければならない。（iv）サービスを受ける者は、ブローカーに支払われる手数料の額がブローカーによって提供される調査または仲介サービスの価値に関して合理的であることを誠実に決定しなければならない。（v）手数料に関する方針および慣行についての全ての適切且つ必要な開示を行わなければならない⁽⁷⁹⁾。

③証券取引所法28条（e）項における仲介サービス 「仲介サービス」の定義は、ブローカー＝ディーラーから受け取った成果またはサービスが同法28条（e）項のセーフハーバーに該当するかどうかを判断する際の重要な要素である。SECの見解では、「仲介サービス」とは、マネー・マネージャー（money manager）（投資顧問も含まれる）が執行のために注文を伝える目的でブローカー＝ディーラーと連絡する時点から、資金または証券が顧客の口座に配達または振込される時点までの、取引の執行に関連する成果およびサービスと定義される⁽⁸⁰⁾。

例えば、ブローカー＝ディーラーと注文管理システム間の専用回線、トレーディング・デスクとブローカー＝ディーラー間の専用回線、メッセージ・サービス、アルゴリズム取引（algorithmic trading）戦略を提供するソ

(79) Lemke, Lins, Hoening, and Rube, *supra* note 39, § 6.7.

(80) Commission Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934, *supra* note 70, *2 n.3（マネー・マネージャーには、1940年投資顧問法および州法の下で、顧客の最善の利益のために行動する基本的な義務を負う投資顧問が含まれると述べる）。Haas and Howard, *supra* note 3, at 252-253（マネー・マネージャーには、顧客の口座について投資に関する裁量権を行使する全ての者が含まれ、投資顧問、ミューチュアル・ファンド、ポートフォリオ・マネージャー、銀行の信託銀行の受任者、年金プランおよびヘッジ・ファンドのマネー・マネージャーも含まれるとする）。

フトウェア、注文を市場センターに送るために用いられる取引ソフトウェア、直接市場アクセス（DMA）システムに注文を伝えるソフトウェアなどのような、取引の実行、清算、決済および保管（同法28条（e）項（C）号）に関連するさまざまな伝達サービスも、「仲介サービス」に含まれる。これに対し、ハードウェア（電話やコンピューター端末など）、間接費、ポートフォリオなどの記録管理で使用されるソフトウェア、定量分析ソフトウェア、その他マネージャーがコンプライアンスの責任を果たすのに役立つものは、「仲介サービス」には含まれない⁽⁸¹⁾。さらに、ファンド・マネージャーが、マネージャーの取引エラー（trading errors）⁽⁸²⁾を補うためにソフト・ダラーを使用することもできない⁽⁸³⁾。

④証券取引所法28条（e）項における調査サービス 「調査サービス」の定義は、同法28条（e）項（3）号（A）および（B）で規定されているように、資金マネジメント業界で一般的に調査と見なされている成果およびサービスのほとんどが含まれており、この定義には、電子的にまたは口頭で、

(81) Commision Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934, supra note 70, *17-*18; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 39, § § 6.8, 6.9.

(82) 投資顧問は、ファンド資産の管理の過程で、取引上の誤り（取引エラー）をする場合に、投資顧問自身の誤りで、その引き起こされた損失は信任義務を負う投資顧問の責任であり、顧客は負担すべきではないと解されている（In the Matter of Michael T. Jackson and EGM Capitaol, S.E.C.Release No.2374, 2005 WL 770878 (April 6, 2005)（投資顧問は取引エラーの修正に関連する損失を負担せず、ある顧客口座から他の顧客口座に取引エラーの損失を配分することにより、投資顧問法206条（1）号および同206条（2）号に故意に違反すると判断する））。

(83) SEC No-Action Letter,Fed. Sec. L. Rep. P 78, 871, 1988 WL 235186 (October 25, 1988)（投資顧問は自身の取引エラーの是正に伴う損失を負担しなければならず、ソフト・ダラーを使用して取引エラーを修正することは認められないとする）；In the Matter of Jack Allen Pirrie, S.E.C. Release No.1284, 1991 WL 285027 (July 29, 1991)（投資顧問は、取引エラーの訂正による損失を補償するために、顧客の利益をもたらず利用可能なソフト・ダラーを使用してはならないとする） Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 39, § 6.9.

ハード・コピー（hard copy）のレポートで提供される調査も含まれ、例えば、ファンド・マネージャーがブローカー＝ディーラーの特定のリサーチ・アナリストからの調査へのアクセスに対して支払することも、セーフハーバーの範囲内に含まれる⁽⁸⁴⁾。

ところで、合衆国議会では、仲介および調査サービスの定義は、証券取引所法28条（e）項（1）号の誠実な基準を常に条件として、この問題を最も広い用語で理解することが意図されているのであり、したがって、サービスが本条項の定義の範囲内にあるかどうかを判断するための試金石は、それがマネー・マネージャーの責任を遂行する際に合法的且つ適切な援助を提供するかどうかである⁽⁸⁵⁾。SECの見解によれば、本条項の「調査」であるかどうかを判断する際に、ファンド・マネージャーは、それが発行者・証券投資の妥当性などの投資関連事項に関連する推論または知識の表現を反映（すなわち助言の提供、報告）するもの、すなわち「実質的な内容」を反映している場合に、セーフハーバーの対象となる⁽⁸⁶⁾。

一般的なポリシー事項として、SECのスタッフは、ファンド・マネージャーによる特定の成果またはサービスの受領が証券取引所法28条（e）項の範囲内にあるかどうかについては、必ずしも明確な見解を示しているとはいえないが、合衆国議会、SECなどによって本条項のセーフハーバーの範

(84) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:8, 6:10.

(85) Securities Acts Amendment of 1975, Rep. 94-75, S. Rep. No.75, 94th Cong., 1ST Sess. 1975, 1975 WL 12347, *71 (1975)（例えば、経済的要因やトレンドへの言及は、証券市場全体の観点から、または個々の証券または証券グループの過去、現在、または将来の価値の観点からも関係がありうる経済的意味を有する可能性のある政治的要因が包含され、同様に、証券ポートフォリオのコンピューター分析も包含される）；Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:10.

(86) Commission Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934, *supra* note 70, *4; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:10.

圏内の調査として、一般的に次のような事が挙げられる⁽⁸⁷⁾。

(i) 証券ポートフォリオのコンピューター分析、(ii) 株価相場サービス、(iii) 調査セミナーの受講料または入会費用、(iv) 業界、調査研究または特定の証券に直接関連する経済的、政治的またはその他の問題を含む、限定された販売の雑誌、新聞、定期刊行物、または学術雑誌の購読、(v) 外国の経済的および政治的資料の翻訳、(vi) コンピュータ化された財務推移データベース、および当該データを検索するための機器、(vii) 信用格付サービス、(viii) 会社参考書（例えば、Standard & Poor's Register of Corporations, Director and Executives）、(ix) 証券会社アナリストの収益見積もり、(x) 現在の市場データへのリンク、(xi) リッパー（Lipper）レポートおよびその他のパフォーマンス・レポートのような多様な投資ポートフォリオのパフォーマンスに関する出版物、(xii) 株式の変遷、価格変動の幅（volatility）、パフォーマンスを含む、同じ業界における他の証券に対する個々のポートフォリオ証券のチャートまたは統計分析、(xiii) 調査専用のソフトウェア、(xiv) 調査セミナー（出席者の航空運賃および生活費は除く）、(xv) 政治的分析（証券市場全体の観点から、または個々の証券または証券グループの過去、現在、または将来の価値の観点からも関係がありうる経済的意味を有する可能性のあるので）、(xvi) ポートフォリオのモデル化（modeling）、(xvii) 専門的な政治的または経済的分析。

⑤証券取引所法28条（e）項のセーフハーバーの範囲外のサービス 多くのヘッジファンド・マネージャーは、調査および仲介サービスだけでなく、証券取引所法28条（e）項のセーフハーバーの範囲外となる多くのサービスも取得するために手数料を使用している。SEC またはそのスタッフによって、

(87) See, e.g., Commission Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934, *supra* note 70 ;Haas and Howard, *supra* note 3, at 256-263; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:10.

同法28条（e）項の「調査」の定義に含まれていない項目について、次のようなものを挙げている（「仲介サービス」には含まれないものについては、前記③参照）⁽⁸⁸⁾。

（i）経営者のマーケティングおよび販売のサービス（マーケティングに関するコンサルティング・サービスを含む）を改善するために立案された情報⁽⁸⁹⁾、（ii）顧問の従業員の採用および育成を支援するサービス⁽⁹⁰⁾、（iii）財務および税務会計または記録管理のためのコンピューター・ソフトウェア⁽⁹¹⁾、（iv）転売目的のために取得された調査⁽⁹²⁾、（v）家賃、家具、タイプライター、電話料金およびシステム、公共料金、マーケティング、給与、娯楽、旅行、食事、コピー機、事務用品、ファックス機、宅配便、バックアップ発電機、秘書サポートなどの諸経費および管理費⁽⁹³⁾、（vi）ビジネス接待費⁽⁹⁴⁾、（vii）調査研究セミナーに関連する旅費、宿泊費、食費、接待費⁽⁹⁵⁾、（viii）営業デスクおよび特別な椅子、ラップトップ型コンピューター、

(88) See, e.g., Haas and Howard, *supra* note 3, at 259-263; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6.11.

(89) In the Matter of Kingsley, Jennison, McNulty & Morse Inc., S.E.C. Release No.1396, 1993 WL 538935 (December 23, 1993); In the Matter of Patterson Capital Corp., S.E.C. Release No.1235, 1990 WL 312351 (June 25, 1990); In the Matter of Robert Michael Lee, S.E.C. Release No.1249, 1990 WL 321634 (September 17, 1990); In the Matter of Goodrich Securities, Inc., S.E.C. Release No.28141, 1990 WL 312320 (June 25, 1990).

(90) In the Matter of Kingsley, Jennison, McNulty & Morse Inc., *supra* note 89.

(91) Securities; Brokerage and Research Services, *supra* note 20.

(92) Interpretations of Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934; Use of Commission Payments by Fiduciaries, S.E.C. Release No.12251, 1976 WL 185942 (March 24, 1976); Bankers Trust Company, S.E.C. No-Action Letter, Fed. Sec. L. Rep. P 80, 915, 1977 WL 14871 (Publicly Available January 7, 1977).

(93) Securities; Brokerage and Research Services, *supra* note 20.

(94) Interpretations of Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934; Use of Commission Payments by Fiduciaries, *supra* note 92.

(95) Securities; Brokerage and Research Services, *supra* note 20.

防音および静電気カーペットのような関連するハードウェア、(ix) 本質的に有形または物質的なサービスまたは製品（例えば、電話回線、オフィス家具、コンピューター・ハードウェア、周辺機器など）⁽⁹⁶⁾、(x) 一般大衆向け出版物⁽⁹⁷⁾、(xi) 会員会費⁽⁹⁸⁾、(xii) 議決権代理行使の投票方法に関する調査または情報⁽⁹⁹⁾、(xiii) 個人的な費用。

証券取引所法28条 (e) 項のセーフハーバーの範囲内のものであるかどうかについて、事実上の最終的な決定を行うファンド・マネージャーが、上記の列挙した項目またはその他のセーフハーバーの範囲外の調査または仲介サービスのために、顧客またはファンドの手数料を使用することを提案する場合、ファンド・マネージャーは、そのような使用が完全に開示され、且つ当該の法およびその管理するファンドに適用される文書の下で許容されていることを確認しなければならない。開示は、一般的に、ファンド・マネージャーのフォーム ADV のパート 2 A（項目12）（マネージャーが投資顧問法の下で登録されている場合）、ファンド提供文書、および（または）顧問契約において行われている。さらに、手数料から非調査（non-research）または非仲介（non-brokerage）のサービスを受けるために要求される開示の水準は、より一層の伝統的なソフト・ダラーの取り決めで要求される水準よりも高くなっている⁽¹⁰⁰⁾。言い換えれば、ファンド・マネージャーは、受けるサービスまたは成果についてのより一層の広範且つ詳細な開示を提供しなければならない⁽¹⁰¹⁾。ファンド・マネージャーは、同法28条 (e) 項のセーフ

(96) Commission Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934, *supra* note 70.

(97) *Id.*

(98) *Id.*

(99) *Id.*

(100) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:11.

(101) See, e.g., *In the Matter of Dawson-Samberg Capital Mgmt., Inc.*, *supra* note 75.

ハーバーの範囲外の手数料の使用に関して誤解させる開示に対し制裁を加えられている⁽¹⁰²⁾。

⑥証券取引所法28条(e)項における「提供」および「混合利用」 (a)証券取引所法28条(e)項における「提供」証券取引所法28条(e)項は、取引の執行に関する手数料を受け取るブローカー＝ディーラーが投資顧問に対して仲介または調査サービスに提供することを要求している。實際上、ブローカー＝ディーラーは、第三者から調査を取得し、その調査をファンド・マネージャーの顧客に利用できるようにすることが多い。このような第三者調査の取り決めをする場合、「ソフトダラー・ブローカー」は、一般的に、仲介手数料の配分を考慮して、ブローカー＝ディーラー以外の当事者によって準備されまたは作り出されたサービス（第三者ソフトダラー・サービス）をファンド・マネージャーに提供することになる⁽¹⁰³⁾。SECは、このような第三者調査の取り決めに基づきブローカー＝ディーラー以外の第三者によって作成されたりサーチの対価の支払いのために、顧客の手数料を利用できることを認める解釈をしている⁽¹⁰⁴⁾。

SECは、助言される口座のために取引を実施するブローカー＝ディーラー

(102) See, e.g., In the Matter of J.S. Oliver Capital Management, supra note 49; In the Matter of Dawson-Samberg Capital Mgmt., Inc., supra note 75; In the Matter of Schultze Asset Management LLC, SEC Release No.2633, 2007 WL 2323863 (August 15, 2007).

(103) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 39, § 6:10 (他方、フル・サービスのブローカー＝ディーラーは、一般的に、多様な取引執行、調査、および関連サービスを顧客に提供し、また、これらのサービスに対する費用は一般的に個別に価格評価されず、フルサービスのブローカー＝ディーラーが請求する全体的な手数料の中で処理される)。

(104) See, e.g., Commission Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934, supra note 70; Goldman, Sachs & Co., SEC No-Action Letter, 2007 WL 516135 (January 17, 2007); R.B.G. Incorporated, SEC No-Action Letter, 1984 WL 45949 (Publicly Available November 27, 1984); Boston Institutional Services, Incorporated, SEC No-Action Letter, 1977 WL 10815 (Publicly Available July 20, 1977); Conner, Redwine, Incorporated, SEC No-Action Letter, Fed. Sec. L. Rep. P 80, 615, 1976 WL 12124 (Publicly Available May 22, 1976).

が証券取引所法28条 (e) 項の「提供」の要件を満たし、したがって、投資顧問にとって同法28条 (e) 項のセーフハーバーを利用できるものとするかどうかを決定するのに役立つと考えられるものとして、次のような属性を挙げている。

(i) ブローカー＝ディーラーは、リサーチ作成者に直接支払っていること、(ii) ブローカー＝ディーラーは、サービスが同法28条 (e) 項の範囲外であることを示す赤旗（すなわち危険信号）について、セーフハーバーの下で顧客の手数料で支払われるサービスの説明を検討し、且つセーフハーバーの範囲内に合理的に入る項目のための支払いにのみに顧客の手数料を使用するマネー・マネージャーに同意していること、および (iii) ブローカー＝ディーラーは、リサーチの支払いが文書化され、且つ迅速に支払われるように手続きを開発および維持をすること⁽¹⁰⁵⁾。

なお、多くの場合、SECのスタッフは、リサーチがファンド・マネージャーに物理的にどのように提供されるかは、一般的に同法28条 (e) 項の利用可能性に影響を与えないことを確認している。例えば、リサーチが書面形式、口頭形式、またはコンピューター・ベースの形式でマネージャーに提供されうることを意味し、さらに、第三者提供者によりブローカー＝ディーラーに伝えられ、その後ファンド・マネージャーに伝えられたか、その代わりに第三者提供者によってマネージャーに直接に伝えられるかにかかわらず、第三者の調査に関して同じ立場が取られる⁽¹⁰⁶⁾。

(105) Commission Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934, *supra* note 70; Haas and Howard, *supra* note 3, at 274.

(106) R.B.G. Incorporated, SEC No-Action Letter, 1984 WL 45949 (Publicly Available November 27, 1984); Boston Institutional Services, Incorporated, *supra* note 104; Conner, Redwine, Incorporated, SEC No-Action Letter, *supra* note 104; The Bank of New Jersey, SEC No-Action Letter, 1976 WL 12131 (Publicly Available July 15, 1976); Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 6:10.

(b) 「混合利用」 顧客の手数料を使用して取得された成果またはサービスは、多くの場合、会計またはマーケティングのような投資の意思決定プロセスに関連しない機能に役立つものがある。取引、執行、会計、記録管理、および口座のパフォーマンスの測定のような他の管理事項を統合することができる管理情報サービスは、混合利用 (mixed use) を有する可能性があるといわれている⁽¹⁰⁷⁾。SEC は、ソフト・ダラーで得られた成果が混合利用を有する場合、マネー・マネージャーは、競争力のある仲介手数料割合よりも多く顧客に支払わせることにより、その成果を獲得する際に利益相反に直面するので、成果が混合利用を有する場合、マネー・マネージャーはその利用にしたがって当該成果のコストの合理的な配分を行うべきであると考えている。投資意思決定プロセスにおいてマネー・マネージャーに支援を提供するサービスまたは特定の構成部分の割合は手数料のダラーで支払われうるが、一方マネー・マネージャーに管理上またはその他の非リサーチ支援を提供するサービスは同法28条 (e) 項のセーフハーバーの範囲外であり、マネー・マネージャーが自己の資金を使用して支払われなければならない⁽¹⁰⁸⁾。

(c) 調査の提供と取引の執行との間の制定法上の関連 証券取引所法28条 (e) は、調査を提供するブローカー＝ディーラーは取引の執行にもまた

(107) Commission Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934, *supra* note 70; Securities; Brokerage and Research Services, *supra* note 20 (混合利用の可能性のあるもの例として、コンピューター・ハードウェアが顧客の利益のために調査に使用されるソフトウェア専用である場合、それは手数料で支払われる可能性があるが、一方、マネー・マネージャーを支援するために使用されるコンピューターが非調査 (例えば、簿記やその他の管理機能) である場合、コンピューターのコストの当該部分はセーフハーバーの範囲内に入らない); Haas and Howard, *supra* note 3, at 269.

(108) Commission Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934, *supra* note 70; Securities; Brokerage and Research Services, *supra* note 20 (マネー・マネージャーは、要求される誠実さを証明することができるように、配分に関する適切な帳簿および記録を保持しなければならない)。

関与することを要求している⁽¹⁰⁹⁾。同法28条 (e) 項における「提供される」(provided by) と「執行する」(effecting) の要素の制定法上の関連は、主として「ギブアップ」(give-ups) の支払の慣行を排除することを意図されていたものであり、1975年以前に仲介手数料が固定されていたときに、「ギブアップ」は、執行ブローカー＝ディーラーにより請求されるために要求される一部の手数料について別のブローカー＝ディーラーに対する支払である⁽¹¹⁰⁾。

「ギブアップ」は、いくつかの形態をとるが、典型的には、ミューチュアル・ファンド（またはそのマネー・マネージャーもしくは引受人）が執行ブローカー＝ディーラーに、執行ブローカー＝ディーラーとして同一の取引所のメンバーである別のブローカー＝ディーラーに対して一部の手数料支払を支払うことを指示した場合に、「ギブアップ」が生じる。「ギブアップ」は、しばしば、「ギブアップ」の受取人によってファンド（またはその投資顧問または引受人）に提供された他のサービス（当該取引には関係しないものもあった）に対する支払いであった。この種類の「ギブアップ」は、「より低い手数料におけるファンド株主の利益と、手数料の分割を指示することによって追加の株式の売却を活性化することにおけるミューチュアル・ファンドのアドバイザーおよび引受人の利益との間で」投資顧問の利益相反を引き起こした⁽¹¹¹⁾。

このような「ギブアップ」は、マネー・マネージャーのためになるが顧客には利益がないサービスの提供と引き替えに、顧客手数料をブローカー＝ディーラーに向けるために使用されているとの懸念が生じた。手数料の「ギ

(109) 15 U.S.C.A. § 78bb (e) (West 2011); Commission Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934, *supra* note 70.

(110) Commission Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28 (E) of the Securities Exchange Act of 1934, *supra* note 70.

(111) *Id.* at n.165.

ブアップ」の部分は顧客の口座への請求であり、「ギブアップ」を受け取ったブローカー＝ディーラーは投資家に利益を与えるための証券取引に関連して何もしなかったという理由で、SECはこれらの取り決めが証券法に違反することを認めていた。1970年代におけるセーフハーバーの合衆国議会の通過以後、金融業界の専門化およびイノベーションは、注文執行と調査の機能的な分離をさせる結果となった。したがって、効率的な執行の現場は優良な低コストの執行を提供し、一方、調査の提供者は管理口座に利益を与えることができる貴重な調査見解を提供する。この機能の分離はマネー・マネージャーの顧客にとって有益であり、SECは、これらのサービスの機能的配分を促進する同法28条（e）項の取り決めは「ギブアップ」と同じではないと考えている⁽¹¹²⁾。

また、SECは、上記の機能的分離がマネー・マネージャーの顧客にとって利益をもたらすことを認めると同時に、制定法上の「執行する」(effecting)という用語は、マネー・マネージャーがセーフハーバーを使用するために、取引を執行しているブローカー＝ディーラーが4つの最低限の機能の1つを少なくとも履行し、他の機能が自主規制機関（SRO）およびSECのルールに基づく義務と完全に一致する方法で、取り決めにおける1人または別のブローカー＝ディーラーに合理的に配分されていることを確かめるための処置をとらなければならないと考えている。その4つの機能は、次のとおりである。(i) 清算ブローカー＝ディーラーが支払い（または証券）を受け取るまで、全ての顧客の取引に対して金融上の責任をとること、すなわち、取り決めにおけるブローカー＝ディーラーの1人が顧客の支払不履行についてリスクを負っていなければならないこと、(ii) SECおよび自主規制機関のルールにより要求される顧客取引に関する記録を作成および（または）維持

(112) Id.*24.

すること（注文の記録簿および覚書を含む）、(iii) 取引手続に関する監視および顧客のコメントに対する対応、(iv) 取引および決済の一般的監視⁽¹¹³⁾である。

4 議決権の代理行使

(1) 株主総会のための議決権の代理行使における一般的な関与者

株式公開会社は、一般的に、その設立の州法により、株主の承認を必要とする事業を行うため、年次株主総会を開催することが要求される。非公開会社でも、定期的に株主総会が開催される。これらの年次総会またはその他の総会では、役員報酬、取締役の選任、その他の通常業務の問題のような、会社の運営および価値に影響を及ぼす経営陣および株主の主要な提案を考慮するため、開催される。会社は、また、提案された合併や買収などの主要な問題を検討するために特別な総会を開催することがある⁽¹¹⁴⁾。

ところで、合衆国の各州法の下では、株主は株主総会で自己に代わって株式を投票するための代理人を任命することができる⁽¹¹⁵⁾。そして、国内の主要な証券取引所は、一般に、上場会社に、全ての株主総会のための代理人を勧誘することを要求している⁽¹¹⁶⁾。大抵の株主は、本人で公開会社の株主総会に出席しないので、議決権行使は株主総会の前に勧誘された委任状の利用によってほとんど行われる⁽¹¹⁷⁾。証券の登録所有者は委任状を実行し、郵送、

(113) Id.*25.

(114) U.S. Government Accountability Office, Corporate Shareholder Meetings: Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices, GAO-17-47, 4 (Nov 15, 2016), <https://www.gao.gov/assets/gao-17-47.pdf>; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 3:48.

(115) See, e.g., 8 Del.C. § 212(b) (West 2020), Model Bus.Corp.Act Ann., §7.22 (b), at 7-115 (5th Edition 2020).

(116) See, e.g., NYSE Listed Company Manual §402.04 (a), Nasdaq Listing Rule 5620 (b).

(117) Concept Release on the U.S. Proxy System, S.E.C. Release No. Release No.62495, *5

電話、またはインターネットのいずれかで議決権行使表作成者（vote tabulator）に返送する⁽¹¹⁸⁾。

合衆国の今日の会社により発行される株式の投資家の大多数は、受益的所有者であり、ブローカー＝ディーラーまたは銀行のような証券仲介者を通じてその証券を記帳式（book-entry）で保有しており、これは「ストリート・ネーム」（street name [仲買人名義]）での所有としばしば呼ばれ、一方、受益的所有者はその証券を直接所有せず、その代わりに、証券仲介者の顧客として、受益的所有者はその証券の所有権に関連する権利を有する⁽¹¹⁹⁾。このような構造は、証券取引の迅速且つ正確な清算と決済を支援するが、議決権行使プロセスを著しく複雑にしている。結果として、委任状による議決権行使の制度には、会社およびその株主に加えて、ブローカー、銀行、カストディアン、証券保管機関、振替代理人、代理弁護士、代理サービス・プロバイダー、議決権行使助言会社、および投票集計者を含む、広範囲で多数の第三者の参加者が関与している。これらの第三者の一部を使用することにより、委任状資料の処理と株主への配付の効率が向上する一方、同時にこれらの第三者への依存度（その一部が連邦または州の証券規制者によって直接規制されていない）が増大することで、委任状システムが複雑になり、株主や発行者に対する透明性が少なくなることが指摘されている⁽¹²⁰⁾。

n.21, 2010 WL 2779423 (July 14, 2010)（公開会社における議決権は株主総会でのみ行使されるけれども、総会での議決権行使はほとんど全く委任状によるものであり、議決権行使の決定は委任勧誘プロセス中に行われる）。

(118) See, e.g., 17 C.F.R. Part 240; Concept Release on the U.S. Proxy System, *supra* note 117, *8; U.S. Government Accountability Office, *supra* note 114, at 4 n.7.

(119) Concept Release on the U.S. Proxy System, *supra* note 117, *6.

(120) *Id.* *4.

(2) 委任状による議決権行使プロセスにおける主要な第三者のサービス・プロバイダー

証券の発行者、証券仲介者および株主は、しばしば、委任状資料の転送、議決権行使指示の収集、株式の議決権行使、委任状の勧誘、委任状の表作成、委任状問題の分析を含む、多くの委任状関連の機能を実行するために、次のような第三者の確保ないし雇用が行われる⁽¹²¹⁾。

(i) 名義書換代理人 (transfer agents) 発行者の代理人として、発行済株式数、議決権を有する登録所有者の身元および保有などを維持するために発行者によって雇われた者

(ii) 委任状サービス・プロバイダー (proxy service provider) 受益的所有者の委任状資料の配付および議決権行使プロセスを容易にするために、委任状資料を郵送または電子的に転送したり、議決権行使指示を収集したりするなど、多くの処理機能を実行する者

(iii) 委任状勧誘人 (proxy solicitors) 発行者の証券を大量に保有する受益的所有者を特定し、株主に電話して経営陣の勧告に従って委任状に投票するよう促すために雇われる者

(iv) 議決権行使表作成者 (vote tabulators) 議決権代理行使および株主が会議で直接提出した議決権代理行使を収集して表作成する者

(v) 議決権行使助言会社 (proxy advisory firms) 委任状に表示される事項に関する分析および投票の推奨事項を提供するために雇われる会社で、場合によっては、顧客に代わって委任状または議決権行使の指示を実施する権限が与えられる会社

(121) Id. *5*10; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 3.68.

（3）投資顧問の議決権の代理行使における義務・責任

（ア）投資顧問の注意義務・忠実義務 投資顧問（ファンド・マネージャーを含む）は、顧客に代わって引き受けた議決権行使を含むサービスに関して、各顧客に注意義務および忠誠義務を負う受任者であり、議決権行使の場合には、信任義務から生じる投資顧問の特定の義務は、投資顧問により引き受けられる議決権の範囲によることになる⁽¹²²⁾。投資顧問は、議決権行使の決定を行う際にその信任義務を果たすために、顧客の最善の利益のために決定を行わなければならない、顧客の利益よりも投資顧問自身の利益を有利な立場に置いてはならない⁽¹²³⁾。なお、投資顧問が投資顧問法の下で登録を免除され、したがって下記の投資顧問法規則206(4)-6の適用対象とならない場合でも、一般的な信任上およびコモンロー上の原則は、議決権代理行使の権限を有する投資顧問が顧客またはファンド投資家の最善の利益のために議決権代理行使をするか、または議決権代理行使の活動について適切な開示を行うことを要求する⁽¹²⁴⁾。

（イ）投資顧問法規則275.206(4)-6 登録投資顧問の場合、投資顧問が顧客の証券に関して議決権を行使することについて、次の（i）から（iii）の要件を満たすとき、投資顧問法206条（4）号（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、慣行または業務の方針とはならないと規定する⁽¹²⁵⁾。

（i）顧客の最善の利益のために投資顧問が顧客の証券の議決権を行使す

(122) See, e.g., Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, *supra* note 3, *33672 n.32; Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, S.E.C. Release No. 5325, 2019 WL 4303125, *2 (August 21, 2019).

(123) Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, *supra* note 122, *2.

(124) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 3:68.

(125) 17 C.F.R. § 275.206(4)-6 (West 2019).

ることを確実にするために合理的に設計された書面の方針および手続を採用および実施し、その手続は、投資顧問がその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利益相反に対処する方法を含めなければならないこと

(ii) 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、その顧客がその投資顧問からどのように情報を得ることができるかを顧客に開示すること

(iii) 投資顧問の議決権代理行使の方針および手続を顧客に説明し、要求に基づき、方針および手続の写しを要求する顧客に提供すること

上記(i)の書面の議決権代理行使の方針および手続について、規則206(4)-6の規定は、暗黙的および明示的な投票権限を有する投資顧問のみならず、顧問契約には言及されていなくても、投資顧問の議決権が裁量権の全般的な委任によって暗示されている場合にも適用される⁽¹²⁶⁾。SECによれば、投資顧問の議決権行使の方針と手続は、規則には要求されていないが、コーポレート・ガバナンス構造の変更、報酬プラン(ストック・オプションを含む)の採用または修正、社会問題や企業責任に関する問題のような、特定の種類の問題に議決権行使するときに、投資顧問が議決権代理行使する方法(または考慮する要素)に対処しなければならないと考えられている⁽¹²⁷⁾。また、SECは、登録投資顧問が非常に多様であるため、投資顧問のための特定の方針または手続を提案・採用せずに、直面する問題の性質に適した柔軟な方針および手続を作成できるようにしている⁽¹²⁸⁾。

また、SECの見解によれば、注意義務には、会社の行動を監視し、顧客の議決権代理行使をするための議決権限を有する投資顧問が要求され、投資

(126) Proxy Voting by Investment Advisers, *supra* note 8, *3.

(127) *Id.* *3 n.14.

(128) *Id.* *3.

顧問はこれらの義務を果たすことを確実にするように設計されるような手続を有するべきである。効果的な手続により、会社行動の監視について責任を負う者、議決権行使の決定について責任を負う者、および代理行使が適時に提出されることを確実にする責任を負う者を特定する必要がある。従業員が少ない会社では、これらの役割は自明かもしれないが、大会社では、どの部門または従業員グループがどのような責任を負っているかを明確にする必要がある⁽¹²⁹⁾。

SECによれば、あらゆる議決権代理行使を怠る投資顧問が必ずしもその信任義務に違反することを示唆するものではない。たとえば、議決権代理行使のコストが顧客に期待される利益を超えると投資顧問が決定した場合のように、議決権代理行使を控えることが顧客の最善の利益のためであるときもある。しかしながら、投資顧問は、顧客の議決権の代理行使をすることを引き受けた義務の履行を無視し、または怠慢であることができない。また、投資顧問の顧客に対する信任義務は、例えば、株主の前で委任状の勧誘や賛成または反対事項に積極的に従事することにより、必ずしも「株主アクティビスト」になることを要求するものではない⁽¹³⁰⁾。

上記（ii）の議決権情報の入手方法の開示について、SECは、ほとんどの投資顧問が規則204-3(17 CFR 275.204-3 [フォーム ADV のパート2A])で義務付けられている書面によるパンフレットでこの開示を行うことを期待しているが、投資顧問が各顧客に、その顧客の議決権についてどのように代理行使したかを伝えるために公に開示する必要はないと考えている⁽¹³¹⁾。

(129) Id. *4 n.17.

(130) Id. *4 n.19.

(131) Proxy Voting by Investment Advisers, 68 FR 6585-01, 2003 WL 255222 (F.R.), *6587 n.26, n.27 (Friday, February 7, 2003) (SECは、この規則について、顧客がその顧客の証券がどのように投票されたかに関する情報に対する権利をすでに有していることから、この情報に対する顧客の権利を規定していない)。

上記 (iii) の議決権代理行使の方針および手続の説明については、投資顧問の議決権代理行使プロセスの簡潔な要約であること、方針および手続が要求に応じて利用可能であることを示していること、また、顧客が方針および手続の写しを要求した場合、アドバイザーはそれを提供することが要求される⁽¹³²⁾。これにより、投資顧問が顧客の最善の利益のために利益相反を解決することを保証すること、また、投資顧問が議決権の代理行使をする方法を顧客に理解させることになることなどにより、顧客に利益をもたらすことになる⁽¹³³⁾。

なお、SEC は、最近公開した投資顧問の議決権の代理行使責任に関するガイダンスでは、投資顧問は、その議決権行使の方針および手続と一致して顧客に代わって議決権を行使していることを決定するための合理的な処置を検討するべきであるとしている。例えば、投資顧問が規則206(4)-6に従っていることを評価することができる1つの方法は、投資顧問のコンプライアンス方針および手続の年次検査の一部として、投資顧問がその顧客に代わって議決権を代理行使することの見本を取ることである⁽¹³⁴⁾。さらに、投資顧問の継続的なコンプライアンス・プログラムの一部として、投資顧問は、その議決権行使の方針および手続が合理的に定式化され、効果的に実施されていることを保証するために、毎年よりも少なくない頻度で、その議決権行使の方針および手続の適切性を再検討し且つ文書化しなければならない。これには、適用される方針および手続が投資顧問の顧客の最善の利益に合致するためにその顧客に代わって、投資顧問が議決権行使することを保証するように合理的に計画されることを継続するかどうかも含まれる⁽¹³⁵⁾。

(132) Id.

(133) Id.

(134) Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, *supra* note 122, *7.

(135) Id. *8.

（ウ）記録管理 顧客の証券に関して議決権を行使する投資顧問は、その顧客に関して、次のような記録を作成し、保持しなければならない⁽¹³⁶⁾。

（i）規則275.206(4)-6により要求される全ての方針および手続の写し、

（ii）投資顧問が顧客の証券に関して受け取る各委任状説明書（proxy statement）の写し⁽¹³⁷⁾、（iii）顧客に代わって投資顧問による議決権行使の記録⁽¹³⁸⁾、（iv）顧客に代わって議決権代理行使する方法を決定するために重要であったもの、またはその決定の根拠を覚書するものである、投資顧問によって作成された文書の写し、（v）投資顧問が顧客に代わって議決権代理行使をした方法についての情報に対する各顧問の書面による要求の写し、および（書面または口頭の）顧客に代わって投資顧問が議決権代理行使をした方法についての情報に対する当該顧客の要求への投資顧問による書面による回答の写し、以上5種類の記録を作成し、保持しなければならない。

（エ）重大な利益相反 投資顧問は、その顧客に対して注意義務および忠実義務を負うことから、投資顧問の自己の利益を優先させるのではなく、その顧客の最善の利益のために顧客の議決権の代理行使をする義務がある。したがって、投資顧問の議決権行使の方針および手続は、その顧客の議決権の代理行使をする前に、その顧客との重大な利益相反を解決できるように設計されなければならない⁽¹³⁹⁾。

(136) 17 C.F.R. § 275.204-2(c)(2)(i)(ii)(iii)(iv)(v) (West 2022).

(137) 投資顧問は、投資顧問に代わって委任状説明書の写しを作成および保持することを第三者に依頼することにより、この要件を満たすことができる（ただし、投資顧問が要求に基づき速やかに委任状説明書の写しを提供することの引受けを第三者から得ていることを条件とする）、またはSECの電子データ収集・分析および検索（EDGAR）システムから委任状説明書の写しを取得することに依存することができる。17 C.F.R. § 275.204-2(c)(2)(ii).

(138) 投資顧問は、投資顧問に代わって議決権行使の記録を作成および保持することを第三者に依存することにより、この要件を満たすことができる（ただし、投資顧問が、要求に基づき速やかに記録の写しを提供することの引受けを第三者から得ていることを条件とする）。17 C.F.R. § 275.204-2(c)(2)(iii).

(139) Proxy Voting by Investment Advisers, *supra* note *supra* note 8, *3.

投資顧問が議決権の代理行使の方法に影響を及ぼす可能性のある利益相反の例として、投資顧問（またはその関連会社）が、年金制度の管理、従業員福利厚生制度の管理、または経営陣が委任状を勧誘している会社への仲介、引受、保険または銀行サービスを提供することがある。経営陣に賛成の議決権行使をしなかったことは、投資顧問の当該会社との関係が損なわれることになる。投資顧問は、また、委任状提案の他の提案者、委任状合戦の参加者、会社の取締役または取締役の候補者に事業上または個人的な関係を有することがある。例えば、投資顧問が従業員グループのための金銭を管理し、または投資顧問の業務執行者に、会社の取締役または業務執行者としてを務める配偶者またはその他の近親者がいることがある⁽¹⁴⁰⁾。

SEC は、投資顧問は非常に多様であるため、特定の方針および手続を義務づけることなく、投資顧問が柔軟な方法で業務と直面する利益相反の性質に適した方針および手続を作成できるようにしている。多くの中小企業を含む一部の投資顧問は、重大な利益相反に直面する可能性は低く、その場合、これらの手続は非常に単純なものとすることができる⁽¹⁴¹⁾。投資顧問の方針および手続について、投資顧問が顧客との重大な利益相反を解決する方法に対処する必要があり、議決権行使前に顧客に利益相反を開示し、同意を得るといふ投資顧問の方針が実施された場合、明らかに、規則の要件をみだし、投資顧問法の下での投資顧問の信任義務を果たすと考えられる⁽¹⁴²⁾。これに対し、顧客への開示および同意がない場合、顧客と重大な利益相反がある投資顧問は、(i) 全ての潜在的な利益相反を特定すること、(ii) 重大な利益相反の判断、および (iii) 投資顧問の議決権行使の決定が顧客とファンド投資家の最善の利益に基づいており、利益相反の産物ではないことを保証する

(140) Id. *3; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 3.71-3.73.

(141) Proxy Voting by Investment Advisers, *supra* note 8, *3.

(142) Id. *4.

ための手続が確立していることを検討する必要がある⁽¹⁴³⁾。

なお、SECは、最近の投資顧問の議決権の代理行使責任に関するガイダンスを公開しており、信任義務は投資顧問とその顧客との関係の概略に従い、投資顧問とその顧客が完全且つ公正な開示と説明に基づく承諾（informed consent [インフォームド・コンセント]）があれば、合意によってその関係を形成することができると、また、投資顧問は、議決権行使の権限を受諾する場合、議決権の代理行使権を行使する事項の種類を含め、議決権行使の範囲について、完全且つ公正な開示とインフォームド・コンセントに従って、顧客と合意することができると述べている⁽¹⁴⁴⁾。また、多くの投資顧問は、ファンド、その他のプールされた投資媒体、個人投資家を含む、投資目的と戦略が異なる複数の顧客を有している。このような場合に、投資顧問は、統一した議決権行使方針に従ってその顧客の全株式を議決権行使することがその顧客の各々の最善の利益に合致しているかどうかを検討しなければならず、それぞれの投資戦略と目的に応じて、これらの異なるファンド等に対して異なる議決権行使方針を持つべきかどうかを検討する必要がある⁽¹⁴⁵⁾。

（オ）議決権行使助言会社 （a）議決権行使助言会社の利用とその法的地位 近年、投資顧問、年金制度、従業員福利制度、銀行信託部門およびファンドのような機関投資家は、その機関投資における急激な増大と同時に、機関投資家がその受益者に代わって保有する株式の議決権を行使する信任義

(143) Id. *4; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 39, §3.70.

(144) Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, supra note 122, *4*5（完全且つ公正な開示とインフォームド・コンセントに従って、顧客とその投資顧問が同意できる可能性のある議決権行使の取り決めのいくつかの例を列挙する）。

(145) Id. *6.たとえば、成長が見込まれる企業を対象とするグロウス・ファンド（growth fund [成長ファンド]）は、株主に提出される特定の事項について、配当や利払いの形で株主の配当収益に重点を置くインカム・ファンド（income or dividend fund [配当収益ファンド]）とは異なる視点を持っている可能性がある。

務を負っていることから、議決権行使助言会社（proxy advisory firms）の利用が多くなっている。機関投資家は、通常、多数の会社の発行する証券を保有しており、その株主総会において、会社の多数の重要な問題について株式の議決権行使の方法の決定に直面するので、その支援を受けるために、議決権行使助言会社を利用することになる⁽¹⁴⁶⁾。

議決権行使助言会社は、株主提案、取締役候補、または合併などの企業行動の分析を提供し、機関投資家が保有する議決権証券に関する投資目標を達成するのを支援することを目的とした方法で、特定の議決権に関する助言を提供する。その方法で、議決権行使助言会社は、報酬のために、証券に関する報告書や分析を発行し、証券の価値に関して他の者に助言を提供する業務に従事しているので、投資顧問法202条（a）項（11）号の投資顧問の定義を満たしている⁽¹⁴⁷⁾。

（b）投資顧問による議決権代理行使の義務の遂行の際に支援する議決権行使助言会社を保持する場合　SECは、投資顧問の議決権の代理行使責任に関するガイダンスを公開している。そのガイダンスによれば、投資顧問が、当該投資顧問の議決権行使決定への意見として、調査または議決権行使の推奨を提供する議決権行使助言会社を保持しまたはその継続を検討している場合、投資顧問は、とりわけ、投資顧問が議決権行使の責任を負う事項を、議決権行使助言会社が適切に分析する能力および技能を有しているかどうかを検討しなければならない⁽¹⁴⁸⁾。議決権行使助言会社を維持するかどうかに関する投資顧問の決定は、議決権行使助言会社が利益相反を確認し且つ対処

(146) Concept Release on the U.S. Proxy System, *supra* note 117, *46.

(147) 15 U.S.C. 80b-2(a)(11) (West 2010); Concept Release on the U.S. Proxy System, *supra* note 117, *48.

(148) Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, *supra* note 122, *8（投資顧問は、とりわけ、議決権行使助言会社の人員配置、人員、および（または）技術の適切性および質を考慮することができる）。

する方法に関する当該議決権行使助言会社の方針および手順の合理的な検査も含めなければならない⁽¹⁴⁹⁾。議決権行使助言会社の分析に潜在的な事実誤認、潜在的な不完全性または潜在的な方法論的弱点がある場合、投資顧問会社の方針および手順は、議決権行使の決定が著しく不正確または不完全な情報に基づいていないことを保証するように合理的な設計をしなければならない⁽¹⁵⁰⁾。規則206(4)-6と一致して行うためには、投資顧問の議決権の代理行使責任を実質的に支援し且つ信任義務を実施するために、第三者（例えば議決権行使助言会社）を用いている投資顧問は、当該投資顧問がその顧客の最善の利益のために議決権行使を行うことを確実にするために、その第三者が十分に評価されるように合理的に設計された方針および手順を採用し且つ実施すべきである⁽¹⁵¹⁾。

5 監督義務およびコンプライアンス手続

(1) 監督義務

(ア) 投資顧問法203条(e)項(6)号 投資顧問法203条(e)項(6)号では、投資顧問は、証券法・証券取引所法、投資顧問法などの法令およびそれらの規則もしくはレギュレーションに違反した者が投資顧問の監督に服する場合、そのような者による違反行為を防止するために、合理的に監督することを怠ったとき、SECは、命令により、当該投資顧問に対して譴責、その活動・職務もしくは運営に関する制限の設定、12ヶ月を超えない期間の停止、または登録の取消を行わなければならない⁽¹⁵²⁾。

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、

(149) Id. *9.

(150) Id. *10.

(151) Id. *11.

(152) 15 U.S.C.A. § 80b-3(e)(6) (West 2019).

投資顧問に代わって行使する者の活動を監督する義務を負う⁽¹⁵³⁾。SECによれば、監督者は違反行為または違反行為の兆候の可能性に気づく場合に積極的に対応することを要求され、不正の兆候が当局者の目に留まるときは連邦証券法の違反を検出して防止するために断固として行為しなければならない⁽¹⁵⁴⁾。

SECは、投資顧問の監督下にある者を適切に監督することを怠った場合、当該投資顧問のそのマネージャーに対して一定の制裁を課している⁽¹⁵⁵⁾。しかし、SECは、どのような者または役員が監督者の立場にあるかについて明確に示しているとはいえないが、特定の者が監督者であるかどうかの決定は、特定の事案の事実と状況の下で、その者が問題となる従業員の行動に影響を与えるために必要な程度の責任、能力または権限を有しているかどうか依存すると考えている⁽¹⁵⁶⁾。

(153) In the Matter of Robert T.Littell, S.E.C. Release No.2203, 2003 WL 22945718 (December 15, 2003) (ヘッジ・ファンドの未登録の投資顧問の顧客に反する行為を監督することを懈怠することが認められた)；Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 3:82.

(154) In the Matter of Edwin Kantor, S.E.C. Release No.32341, 1993 WL 167840, *5 (May 20, 1993)；In the Matter of Kemper Financial Services, S.E.C. Release No.1494, 1995 WL 358116, *6 (June 6, 1995)；Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 3:82 (電子メディアを通じて顧客との間で情報の送受信が行われる場合、とくに監督上の警戒が要求されると述べる)。

(155) See, e.g., In the Matter of Applied Financial Group, Release No.2436, 2005 WL 2413652 (September 30, 2005) (投資顧問の従業員であるコンプライアンス役員の不正行為について、当該投資顧問およびコンプライアンス役員の管理者 (supervisor) に制裁を課した)；In the Matter of Millennium Capital Advisors of Pennsylvania, S.E.C. Release No. 2092, 2002 WL 31796914 (December 13, 2002) (投資顧問のポートフォリオ・マネージャーの不正行為について、その直属の管理者である当該投資顧問の副社長兼コンプライアンス役員とその当該投資に制裁を課した)；In the Matter of John H. Gutereund, Thomas W. Strauss, and Johna W. Meriwether, S.E.C. Release No.31554,1992 WL 362753 (December 3, 1992) (証券会社 (brokerage firm) の政府証券トレーディング・デスク長の不正行為について、当該会社の上級管理者に制裁を課した)。

(156) In the Matter of John H. Gutereund, Thomas W. Strauss, and Johna W. Meriwether,

（イ）合理的に監督することを怠らない場合 投資顧問法203条（e）項（6）号において、次の場合に、いかなる者も、ある者を合理的に監督することを怠ったものとはみなされないと規定されている⁽¹⁵⁷⁾。

（i）確立された手続および当該手続を適用するための制度であって、実行可能な限り、他者による当該違反を防止および検出することが合理的に期待されるものである場合

（ii）当該手続および制度が遵守されていないと信じるべき合理的な根拠なしに、当該手続および制度の理由によって、当該者が、その者に課せられた職務および義務を合理的に履行した場合

SEC スタッフが監督の懈怠に対して提起した執行手続において指摘された違反および問題の中で、（a）価格違反または価格操作を検出するための不十分な手続および方針もしくは制度⁽¹⁵⁸⁾、（b）会計機能と取引機能の効果的な分離を維持しなかったこと⁽¹⁵⁹⁾、（c）不正な取引を防止または検出するために設計された適切な制度の方針または手続の欠如⁽¹⁶⁰⁾、（d）ソフト・ダ

supra note 155; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 39, § 3.82.

(157) 15 U.S.C.A. § 80b-3(e)(6)(A)(B) (West 2019).

(158) See, e.g., In the Matter of Vanderbilt Capital Advisors LLC, S.E.C. Release No. 2053, 2002 WL 2005452, *3-*4 (September 3, 2002); Van Kampen America Capital Asset Management, Inc., S.E.C. Release No.1525, 1995 WL 579533, *4 (September 29, 1995); In the Matter of Oechsle Internatina Advisors, L.L.C., S.E.C. Release No.1966, 2001 WL 902329, *4 (August 10, 2001); In the Matter of Western Asset Management Co. and Legg Manson Fund Adviser, Inc., S.E.C. Release No.1980, 2001 WL 1152569, *5, *7 (September 28, 2001).

(159) In the Matter of First Capital Strategists, S.E.C. Release No.1648, 1997 WL 458704, *5 (August 13, 1997).

(160) See, e.g., In the Matter of Millennium Capital Advisors of Pennsylvania, supra note 155, *2; In the Matter of: Scudder Kemper Investments, Inc., S.E.C. Release No.1848, 1999 WL 1240645, *4-*5 (December 22, 1999); IN the Matter of Rhumblin Advisers and Johan D. Nelson, S.E.C. Release No.1765, 1998 WL 667626, *4 (September 29, 1998); In the Matter of First Capital Strategistis, supra note 159, *7 (August 13, 1997)（投資顧問会社は、そのトレーダーの信頼性に依存しすぎて、彼のポジションがヘッジされていることを確実にするた

ラーの支払が適切に監視されることを確実にするための適切なトレーニングと適切な手続の欠如⁽¹⁶¹⁾、および (e) 個人的な取引の適切な監視またはそれらの手続の適切な実施を提供する手続の設置⁽¹⁶²⁾の場合がある。

(2) 投資顧問のコンプライアンス

(ア) コンプライアンスの手続および慣行 投資顧問法規則275.206(4)-7では、1940年投資顧問法203条⁽¹⁶³⁾の下で登録される投資顧問が、①方針および手続の採用および実施、②年次見直し、および③最高コンプライアンス役員 (Chief Compliance Officer [以下「CCO」という]) の指定を行わないかぎり、顧客に投資助言を提供することは、投資顧問による禁止取引を規定する同法206条⁽¹⁶⁴⁾の意味の範囲内において違法である、と規定されている⁽¹⁶⁵⁾。

(イ) 方針および手続の採用および実施 本法およびSECが本法のもとで採用した規則について、投資顧問およびその被監督者による違反を防止するために合理的に設計された書面による方針および手続を採用し、実施することが求められる⁽¹⁶⁶⁾。

めに、彼のポジションを時価評価 (mark-to-market) 分析または毎日の検査に独立して従わせることなく、また、そのトレーダーの年数を経た取引と大量のデイトレード (day-trading) について適切に調査しなかったこと、さらに、トレーダーの取引活動を検証するために注文伝票または確認書を調査しなかったことが、認定されている)。

(161) See, e.g., In the Matter of: Dawson-Samberg Capital Management, Inc., supra note 75, *6.

(162) In the Matter of Alliance Capital Management L.P., S.E.C. Release No.1630, 1997 WL 206129 (April 28, 1997), *2; In the Matter of: Nicholas-Applegate Capital Management, S.E.C. Release No.1741, 1998 WL 466733, *3-4 (August 12, 1998).

(163) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (West 2019).

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

(165) C.F.R. § 275.206(4)-7 (West 2022).

(166) Id. § 275.206(4)-7(a).

SECによれば、規則275.206(4)-7は、投資顧問が方針および手続に含めなければならない特定の要素を列挙せず、むしろ、各投資顧問は、その会社の業務の性質を考慮に入れた方針および手続を採用すべきであり、また、方針および手続は、違反の発生を防止し、発生した違反を検出し、発生した違反を迅速に修正するために設計されなければならない⁽¹⁶⁷⁾。各投資顧問は、方針および手続を設計する際に、最初に、会社の特定の業務に照らして、会社およびその顧客にとってリスクにさらされる利益相反およびその他のコンプライアンス要因を確認し、次に、それらのリスクに対処する方針および手続を設計すべきであることから、SECは、投資顧問の方針および手続が、少なくとも、その投資顧問に関連する範囲で、次の問題に対処すべきであることを期待している⁽¹⁶⁸⁾。

(i) 顧客間の投資機会の割り当て、および顧客の投資目的とポートフォリオとの一貫性、投資顧問による開示、並びに適用される規制の制限を含む、ポートフォリオ管理手続

(ii) 投資顧問が最良執行義務を履行し、調査およびその他のサービス（ソフト・ダラーの取決め）を得るために顧客の仲介を利用し、並びに顧客間で集計された取引を割り当てる手続を含む、取引慣行

(iii) 投資顧問の自己勘定取引（proprietary trading）および被監督者（supervised persons）の個人的な取引活動

(iv) 口座明細書や広告を含む、投資家、顧客、規制者に対して行われた開示の正確性

(v) 助言担当者による転換または不適切な使用から顧客資産を保護すること

(167) Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers S.E.C. Release No.2204, 2003 WL 22971048, *3 (December 17, 2003).

(168) Id. *4.

(vi) 記録およびその維持を認められない変更または使用から保護し、それらを時期尚早の破棄から保護する方法で、要求される記録の正確な作出およびそれらの維持

(vii) 勧誘者 (solicitors) の使用を含むマーケティング助言サービス

(viii) 顧客の持株を評価し、その評価に基づいて手数料を評価する手続

(ix) 顧客の記録および情報のプライバシー保護のための保護手段

(x) 事業継続計画

なお、SEC は、方針および手続として事前のパッケージ (pre-packaged) または既製 (off-the-shelf) のマニュアルが不十分であることを理由に、そのマニュアルを使用した投資顧問に対して執行訴訟を提起し、一定の制裁を課している⁽¹⁶⁹⁾。また、SEC は、書面によるコンプライアンス方針および手続を適時に採用、実施、修正しなかったことに対して、投資顧問に制裁を課している⁽¹⁷⁰⁾。

(ウ) 年次見直し 規則206(4)-7 は、毎年よりも少なくない頻度で、本

(169) In the Matter of Consulting Services Group, LLC.S.E.C. Release No. 2669, 2007 WL 2892695, *4-5 (October 4, 2007) (書面の方針および手続として使用するために購入した事前のパッケージのマニュアルおよびテンプレートを採用および実施する際、可能性のあるリスク要因または特定の利益相反を確認するための適切な努力を怠っており、また、そのようなリスク要因および利益相反は、パッケージの枠組みの範囲内において対処されていなかったことを認める) ; In the Matter of Felt & Company, Inc., S.E.C. Release No.3325, 2011 WL 5911238, *3-4 (November 28, 2011) (購入されたマニュアルはカスタマイズされ、定期的に更新される既製のマニュアルであったが、仲介業務と顧問業務の両方を含む1つのコンプライアンス・マニュアルとして維持して、仲介および顧問口座をコンプライアンスの目的として同じものとして扱い、また、マニュアルには顧問業務を明確に対処しておらず、さらに顧問の方針を明確に検討しなかったことを認める)。

(170) See, e.g., In the Matter of Structured Portfolio Management, L.L.C., S.E.C. Release No.3906, 2014 WL 4244242 (August 28, 2014); In the Matter of Assset Advisors, LLC, S.E.C. Release No.3324, 2011 WL 5911240 (November 28, 2011); In the Matter of Omni Investment Advisors Inc. and Gary R. Beynon, S.E.C. Release No. 3323, 2011 WL 5911237, *1 (November 28, 2011) (投資顧問にはコンプライアンス・プログラムやCCOがなかった)。

規則に従って確立された方針および手続の妥当性並びにそれらの実施の有効性を見直しすることを要求している⁽¹⁷¹⁾。この見直しでは、前年に発生したコンプライアンスの問題、投資顧問またはその関連会社の事業活動の変更、および方針または手続の改訂の必要性を示唆する投資顧問法または適用される規制の変更を考慮しなければならない⁽¹⁷²⁾。この規則は、年次見直しのみを要求しているが、投資顧問は、重要なコンプライアンスの出来事、事業取決めの変更および規制の進展に対応して、中間見直しの必要性を検討することが求められる⁽¹⁷³⁾。

(エ) CCO 規則206(4)-7では、各登録投資顧問は、コンプライアンスの方針および手続を管理する責任を負う個人（被監督者）である CCO を指名することを要求される⁽¹⁷⁴⁾。

CCO になるための公式の要件、例えば法律の学位または金融業界において必要な年数のような要件は存在しないが、CCO は投資顧問法に関して有能で知識が要求され、且つ適切なコンプライアンス方針および手続を進展させて実施するための全責任および権限を与えられるべきである⁽¹⁷⁵⁾。十分な権限を持つ知識のある CCO を持つ義務は、規則において明記されていない

(171) C.F.R. § 275.206(4)-7(b) (West 2022).

(172) Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, *supra* note 167, *5 (例えば、ブローカー＝ディーラーまたはその親会社によって買収された投資顧問は、当該投資顧問がそのブローカー＝ディーラーを使用して顧客取引を実施するとき、またはブローカー＝ディーラーによって配分または引き受けられたファンドまたはその他の証券に顧客資産を投資するときに生じる利益相反に対して保護するために、その方針および手続が適切であるかどうかを評価するべきであると考えられる)。

(173) *Id.* *9.

(174) C.F.R. § 275.206(4)-7(c) (West 2022). また、投資顧問法の下で投資顧問の登録フォームであるフォーム ADV について、CCO に関連する項目について、フォーム ADV、パート 1A 項目 1J 参照。17 CFR 279.1 (West 2011); FORM ADV (Paper Version), <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part1a.pdf>.

(175) Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, *supra* note 167, *9; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 3:83 n.4.

が、SEC の見解は、CCO の経験と能力の欠如は、投資顧問が規則の下でのコンプライアンス義務を果たすことを怠ったという SEC の認定で加重要因として同一視されている⁽¹⁷⁶⁾。

もっとも、SEC によれば、CCO の肩書きを有すること自体で、必ずしも CCO が監督責任を負うというわけではなく、投資顧問法203条 (e) 項 (6) 号に基づいて、(i) 投資顧問が連邦証券諸法の違反を防止・検知するために合理的に計画された手続を採用したこと、(ii) 投資顧問は当該手続を適用するための制度を備えていたこと、および (iii) 監督者は当該手続に従ってその監督責任を合理的に果たしており、その被監督者が当該手続に従っていないことを信じるべき理由がなかったこと、以上の理由により、合理的に監督しなかったとは見なされず、他の助言者の監督を怠ったために制裁を受けることはない⁽¹⁷⁷⁾。

したがって、CCO は、他の者にコンプライアンス方針および手続の遵守を強制するために、その組織内において十分な年功および権限の地位を有すべきである⁽¹⁷⁸⁾。

(176) See, e.g., In the Matter of IMC Asset Management, Inc., S.E.C. Release No.3537, 2013 WL 325335, *2 (January 29, 2013) (ポートフォリオ・マネージャーとして雇われていた新しい CCO は、以前にコンプライアンス役員になったことがなく、また正式なコンプライアンス訓練を受けていたことがなく、さらに、その任命後、実質的にコンプライアンスに関連する職務を履行しなかった) ; In the Matter of Pekin Singer Strauss Asset Management Inc., S.E.C. Release No.4126, 2015 WL 3862869, *3-4 (June 23, 2015) (社長は、新しく昇進させた CCO のコンプライアンス経験および訓練が不十分であることを知っており、また新 CCO としての義務および責任に関する十分な指導を CCO に提供せず、コンサルタントの増員または支援額を CCO に提供しなかった) ; In the Matter of Parallax Investments, LLC, S.E.C. Release No.4159, 2015 WL 4651674, *3 (August 6, 2015) (CCO は実務経験がほとんどなかった) .

(177) Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers ,supra note 167, *9 n.73.

(178) Id. *9 n.74 (本規則は、投資顧問がコンプライアンス役員として務める役職員を追加して雇うことを要求しないが、むしろ投資顧問の CCO としての個人を指名することを要求す

投資顧問およびファンドの中には、関連のない第三者に対し、その CCO の役割を含む全てのコンプライアンス活動をアウトソーシングしているものがある。SEC のスタッフは、SEC 登録の投資顧問および投資会社の状況を調査し、CCO と投資顧問等との間の定期的、頻繁的に個人的なコミュニケーション、CCO がその十分なコンプライアンス義務を果たすための資源、調査の証拠となる文書記録などが、コンプライアンス・プログラムおよびアウトソーシングされた CCO の実効性に必要であると考えており、また、コンプライアンス方針と手続が投資顧問またはファンドの事業または慣行に合わせて作られていない場合があることなどを指摘している⁽¹⁷⁹⁾。

投資顧問のコンプライアンス方針および手続は、その実効性を評価するために、CCO より少なくとも年に一回再検討されなければならない、また各年次検査では、とりわけ、前年の間に生じたコンプライアンスの問題、投資顧問の事業活動（またはその系列会社の事業活動）における変更、および方針または手続の改訂の必要性を示唆するかもしれない投資顧問法または適用される規制における変更を考慮することが必要である⁽¹⁸⁰⁾。

（３）投資会社のコンプライアンス

（ア）投資会社のコンプライアンスの手続および慣行 投資会社法規則

る）。

(179) SEC Office of Compliance Inspections and Examinations Examinations of Advisers and Funds That Outsource Their Chief Compliance Officers (November 9, 2015), <https://www.sec.gov/files/ocie-2015-risk-alert-cco-outsourcing.pdf>; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 3.83.

(180) Les Abromovitz, Recent SEC enforcement actions make annual policies and procedures exams even more important (January 5, 2012), <https://riabiz.com/a/2012/1/5/recent-sec-enforcement-actions-make-annual-policies-and-procedures-exams-even-more-important>; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 39, § 3.83（過去 5 年間の方針および手続の写し、並びに年次検討の証拠が維持されなければならない）。

270.38a-1 は、各登録投資会社および事業開発会社（以下「ファンド」）は、①方針および手続の採用および実施、②取締役会の承認の取得、③年次見直し、および④ CCO の指定を行われなければならない⁽¹⁸¹⁾。

（イ）方針および手続の採用および実施　ファンドは、その活動を行うために利用する各投資顧問、元引受人（principal underwriter）⁽¹⁸²⁾、アドミニストレータ（administrator）⁽¹⁸³⁾、および名義書換代理人（transfer agent）⁽¹⁸⁴⁾（これらを「サービス・プロバイダー」と総称する）によるコンプライアンスの監視を規定する方針および手続を含む、ファンドによる連邦証券法⁽¹⁸⁵⁾の違反を防止するために合理的に設計された書面による方針および手続を採用および実施することが要求される⁽¹⁸⁶⁾。

ファンドの運用のほとんどは、独自のコンプライアンス方針および手続を有するサービス・プロバイダーによって実施されていることから、本規則において、ファンドの取締役会はそのサービス・プロバイダーの方針および手続を承認することが要求され、また、ファンドの方針および手続には、ファンドがそのサービス・プロバイダーによるコンプライアンスを監視するため規定が含まれることが要求される⁽¹⁸⁷⁾。さらに、本規則270.38a-1 は、ファンドの各複合体がその組織に最も適した方法で本規則を適用できるように、

(181) 17 C.F.R. § 270.38a-1 (West 2022).

(182) 15 U.S.C.A. § 80a-2(a)(29) (West 2010)（元引受人の定義）。

(183) 「アドミニストレータ」（管理者）とは、投資会社に対し重要な管理または事業経営管理サービスを提供する者を意味する。17 C.F.R. § 270.0-1(a)(5) (West 2020).

(184) 15 U.S.C.A. § 78c(a)(25) (West 2012)（名義書換代理人の定義）。

(185) 連邦証券法とは、1933年証券法（15 U.S.C. 77a）、1934年証券取引所法（15 U.S.C. 78a）、2002年サーベンス・オクスリー法（Pub. L. 107-204, 116 Stat. 745 (2002)）、投資会社法、投資顧問法等、および SEC による規則等を意味する。17 C.F.R. § 270.38a-1(e)(1).

(186) Id. § 270.38a-1(a)(1); Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, *supra* note 167, *4.

(187) Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, *supra* note 167, *4.

ファンド複合体に柔軟性を提供しており、ファンド複合体は、例えば、ファンド、投資顧問、系列引受人および名義書換代理人の活動を含むコンプライアンス方針および手続を採用することができるし、他方、補助投資顧問などの他のサービス・プロバイダーの方針および手続を承認することもできると考えられている⁽¹⁸⁸⁾。

（ウ）取締役会の承認の取得　ファンドの利害関係者ではない取締役（独立取締役）の過半数を含む当該ファンドの取締役会は、ファンド並びに当該ファンドの各投資顧問、元引受人、アドミニストレータおよび名義書換代理人の方針および手続を承認することを要求され、また、当該承認は、当該方針および手続がファンド並びに当該ファンドの各投資顧問、元引受人、アドミニストレータおよび名義書換代理人による連邦証券法の違反を防止するために合理的に設計されているという取締役会の調査結果に基づかなければならないことが、求められる⁽¹⁸⁹⁾。この規則により、取締役が冗長的なコンプライアンス・マニュアルを確認し、各会議で多数の修正を承認するためにはかなりの時間を費やす必要があるという懸念があることから、このような懸念に対し、取締役は、CCO、法律顧問またはコンプライアンス・プログラムに精通しているその他の者が作成したコンプライアンス・プログラムの要約を検討することにより、本規則に基づく義務を果たすことができると考えられる⁽¹⁹⁰⁾。

また、ファンドが、名義書換代理人またはアドミニストレータのような、

(188) Id. *5.

(189) 17 C.F.R. § 270.38a-1(a)(2).

(190) Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, *supra* note 167, *5（当該要約は、取締役が当該プログラム（サービス・プロバイダーのプログラムを含む）の顕著な特徴に精通し、コンプライアンス・プログラムが特に重大なコンプライアンス・リスクにどのように対処するかについて十分な理解を取締役に提供することが要求される）。

ファンドの関係者ではなく、多数のファンドに同様のサービスを提供するサービス・プロバイダーのサービスを使用するような場合、そのようなサービス・プロバイダーの全ての方針および手続について、ファンドまたはそのコンプライアンス役員が直接に調査することは非現実的である。したがって、取締役会がサービス・プロバイダーのコンプライアンス・プログラムを承認するかどうかを評価するときに、ファンドがサービス・プロバイダーの手続自体ではなく、サービス・プロバイダーの手続に関する第三者報告書を使用する場合、SECは、当該ファンドの方針および手続は本規則の要件を満たしていると考えている⁽¹⁹¹⁾。

SECは、前記(2)(ア)において投資顧問の方針および手続について投資顧問のために特定した問題に対処すべきであるとともに、次に述べるような、ファンドまたはそのサービス・プロバイダーによる連邦証券法の遵守のいくつかの重要な分野に対する方針および手続の適用を検討することを期待している⁽¹⁹²⁾。

(i) ポートフォリオ証券およびファンド株式の評価の際に用いられる方法の適切性および正確性を定期的に見直し、必要な調整を行うこと

(ii) ファンドが株式の価格を設定する前に受け取った投資家の注文（その日の価格を受け取る）と、ファンドが株式の価格を付けた後に受け取った注文（翌日の価格を受け取る）を区別する手続の承認、定期的な見直しおよびその積極的な措置を行うこと

(iii) ファンドを有利に利用する立場にある者による自己取引および出し抜くことを防止するために、これらの関係者を特定し、彼らとの違法な取引

(191) Id. *5（第三者報告書は、ファンドに提供されるサービスの種類に関するサービス・プロバイダーのコンプライアンス・プログラムを説明し、ファンドにとって重要なコンプライアンス・リスクの種類を議論し、且つサービス・プロバイダーのコンプライアンス管理の妥当性を評価することを要する）。

(192) Id. *6*8.

を防止するための方針および手順の整備

(iv) ファンドのポートフォリオ、その取引戦略または保留中の取引についての重要な情報の第三者への開示、およびファンドのポートフォリオについての重要な非公開情報に基づく投資顧問担当者によるファンド株式の購入または売却を含む、非公開情報の他の潜在的な悪用にも対処するための非公開情報の保護

(v) 一定割合の独立取締役が不十分で取締役会の構成が不適切であること、ファンドの顧問契約、引受契約および分配計画を承認する任務を負う取締役会がこれらの事項を適切に検討しないこと、並びに取締役会がファンドのアドバイザーおよび他のサービス・プロバイダーから投資会社法により要求される情報（例えば顧問料その他のファンド費用に関する情報）の要請・考慮することを懈怠することなどに対して、監視するために設計されるべきファンド・ガバナンス要件の遵守

(vi) ファンドに害を及ぼす可能性のある投資信託株式の過度の短期取引に関する市場のタイミングについて開示された方針を確実に遵守するために合理的に設計された手続を有すること

(エ) 年次見直し 投資会社法規則270.38a-1では、各登録投資会社は、ファンド並びに各投資顧問会社、元引受人、アドミニストレータおよび名義書換代理人の方針および手続の妥当性、およびそれらの実施の実効性を、毎年よりも少なくない頻度で、見直しすることが求められる⁽¹⁹³⁾。この規則は、ファンドの取締役会が見直しを行うことを要求していないけれども、取締役会は、CCOにより提出された報告書における見直しの利益を有する⁽¹⁹⁴⁾。

(オ) CCOの指定 CCOの指定については、上記（イ）に基づいて採

(193) 17 C.F.R. § 270.38a-1(a)(3) (West 2022).

(194) Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, *supra* note 167, *9.

用された当該ファンドの方針および手続について責任を負う者として、次の①から④に定める個人を1人指定しなければならない。

①その者の CCO の指定および報酬が、ファンドの利害関係者ではない取締役の過半数を含む、当該ファンドの取締役会によって、承認されなければならない者

②ファンドの利害関係者ではない取締役の過半数を含む、当該ファンドの取締役会の行為によって（およびその承認を得てのみ）、その者の責任から解任されうる者

③毎年よりも少なくない頻度で、少なくとも、a) ファンド並びに当該ファンドの各投資顧問会社、元引受人、アドミニストレータおよび名義書換代理人の方針および手続の運用、前の報告の日以後それらの方針および手続に行われた重要な変更、並びに上記（エ）に従って行われた年次見直しの結果として推奨される方針および手続に対する重要な変更、および⑥前の報告の日以後に生じた各重要なコンプライアンス問題⁽¹⁹⁵⁾について、対処する書面による報告書を取締役に提出しなければならない者

④毎年よりも少なくない頻度で、ファンドの独立した取締役と個々に会合をもたなければならない者⁽¹⁹⁶⁾

また、ユニット投資信託（unit investment trust）である場合、当該ファンドの元引受人または預託者は、ファンドの方針および手続並びに CCO を

(195) 重要なコンプライアンス問題とは、ファンドの取締役会がファンドのコンプライアンスを監督するために合理的に知る必要があるコンプライアンス問題を意味し、限定はないが、次のものを含む。(i) ファンド、その投資顧問、元引受人、アドミニストレータまたは名義書換代理人（またはその役員、取締役、従業員またはその代理人）による連邦証券法（Id. § 270.38a-1(e)(1) [定義]）の違反、(ii) ファンド、その投資顧問、元引受人、アドミニストレータまたは名義書換代理人の方針および手続の違反、または、(iii) ファンド、その投資顧問、元引受人、アドミニストレータまたは名義書換代理人の方針および手続の設計または実施における弱点。Id. § 270.38a-1(e)(2).

(196) Id. § 270.38a-1(a)(4).

承認し、すべての年次報告書を受け取り、CCO の責任からの解任を承認しなければならない⁽¹⁹⁷⁾。

（カ）禁止される不当な影響 ファンドの役員、取締役、従業員、投資顧問もしくは元引受人、またはこれらの者の指図の下で行為する者は、本規則の下でのその職務の遂行の際に、当該ファンドの CCO を威圧、操作、誤解、または詐害的な影響を与える行為を直接的または間接的に行ってはならない⁽¹⁹⁸⁾。

（キ）記録保管 ファンドは、次のようなものを維持しなければならない⁽¹⁹⁹⁾。

①前記（イ）の下でファンドにより採用された方針および手続で、容易にアクセスできる場所において、効力を有している写し、または過去 5 年以内の任意の時点において効力を有しているものの写し

②上記①の下において取締役の承認に関連して当該取締役会に提出された資料の写し、および上記（ウ）に従って取締役会に提出された書面による報告書（または、ファンドがユニット投資信託である場合は、上記投資会社法規則 270.38a-1（b）に従って、ファンドの元引受人または預託者が受け取る報告書）について、文書が提供された会計年度の終了後少なくとも 5 年間、最初の 2 年間は簡単にアクセスできる場所であること

③上記（エ）の年次見直しが行われた会計年度の終了後少なくとも 5 年間、容易にアクセスできる場所において最初の 2 年間、当該ファンドの年次見直しを文書化した記録

(197) Id. § 270.38a-1(b).

(198) Id. § 270.38a-1(c).

(199) Id. § 270.38a-1(d).

(4) 投資顧問の倫理コード

(ア) 倫理コードの趣旨 投資顧問法の下での規則204A-1に基づいて、登録される投資顧問は、少なくとも、①投資顧問およびその被監督者 (supervised persons) の信任義務を反映した被監督者に要求するビジネス行動基準、②被監督者に連邦証券法⁽²⁰⁰⁾の遵守を要求する条項、③投資顧問のアクセス者 (access persons) の個人的証券取引 (personal securities transactions) および証券保有 (holdings) をそのアクセス者に定期的に報告することを要求し、また、その取引および持株を投資顧問に検討することを要求する条項、④投資顧問倫理コードの違反を投資顧問のCCOまたは投資顧問の指定する他の者 (CCOが全ての違反の報告を受け取することを条件とする) に、直ちに報告することを要求する条項、および⑤投資顧問の被監督者の各々に投資顧問倫理規定および修正の写しを提供することを要求し、またそのコードおよび修正の受領の確認書を投資顧問に提供することをその被監督者に要求する条項、以上のものを含む書面による倫理コードを確立、維持、および実施をしなければならない⁽²⁰¹⁾。

また、投資顧問法規則204-2は投資顧問に倫理コードの写しと規範に関連する記録を保持することを要求し⁽²⁰²⁾、フォームADV⁽²⁰³⁾のパートIIでは顧客に対して倫理コードの説明をすることを投資顧問に要求しており、さらに、

(200) 連邦証券法 (federal securities laws) とは、1933年証券法 (15 U.S.C. 77a-aa)、1934年証券取引所法 (15 U.S.C. 78a-mm)、2002年サーベンス・オクスリー法 (Pub.L. 107-204, 116 Stat. 745 (2002))、1940年投資会社法 (15 U.S.C. 80a)、1940年投資顧問法 (15 U.S.C. 80b)、グラム・リーチ・ブライリー法第5章 (Pub.L. 106-102, 113 Stat. 1338 (1999))、これらの制定法の下でSECにより採用された規則、ファンドおよび投資顧問に適用される合衆国銀行秘密法 (31 U.S.C. 5311-5314; 5316-5332)、および、それらの下でSECまたは財務省によって採用された規則を、意味する。17 C.F.R. § 275.204A-1(e)(3) (West 2017).

(201) 17 C.F.R. § 275.204A-1(a) (West 2017).

(202) 17 C.F.R. § 275.204-2 (West 2022).

(203) 17 C.F.R. § 279.1 (West 2022).

投資会社法規則17j-1においても、倫理コードの採用と承認について規定がなされている⁽²⁰⁴⁾。

上記の規則204A-1は、投資顧問およびそのサービス担当者による受任者基準の遵守を促進することを企図しており、また、近年の多くの信任義務違反の事例に対処するために、投資顧問およびそのサービス担当者の行動に適用されなければならない受任者原則を強化することにより、不正を防止することを目的としている⁽²⁰⁵⁾。規則204A-1では、倫理コードが一定の最低限の条項を含めなければならないが、最低限の要件のみを確立していれば、投資顧問は、専門家や業界団体によって確立された基準のようなものを含む、投資顧問の従業員についてより高い基準を自由に設定できる。このことから、投資顧問は、その投資顧問事業の構造、規模、性質に最も適した個別の倫理コードを設計するための実質的な柔軟性が与えられると考えられている⁽²⁰⁶⁾。なお、SECは、倫理コードの違反に対する罰金やその他の制裁のシステムを採用しておらず、倫理コードに制裁の議論を含めることを要求していない。違反に対する制裁は企業ごとに異なり、関係する違反の種類によることになる。従業員は、取引の取消、利益の吐き出し、または損をしてポジションを売却することが要求され、また、内部的な譴責、制裁金または解雇に直面することがありうる⁽²⁰⁷⁾。

（イ）投資顧問の被監督者とアクセス者　　倫理コードの規定のなかに、投資顧問の被監督者に対して適用されるほかに、当該投資顧問のアクセス者に適用されるものがある。投資顧問の被監督者とは、投資顧問のパートナー（組合員）、役員、取締役（または同様の地位を有するか、または同様の職務

(204) 17 C.F.R. § 270.17j-1(c) (2017).

(205) Investment Adviser Codes of Ethics, S.E.C. Release No.2256, 2004 WL 1488752 1*2, *10 (July 2, 2004).

(206) Id.*2-*3.

(207) Id.*7 n.54.

を履行する他の者) もしくは投資顧問の従業員、または当該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と定義される⁽²⁰⁸⁾。

これに対し、アクセス者とは、投資顧問の被監督者のなかで、①a顧客の「証券の購入または売却」⁽²⁰⁹⁾に関する非公開情報、もしくは報告対象ファンド (reportable fund)⁽²¹⁰⁾のポートフォリオ証券保有に関する非公開情報に接近できる者、またはb顧客に対する証券の推奨を行うことに関与している者、もしくは非公開の当該推奨に接近できる者のいずれか、あるいは、②投資助言の提供が投資顧問の主要な事業である場合、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推定される、と定義される⁽²¹¹⁾。報告対象ファンドとは、①投資顧問が1940年投資会社法2条(a)項(20)号に定義される投資顧問として務めるファンド(すなわち、ほとんどの場合、その務める前にファンドの取締役会によって承認されなければならない)、または②ファンドの投資顧問または元引受人により支配を受けている者の当該ファンドが、その者により支配されまたはその者と共通の支配下にある当該ファンドを、意味する⁽²¹²⁾。

(ウ) アクセス者の個人的証券取引に対する予防的措置の手続 SECは、規則204A-1において、下記の(エ)の倫理コードの報告要件として、証券保有報告書、取引報告書およびその検討を要求するのみで、投資顧問の従業員などのアクセス者の個人的証券取引に対する予防的措置のための手続の採

(208) 15 U.S.C.A. § 80b-2(a)(28) (West 2010).

(209) 「証券の購入または売却」は、とりわけ、証券を購入または売却するオプションの売り(writing)を含む。§ 275.204A-1(e)(8) (West 2017).

(210) ファンドとは、投資会社法の下で登録された投資会社をいう。17 C.F.R. § 275.204A-1(e)(1) (West 2017).

(211) Id. § 275.204A-1(e)(5).

(212) Id. § 275.204A-1(e)(9) (本条の目的にとって、支配とは、1940年投資会社法2条(a)項(9)号(15 U.S.C. 80a-2(a)(9))と同じ意味を有する)。

用を要求していない。これは、多くの投資顧問の規模、その業務内容、リスクの多様性などから、そのような予防的措置の手続を求めなかったといわれている⁽²¹³⁾。しかし、SECは、一般的に、各投資顧問が次のような事項に対処できるような個人的証券取引の手続を独自に作成する際に考慮すべきものと考えている⁽²¹⁴⁾。

①アクセス者が個人的証券取引を行う前に事前の書面による承認（事前クリアランス）

②投資顧問が顧客取引のために分析または推奨している証券の発行者リストの維持、およびそれらの発行者の証券の個人的取引に関する禁止

③投資顧問が内部情報を持っている発行者の「制限リスト」の維持、およびそれらの発行者の証券における取引（個人的にまたは顧客のために）の禁止

④顧客の証券取引が行われているか、推奨が行われており、アクセス者が個人的証券取引を申し込むことが許されない「ブラックアウト期間」（blackout periods）

⑤投資顧問またはその従業員が行動する前に、投資機会が最初に顧客に提供しなければならないことの注意喚起、およびこの原則を実施するための手続

⑥短期売買（short swing）取引および市場タイミングに関する禁止または制限

⑦一定のブローカーを通じてのみ取引するための要件、または許される仲介口座の数に関する制限

(213) Investment Adviser Codes of Ethics, supra note 205, *3（下記①の事前クリアランスは、倫理コードを採用しているほとんどの投資顧問においてある程度義務づけられているといわれる）。

(214) Id. *4.

⑧投資顧問に重複した取引確認書と口座明細書を提供するための要件

⑨従業員の個人的証券保有が明白な利益相反を示さない当該従業員に新しい証券分析を任命するための手続

(エ) 報告要件 投資顧問の倫理コードは、投資顧問のアクセス者が投資顧問の CCO またはその他の指定された者に、当該アクセス者の個人的証券取引および証券保有を定期的に報告することを要求するとともに、投資顧問にそれらの報告を検討することを要求する⁽²¹⁵⁾。これらの報告書を検討することにより、投資顧問および SEC の審査スタッフは、アクセス者による不適切な取引または取引パターンを確認できることになる⁽²¹⁶⁾。また、アクセス者に広範囲の記録保持要件を課すことにより、アクセス者が個人的取引活動またはインサイダー取引に従事することを通してその者の信任義務に違反することを思いとどまらせることが可能となる⁽²¹⁷⁾。倫理コードで求められる報告書は、証券保有報告書と取引報告書である。

①証券保有報告書 倫理コードは、投資顧問のアクセス者が、CCO または倫理コードで指定した他の者に、次の要件を満たす当該アクセス者の現在の証券保有の報告書を提出することを要求しなければならない⁽²¹⁸⁾。

(i) 証券保有報告書の内容 各証券保有報告書は、少なくとも、㉑証券の権原と種類、並びに、該当するものとして、アクセス者が直接的または間接的な受益的所有権 (beneficial ownership)⁽²¹⁹⁾ を有する各報告対象証券 (reportable security)⁽²²⁰⁾ の取引所ティッカー記号 (exchange ticker

(215) Id. § 275.204A-1(a)(3)(4)(5).

(216) Investment Adviser Codes of Ethics, supra note 205, *3 (July 2, 2004).

(217) Haas and Howard, supra note 3, at 300.

(218) 17 C.F.R. § 275.204A-1(b)(1) (West 2017).

(219) 受益的所有権は、1934年証券取引所法 (15 U.S.C. 78p) 16条およびその下での規則およびレギュレーションの目的のため、人が証券の受益的所有権を有するかどうかを決定する際に、証券取引所法規則 §240.16a-1(a)(2) に基づくのと同一方法で解釈される。Id. § 275.204A-1(e)(3).

symbol) もしくは CUSIP 番号、株式数および元本総額、㉑アクセス者が直接的または間接的な利益のために証券が保有されている口座を維持しているブローカー、ディーラー、または銀行の名前、そして㉒アクセス者が報告を提出する日付、以上の内容を含まなければならない⁽²²¹⁾。

(ii) 証券保有報告書のタイミング 投資顧問のアクセス者は、それぞれに、次の㉑および㉒のような証券保有報告書を提出しなければならない。

㉑当該者がアクセス者になった後10日以内に、且つ、情報がアクセス者になった日より前に45日以内の日付で最新でなければならない。

㉒投資顧問が選択する日付で、その後12か月ごとに少なくとも1回、且つ情報が報告書が提出された日より前に45日以内の日付で最新でなければならない⁽²²²⁾。

㉓取引報告書 倫理コードは、アクセス者が投資顧問の CCO または投資顧問の倫理コードにおいて指定した他の者に対して、四半期ごとに証券取引報告書を提出することを要求しなければならない⁽²²³⁾。各取引報告書は、次のような内容およびタイミングの要件を満たす必要がある。

(i) 取引報告書の内容 各取引報告書は、少なくとも、アクセス者が直接的または間接的な受益的所有権を有し、または取得された取引の結果として受益的所有権を有することになった、報告対象証券を含む各取引に関す

(220) 報告対象証券とは、投資顧問法202条 (a) 項 (18) 号に定義される証券を意味するが、次のものは含まれない。(i) 合衆国政府の直接の義務、(ii) 銀行の受諾、銀行預金証書、コマーシャル・ペーパーおよび高品質の短期債務証書（買戻し合意を含む）、(iii) マネーマーケット・ファンドにより発行される株式、(iv) 報告対象ファンド以外のオープンエンド型ファンドによって発行された株式、および (v) 1 またはそれ以上のオープンエンド型ファンドにのみ投資されるユニット投資信託により発行される株式（いずれも報告対象ファンドではないもの）。Id. § 275.204A-1(e)(10).

(221) Id. § 275.204A-1(b)(1)(i).

(222) Id. § 275.204A-1(b)(1)(ii).

(223) Id. § 275.204A-1(b)(2).

る次の情報が含まれなければならない⁽²²⁴⁾。

④取引の日付、権原、並びに、該当するものとして、取引所ティッカー記号もしくはCUSIP番号、金利と満期日、株式数、および関係する各報告対象証券の元本総額

⑤取引の性質（すなわち、購入、売却、またはその他の種類の取得または処分）

⑥取引が実施された場合、その証券の価格

⑦ブローカー、ディーラーまたは銀行との取引またはそれらを通して取引が実施された場合、そのブローカー、ディーラーまたは銀行の名前

⑧アクセス者が報告書を提出した日付

(ii) 取引報告のタイミング 各アクセス担当者は、各暦四半期の終了後30日以内に取引報告書を提出しなければならない⁽²²⁵⁾。

⑨報告要件の例外 投資顧問の倫理コードは、アクセス者が次の報告書を提出することを要求する必要はない⁽²²⁶⁾。

(i) アクセス者が直接的または間接的な影響力または支配権を有していない口座に保有されている証券に関する報告

(ii) 自動投資プラン（automatic investment plan）⁽²²⁷⁾に従って実施される取引に関する取引報告書

(iii) 投資顧問が該当する暦四半期の終了後30日以内に確認書または明細

(224) Id. § 275.204A-1(b)(2)(i).

(225) Id. § 275.204A-1(b)(2)(ii).

(226) Id. § 275.204A-1(b)(3).

(227) 自動投資プランとは、前もって定められた計画と配分に従って、投資口座において（またはその口座から）正規の定期的な購入（または引き出し）が自動的に行われるプログラムを意味する。自動投資プランは、配当再投資プラン（dividend reinvestment plan）を含む。Id. § 275.204A-1(e)(2).

書を受け取るかぎり、当該投資顧問がその記録に保有しているブローカー取引確認書または口座明細書に含まれる情報を報告書が複写する場合の当該取引報告書

④一定の投資の事前承認 投資顧問の倫理コードは、投資顧問のアクセス者が新規株式公開（initial public offering）⁽²²⁸⁾または限定募集（limited offering）⁽²²⁹⁾の証券の受益的所有権を直接的または間接的に取得する前に、当該アクセス者が投資顧問の承認を得ることを要求しなければならない⁽²³⁰⁾。しかし、投資顧問が1人のアクセス者（すなわち、当該投資顧問自身）のみである場合、本条が投資顧問に報告することを要求するであろう全ての証券保有および取引の記録を保持している場合は、新規株式公開または限定募集の証券に投資することについて、当該投資顧問自身に報告書を提出すること、または当該投資顧問自身の承認を得ることを要求されない⁽²³¹⁾。この事前承認要件は、アクセス者と投資顧問の顧客との間における潜在的な利益相反について評価する機会を、投資顧問に認めることになる⁽²³²⁾。

（エ）倫理コードの記録の保管 登録投資顧問は、次のような倫理コードの記録を作成し、真実、正確且つ最新の状態に保ち、保管しなければならない⁽²³³⁾。

(228) 新規株式公開とは、1933年証券法（15 U.S.C. 77a）の下で登録された証券の募集を意味し、その発行者は、登録直前に、1934年証券取引所法（15 U.S.C. 78mまたは78o(d)）13条または15条(d)項の報告要件の対象とはならなかったものである。Id. § 275.204A-1(e)(6)。

(229) 限定募集とは、証券法4条(a)項(2)号または同4条(a)項(5)号（15 U.S.C. 77d(a)(2)または77d(a)(5)）に従って、または証券法レギュレーションD規則230.504または同規則230.506に従って、1933年証券法の下で登録が免除される募集を意味する。Id. § 275.204A-1(e)(7)。

(230) Id. § 275.204A-1(c)。

(231) Id. § 275.204A-1(d)。

(232) Haas and Howard, *supra* note 3, at 305.

(233) 17 C.F.R. § 275.204-2(a)(12)(13) (West 2022)。

①倫理コードの写し⁽²³⁴⁾

- (i) 規則275.204A-1に従って採用および実施された投資顧問の倫理コードの写しで、有効であるか、過去5年以内のどの時点でも有効であったもの
- (ii) 倫理コードの違反、およびその違反の結果として取られた行動の記録
- (iii) 規則275.204A-1 (a) (5) で要求される全ての書面による承認の記録で、現在または過去5年以内に投資顧問の被監督者であった者

②アクセス者により行われた各報告の記録⁽²³⁵⁾

- (i) 規則275.204A-1 (b) で要求される、アクセス者により行われた各報告の記録 (当該報告の代わりに同275.204A-1 (b) (3) (iii) の下で提供された情報を含む)
- (ii) 現在または過去5年以内に投資顧問のアクセス者であった者の氏名の記録
- (iii) 規則275.204A-1 (c) の下でアクセス者による証券の取得を承認する決定および当該決定を支持する理由で、当該承認が与えられた会計年度の終了後少なくとも5年間のもの

なお、上記の倫理コードの記録 (上記① (i) (iii) および② (ii) (iii) を除く) は、当該記録に最後の記載がなされた会計年度末から5年以上、容易に利用できる場所で、最初の2年間は当該投資顧問の適切な事務所で、維持され、保存されなければならない⁽²³⁶⁾。

(234) Id. § 275.204-2(a)(12)(i)(ii)(iii).

(235) Id. § 275.204-2(a)(13)(i)(ii)(iii).

(236) Id. § 275.204-2(e)(1).

6 結び

投資顧問は、顧客のために引き受けられる全てのサービスに関して、一般的に、その各顧客に対して注意義務および忠実義務を負う受任者である。アメリカ合衆国の連邦証券法の下で、詐欺・欺瞞その他の不正行為を禁止する投資顧問法206条などにより投資顧問の行動を支配する「連邦の信任義務」が確立されている。SECによれば、投資顧問の注意義務は投資顧問が顧客の目的に基づいて顧客の最善の利益のために投資助言を提供することを要求し、他方、投資顧問の忠実義務はその利益相反について顧客へのインフォームド・コンセントを提供できるように、完全且つ公正な開示を行うことを要求し、投資顧問が利益相反を行うことを可能なかぎり抑止あるいは排除できるようにすることが考えられている。

投資顧問は、多数の異なるファンドが有する複数の口座を管理する場合、投資顧問が一方の口座を他方の口座よりも有利な取扱いを惹起するという、潜在的な利益相反の発生の可能性がある。また、ヘッジ・ファンドは、複数の異なるブローカー＝ディーラーを通じて取引を実施し、その報酬についてブローカー＝ディーラー等とヘッジ・ファンドとの間の金融上の取り決めの性質および範囲は、ヘッジ・ファンドの投資家に完全に開示されていないことがあり、また、このことは多くの潜在的な利益相反の原因となる可能性がある。実際に、このような利益相反の発生に対して、SECは、投資顧問法206条もしくは信任義務に違反するとして、執行訴訟を提起し、差止や制裁などを課していることが多い。

さらに、投資顧問は、その顧客に対して注意義務および忠実義務を負うことから、投資顧問の自己の利益を優先させるのではなく、その顧客の最善の利益のために顧客の議決権の代理行使をする義務がある。したがって投資顧問の議決権行使の方針および手続は、その顧客の議決権の代理行使をする前に、その顧客との重大な利益相反を解決できるような設計がなされなければ

ならない。

投資顧問のコンプライアンスについて、投資顧問法規則275.206(4)-7は、投資顧問が方針および手続に含めなければならない特定の要素を列挙していない。SECは、各投資顧問は、その会社の業務の性質を考慮に入れた方針および手続を採用すべきであり、また、そのような方針および手続は、違反の発生を防止し、発生した違反を検出し、発生した違反を迅速に修正できるように設計されなければならないと考えている。しかし、各投資顧問に共通する基本的な要素について、明確な指針を示すべきであるが、これに対し、SECは、投資顧問の方針および手続について、投資顧問に関連する一定の範囲において対処すべき問題を明示している。これにより適切な対応が可能となるであろうと考えられている。

最後に、投資顧問法規則204A-1は、登録される投資顧問に、投資顧問倫理コードを採用して、投資顧問のアクセス者の個人的証券取引および証券保有について、そのアクセス者に対して定期的な報告および検討を要求している。しかし、SECは、多くの投資顧問の規模、その業務内容、リスクの多様性などを考慮して、投資顧問の従業員などのアクセス者の個人的証券取引に対する予防的措置のための手続の採用を要求していない。もっとも、SECは、一般的に、各投資顧問が一定の事項に対処できるような個人的証券取引の手続を独自に作成する際に考慮すべきものを提案している。このような指針により、投資顧問の行動基準の実践が促進されるものと考えられる。