

2023年12月12日 全4頁

米 SEC、私募ファンド運営の透明性強化へ

四半期報告、監査、フェアネスオピニオン取得、一定の優遇措置禁止

ニューヨークリサーチセンター 主任研究員 鈴木 利光

[要約]

- 米国証券取引委員会（SEC）は、2023年8月23日に、私募ファンドの投資顧問業者（‘Private Fund Adviser’）に対する新たな規制を導入（私募ファンド規制改革）している。
- 私募ファンド規制改革の狙いは、存在感が増す一方となっている私募ファンド業界の不透明な運営実態の是正にある。
- 私募ファンド規制改革の主な内容は、「四半期報告」、「監査」、「セカンダリー取引を主導する際のフェアネスオピニオン又は資産価値算定書の取得」、そして「一定の優遇措置の禁止」である。
- ここで導入された新たな規制は、私募ファンド業界にとって、ここ十年で最大の障壁になるという。
- なお、オルタナティブ投資の業界団体である‘Managed Funds Association’（MFA）は、私募ファンド規制改革に異議を唱えるべく、2023年9月1日に、SECを提訴している。

1. SEC、私募ファンド業界の不透明な運営実態を是正

米国証券取引委員会（SEC）は、2023年8月23日に、私募ファンド¹の投資顧問業者（以下、‘Private Fund Adviser’）に対する新たな規制を導入（以下、「私募ファンド規制改革」）している²。

私募ファンド規制改革は、私募ファンド業界の不透明な運営実態を是正すべく、投資顧問法³を改定している。

本稿では、私募ファンド規制改革の概要を簡単に紹介する。

¹ ヘッジファンド及びプライベート・エクイティ・ファンドの総称をいう。

² SEC ウェブサイト (<https://www.sec.gov/news/press-release/2023-155>) 参照

³ Investment Advisers Act of 1940

2. 私募ファンド規制改革の概要

(1) 背景

2008年の金融危機を経て制定されたドッド=フランク法⁴を境に、大半の‘Private Fund Adviser’に登録義務が課されるようになってきている⁵。

もっとも、その後も、私募ファンド及び‘Private Fund Adviser’の存在感は増す一方となっている。私募ファンドの運用資産残高(AUM)は、2012年時点では9.8兆ドルであったが、2022年時点ではその約2.7倍の26.6兆ドルに増加している。また、私募ファンドの数についても、2012年時点では「31,717」であったが、2022年時点ではその約3.2倍の「100,947」に増加している。

さらに、2023年3月における地方銀行の破綻騒ぎ⁶にあつては、私募ファンドが銀行に代わる貸出主体として商機を得たという見方もされている⁷。

こうした私募ファンドの隆盛にかかわらず、SECによれば、私募ファンド業界の運営実態は不透明さで覆われている。SEC曰く、規制当局、投資家、そして市場のいずれにあつても、私募ファンドの利益相反、パフォーマンス、手数料、費用、評価手法、リスク、管理、デューディリジェンス、ガバナンス態勢等を正確に把握することは困難である。

私募ファンド規制改革の狙いは、こうした私募ファンド業界の不透明な運営実態の是正にある。

(2) SECへの登録が義務付けられている‘Private Fund Adviser’向けの新たな規制

私募ファンド規制改革は、SECへの登録が義務付けられている‘Private Fund Adviser’⁸向けに、以下の①から③の規制を導入している。

① 四半期報告

投資家向けに、投資助言をしている私募ファンドのパフォーマンス、手数料、費用、及び投資顧問報酬に関する情報を、四半期に一度の頻度で報告する。

⁴ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010

⁵ 一定の規模（一般的には、運用資産残高が1億ドル以上）の‘Private Fund Adviser’はSECに、それ以外の‘Private Fund Adviser’は拠点を置く州に登録することが求められている。

⁶ 連邦預金保険公社(FDIC)ウェブサイト (<https://www.fdic.gov/news/press-releases/2023/pr23017.html>) 参照

⁷ Madeline Shi, ‘As Regional Banks Avoid Risky Loans, Private Lenders See Opportunity’, PitchBook (2023年7月17日) 参照

⁸ 一般的には、運用資産残高が1億ドル以上の‘Private Fund Adviser’を指す(脚注5参照)。

② 監査

年に一度の頻度で、投資助言をしている私募ファンドの財務諸表監査を受ける。

③ セカンダリー取引を主導する際のフェアネスオピニオン又は資産価値算定書の取得

投資助言をしている私募ファンドの投資家が持分の売却を希望する際に、投資助言をしている別の私募ファンドの持分との交換を提案するようなケースを、SECは「Private Fund Adviser 主導のセカンダリー取引」(adviser-led secondary transaction)と定義している。

‘Private Fund Adviser’ 主導のセカンダリー取引にあたっては、利益相反を未然に防止すべく、第三者から、フェアネスオピニオン又は資産価値算定書を取得する。

(3) すべての ‘Private Fund Adviser’ 向けの新たな規制

私募ファンド規制改革は、すべての ‘Private Fund Adviser’ 向けに、一定の優遇措置の禁止を導入している。

私募ファンドの業界慣行の一つに、‘Private Fund Adviser’ が、一部の著名で影響力のある機関投資家に、他の投資家よりも有利な条件を提示して出資を得る、というものがある。こうした機関投資家の出資は、他の投資家の関心を集めることから、資金調達の円滑化につながり得る。こうした優遇措置の慣行は、‘side letter’ と呼ばれる。

こうした ‘side letter’ のうち、優遇措置を受けない「他の投資家」に対して ‘material, negative effect’ をもたらし得るもの（具体的には、投資助言をしている私募ファンドの償還や保有に関するもの）については、禁止する。

それ以外の ‘side letter’ については、開示を条件に継続を認める。‘material economic terms’ (費用、残余財産の分配、手数料、共同出資等) を含む ‘side letter’ の場合、優遇措置を受けない「潜在的な投資家」に対し、その内容を書面で事前に開示する。‘material economic terms’ を含まない ‘side letter’ であっても、優遇措置を受けない「他の投資家」に対し、その内容を書面で事後に開示する。

(4) 適用時期

私募ファンド規制改革は、2023年11月13日に発効している。もともと、‘Private Fund Adviser’ が実際に遵守を求められる時期はまだ先になる。

「四半期報告」及び「監査」は、2025年3月13日より適用される。

「セカンダリー取引を主導する際のフェアネスオピニオン又は資産価値算定書の取得」及び「一定の優遇措置の禁止」は、AUM15億ドル以上の ‘Private Fund Adviser’ については2024年

9月13日より、AUM15億ドル未満の‘Private Fund Adviser’については2025年3月13日より適用される。

3. 業界団体による提訴

以上が、私募ファンド規制改革の概要である。

ここで導入された新たな規制は、私募ファンド業界にとって、ここ十年で最大の障壁になるという⁹。それを裏付けるかのように、本件については、SEC コミッショナー5名のうち、共和党指名の2名が反対していた¹⁰。

そして、オルタナティブ投資の業界団体である‘Managed Funds Association’ (MFA) は、私募ファンド規制改革に異議を唱えるべく、2023年9月1日に、他の5団体¹¹と共同で、SECを提訴している¹²。

提訴の理由は、私募ファンド規制改革が、連邦法の定めるSECの権限を逸脱していること、過大なコンプライアンス費用をもたらすこと、私募ファンド業界の健全な競争を損なうこと、そしてそれらによって年金基金等の投資機会を阻害すること、である。

報道によると、訴状が提出された第5巡回区連邦控訴裁判所 (United States Court of Appeals for the Fifth Circuit)は、裁判官25名のうち19名が共和党指名であるという¹³。この19名の裁判官が、本件に反対した共和党指名のSEC コミッショナー2名と同じ見解であるとする、私募ファンド規制改革の先行きは不透明なものとなる。

以上

⁹ Paul Kiernan, ‘Private Equity, Hedge Funds Sue SEC to Fend off Oversight’, The Wall Street Journal (2023年9月1日) 参照

¹⁰ SEC ウェブサイト① (<https://www.sec.gov/news/statement/uyeda-statement-private-fund-advisers-082323>)、SEC ウェブサイト② (<https://www.sec.gov/news/statement/peirce-statement-doc-registered-investment-adviser-compliance-reviews-08232023>) 参照

¹¹ ‘National Association of Private Fund Managers’ (NAPFM), ‘National Venture Capital Association’ (NVCA), ‘American Investment Council’ (AIC), ‘Alternative Investment Management Association’ (AIMA), ‘Loan Syndications & Trading Association’ (LSTA)

¹² MFA ウェブサイト (<https://www.managedfunds.org/press-releases/mfa-files-lawsuit-against-sec-to-prevent-adoption-of-private-fund-adviser-rules/>) 参照

¹³ 脚注9記事参照