

米国における投資助言業者 (investment adviser)の負う信認義務

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

米国における投資助言業者（investment adviser） の負う信認義務

（平成 29 年 3 月 29 日開催）

報告者 萬 澤 陽 子
（専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員）

目 次

I. はじめに	1
II. Investment Adviser Act における投資助言業者の負う信認義務	2
1. Investment Adviser Act（以下 IAA）上の投資助言業者に対する規制	2
2. 登録義務（IAA203(a））	2
3. 顧客に対する法的義務：信認義務（IAA 206(1)(2)）	3
（1）投資助言業者の行為に適用される連邦信認基準	3
（2）信認義務の具体的内容：忠実義務と注意義務	6
（3）上記義務を認めた事案の検討	6
（4）連邦信認基準に関するその他の解釈	10
4. まとめ	11
III. Investment Company Act における投資助言業者の負う信認義務	11
1. Investment company Act of 1940 36 条	11
2. 事案	12
（1）Jones v. Harris Associations L.P., 559 U.S. 335 (2010).	12
（2）Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc., 694 F.2d 923 (2 nd Cir. 1982).	15
（3）Gartenberg 判決以前の判決	15
（4）Gartenberg 判決の基準の適用	16
（5）その他の解釈	19
（6）まとめ	20
討 議	21
報告者レジュメ	42
資 料	59

金融商品取引法研究会出席者(平成 29 年 3 月 29 日)

報告者	萬澤陽子	専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
会長	神田秀樹	学習院大学法務研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後藤元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学大学院法学研究科教授
オブザーバー	陶山健二	みずほ証券法務部長
〃	本井孝洋	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	石黒淳史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	山本悟	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	富田英揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

米国における投資助言業者 (investment adviser) の負う信認義務

神田会長 まだお越しになっておられない方もいらっしゃるかもしれませんが、定刻になりましたので、始めさせていただきます。金融商品取引法研究会の第17回目になります。

本日までございますけれども、既にご案内のように、萬澤幹事から、「米国における投資助言業者 (investment adviser) の負う信認義務」というテーマでご報告をいただいて、いつものように議論したいと思います。

それでは、よろしくお願いいたします。

[萬澤幹事の報告]

萬澤報告者 専修大学の萬澤と申します。本日、私は、「米国における投資助言業者 (investment adviser) の負う信認義務」というテーマでご報告させていただきます。

まず初めに、資料の確認をさせていただきたいと思います。レジュメと、レジュメ別添資料、資料1の Investment Adviser Act および Investment Company Act の条文、資料2の SEC の報告書である、“Study on Investment Advisers and Broker-Dealers” の4つを配付していただいております。

では、レジュメに沿って進めさせていただきます。

I. はじめに

まず、「はじめに」です。

「投資助言業者 (investment adviser)」の定義は、Investment Adviser Act の 202 条(a)(11)にあり、資料1をごらんいただきたいと思います。U.S. Code の 80b-2(a)(11)に ““Investment adviser” means” と始まる条文があります。この定義の要点は3つあると、資料2の SEC 報告書に記載されて

います。それは、証券に関する助言を提供する、またはレポート・分析を発行すること、それを業として行うこと、それを報酬を得て行うこと、です。この3つに該当すれば investment adviser に当たるとされています。

この資料2のSECの報告書は、投資助言業者の負う義務に関する報告書、特に信認義務に関する報告書として、2011年1月に出されたものです。本報告では投資助言業者の負う信認義務を2種類扱っておりますが、前半部分でこのSECの報告書を多く参照しております。

II. Investment Adviser Act における投資助言業者の負う信認義務

では、IIに移らせていただきます。

先ほど、本報告では投資助言業者の負う信認義務を2種類扱うと申しましたが、一つがここで取り上げる「Investment Adviser Act における投資助言業者の負う信認義務」であり、もう一つが9ページのⅢから取り上げる「Investment Company Act における投資助言業者の負う信認義務」です。

1. Investment Adviser Act (IAA) 上の投資助言業者に対する規制

では、まず Investment Adviser Act における信認義務ですが、その前に、Investment Adviser Act の投資助言業者に対する規制がどうなっているのか、その大枠を確認させていただきたいと思います。

2. 登録義務 (Investment Adviser Act 203(a))

まず、登録義務が203条(a)に規定されています。U.S. Code の80b-3(a)です。同条(c)で登録手続について規定されております。そして、後で出てきますが、同条(e)と(f)は、違反したときに手続の根拠として使われる条文となっています。

この登録義務ですが、Form ADV を提出することが要求されています。Form ADV には Part 1 と Part 2 があって、本報告に関連深いものとして、

投資助言業者の利益相反に関する事項である Part 2A を見てみますと、投資助言業者が開示しなければならないものとして、手数料の範囲、分析方法、投資ストラテジー及び損失のリスク、ブローカレッジ、顧客口座の審査、顧客の紹介、その他報酬、懲戒歴、財務的情報があります。また、倫理コードや議決権代理行使のポリシーといったものも開示しなければならないとなっています。これらは SEC に提出するだけでなく、業者の小冊子に含めて、助言契約を締結するときに顧客に提供することが求められ、また、毎年、それぞれの顧客に最新の情報が提供しなければならないとなっています。

3. 顧客に対する法的義務：信認義務（Investment Adviser Act 206(1)(2)）

（1）投資助言業者の行為に適用される連邦信認基準（“federal fiduciary standard”）

続いて、顧客に対する法的義務ですけれども、本報告では信認義務を中心にお話ししたいと思います。

Investment Adviser Act 206 条（15 U.S.C. § 80b-6）は、(1)から(4)までであるのですが、(1)と(2)が信認義務を認める根拠となっています。206 条の(1)は、「既存顧客または潜在顧客を欺罔のための何らかの策略・計略を使うこと」を、(2)は「既存顧客または潜在顧客に対して詐欺となる取引・実務・業務に従事すること」を禁じています。すなわち、詐欺を禁ずる条文と言えます。

このような詐欺を禁ずる条文が信認義務を課すようになったのは、判例法の発展によってです。具体的には、連邦信認基準 “federal fiduciary standard” を打ち立てたのは、SEC v. Capital Gains Research Bureau という 1963 年の連邦最高裁の判決と解釈されています。

この事案は 206 条(2)が問題となったもので、内容はレジюме別添資料の 1 ページに載せておりますが、簡単に申し上げます。月に 1 度、5000 人ほどの購読者に対して投資助言レポートを送っていた投資助言業者である被上訴人は、1960 年 3 月 15 日から 11 月 7 日まで、長期的投資のためのレポー

トの中で購入を勧める直前に、特定の証券を6回に分けて購入していました。そして、毎回、レポートの公表後に推薦された証券の市場価格及び取引量が上昇したところで、これらの証券を売却し、利益を得ていました。被上訴人はこれらの取引について、顧客または潜在顧客に何ら開示していませんでした。すなわち、自分がレポートで勧める証券を、そのレポートが出される直前に買って、そして、公表後、多くの投資家がそれを購入したことによって市場の価格が上がったときに売却して、利益を得ていたという事案です。

SECは、206条(2)に違反するとして暫定的差止命令を求めましたが、連邦地裁と連邦控訴裁判所は認めませんでした。その理由を第二巡回区連邦控訴裁判所は、被上訴人が、自分の保有分を高値で売却できるように、市場を人工的に上昇させる目的で、証券の推薦を行ったことの立証がなければ、法違反はない、と述べています。しかし、最高裁はその判断を覆しました。

その理由については、2ページの下から4行目のところをごらんください。「1940年法（Investment Adviser Act）は、投資助言業者が、公平ではない助言を——意識的または無意識的に——投資助言業者に与える気にさせる可能性のあるあらゆる利益相反をなくすために、または少なくとも明らかにするという議会の意図同様、投資助言業者と顧客の關係に細かな気遣いをする信認性という本質があるという議会の認識を反映している。」この部分は、さまざまな判例や論文などで何度も繰り返し引用されている有名なところですが、このように、投資助言者が意識的または無意識に公平ではないような助言をする気にさせるような利益相反は全て開示しなければならなくて、本件での被上訴人はこれに該当するとして、SECの請求が認められました。

ただし、これには先例との關係で問題があることが指摘されていました。地裁及び控訴裁判所の法廷意見が、本件でSECの請求を認めることは、コモン・ロー上の詐欺の要件を否定することになると述べていたのです。これに対して、連邦最高裁は、コモン・ロー上は、欺罔の意図や損害の発生を立証することが重要な要件とみなされているが、本件はそのような訴訟（action）ではない、すなわち、本件は「穩健な予防」を求める暫定的差止

命令の訴訟 (suit) である——この “action” と “suit” というのは、コモン・ロー上の action とエクイティ上の suit という違いを強調しているのだと思います——から、コモン・ロー上の action で立証しなければならないものを全て立証する必要はないと述べます。

この 16 年後、Transamerica Mortgage Advisors という 1979 年の連邦最高裁判決で、先ほどの「連邦信託基準 (federal fiduciary standard)」という言葉が使われるのですが、その際上記の Capital Gain 判決が引用されます。別添資料の 4 ページの真ん中辺をご覧ください。「両規定とも——両規定というのは、Investment Adviser Act の 206 条と 215 条 (15 U.S. Code § 80b-15) で、のちに触れますが、206 条は黙示的私的訴権が認められないのに対し、215 条は認められると本判決で論じられます——、投資助言業者の顧客の利益になるようにすることが意図されていたことは明らかである。私たちは、206 条が投資助言業者の行為を規制するための「連邦信託基準」(federal fiduciary standard) を打ち立てようとするものと以前から認めてきた。」という部分です。これ以降、206 条(1)(2) は federal fiduciary standard を打ち立てたというように、解釈されることになりました。

ただ、1940 年法によって投資助言者の連邦信託基準を打ち立てるという議会の意図について初めて論じたのは、1979 年の Transamerica Mortgage Advisors 判決ではなくて Santa Fe という 1977 年の連邦最高裁判決です。これは、レジュメの 2 ページ脚注 4 に記載しております。Santa Fe 判決では、206 条ではなく、1934 年の Securities Exchange Act のルール 10b-5 が問題となったのですけれども、そこで初めてこの “federal fiduciary standard” という言葉が出てきたようです。Santa Fe は、これについて Pepper v. Litton などの 3 つの連邦最高裁判決を引用しています。引用されている判決は、連邦信託基準を打ち立てる直接の根拠となるようなことは論じていないように思われるのですが、206 条(1)(2)のもと、連邦信託基準が打ち立てられると解釈されるようになりました。

(2) 信認義務の具体的内容：忠実義務と注意義務 (duties of loyalty and care)

レジュメ 3 ページで、SEC の報告書によれば、206 条(1)(2)のもと連邦信認義務のあらわれとして、①利益相反の開示、②適合性及び合理的な基礎があること、③最良執行、④広告、⑤議決権代理行使が具体的に認められると記載しておりますが、そもそも 206 条は詐欺を禁ずるルールなのに、どのように連邦信認基準を採用する根拠となりえたのか、まず検討する必要があるように思われます。なぜなら、連邦最高裁は、Securities Exchange Act 10 条(b)及びそのもとで規定されるルール 10b-5 の禁ずる「詐欺」について、信認義務違反とは異なると明確に述べており（1977 年の Santa Fe 判決）、また、判例法上、詐欺と信認義務違反は別個に発展してきたことから、Investment Adviser Act 206 条(1)(2)の禁止する「詐欺」が連邦信認基準の根拠に当然なるわけではないと思われるからです。裁判所は、どのように、先例と整合する形で、信認義務違反が詐欺に該当すると言えるかと解釈してきたのか。もっとも、Capital Gain 判決で最高裁が述べたように、206 条がエクイティ上の責任を規定しているなら、Securities Exchange Act 10 条(b)の解釈とは異なって、詐欺と信認義務違反が事実上同じように扱われても不思議はないと思われます。その場合には、そのような解釈はどこまで及ぶのか——206 条(a)(b)が問題となる全ての場面で妥当するのか、あるいは限定的なのか——を考えてみたいと思います。4 ページの「上記義務を認めた事案の検討」の部分です。ここで取り上げた事案は、SEC の報告書で信認義務を認めたものとして引用されているものです。

(3) 上記義務を認めた事案の検討——IAA206 条のもとの連邦信認基準とは？

ここでの事案は大きく 2 つに分けられます。1 つは、積極的不実表示が問題となって 206 条(1)(2)違反が認められた事案です。こちらは、積極的不実表示があるので、従来の詐欺の要件と親和的です。もう 1 つは不開示が問題となった事案です。不開示だと、積極的不実表示の存在を要求する詐欺の責

任を生じさせないというのが原則ですが、206 条(1)(2)のもとでは責任が肯定されています。詐欺と信認義務違反の関係で問題となるのは、後者の事案です。

「積極的不実表示が問題とされた事案」として、In the Matter of Gray L. Hamby 審決があります。これは、ハイリスク商品に投資しないと言いながら、実際は投資していた、また、ファンドの取引から生じた収益は他のファンドとあわせて証券市場に投資すると言いながら、実際は全くしていなかったということで、これらに関する不実表示及び不開示が 206 条(1)(2)違反に当たると論じています。

これ以外にも、積極的不実表示が問題となって 206 条(1)(2)違反が認められたものを脚注 11 に挙げています。SEC の報告書で、②の適合性及び合理的な基礎があること、④の広告で引用されている事案がこれに入っています。

次に、「不開示が問題とされた事案」ですが、積極的不実表示があるわけではなくて、何かを開示しなかったことが——その内容は、そこに書かれていますように、顧客の利益の（潜在的）犠牲のもとに、自分または関係者を利させる（可能性のある）行為の不開示が問題となった事案です。これは、レジュメ 4 ページから始まって 7 ページまであり、3つの種類に分類しました。

1 つは、「収益を生む（可能性のある）投資の機会から生じる利益相反の不開示」です。この具体的な審決は、In the Matter of Ronald Speaker という 1997 年の事案で、Time Warner 社の社債に有利に投資する機会を顧客に開示しないで自分がとってしまったことが 206 条に違反するとされました。

そして、レジュメ 5 ページに行っていただいて、2 つ目ですが、「関係性から生じる利益相反の不開示」です。これに関する事案は多く、いろんな種類があったので、ここには 3 つ載せています。1 つ目は、In the Matter of Mark Bailey & Co. という 1988 年のものです。

Mark Bailey & Co. は SEC に登録する投資助言業者、Bailey は Bailey 社のプレジデントで支配株主です。Bailey 社の顧客の 75%はあるブローカー・

ディーラーからの紹介で、その顧客との間に締結した投資契約は、助言業者
に取引をどこに指示するか裁量を与えていました。Bailey が顧客の最良執
行を得るという利益と、Bailey の今後も紹介を受けたいという利益の潜在的
な利益相反を有していたこと、顧客を紹介してくれたブローカー・ディーラー
に取引の指示をするよう顧客から依頼があったときに手数料の交渉をしな
かったことは、206 条(2)に違反すると述べています。

このように、利益相反を開示していないということのみならず、自分が関
係を維持したいブローカー・ディーラーの便宜を図ることによって、顧客に
対する最良執行義務にも違反していると述べたのは Bailey 審決だけではあ
りません。Fidelity Management Research Company 審決や Portfolio Advisory
Services, LLC 審決でも、最良執行義務違反が認められると SEC は論じてい
ます。

2 つ目は、ソフト・ダラー・プログラムの不開示で、Dawson-Samberg
Capital Management の事例です。

Dawson-Samberg は SEC に登録する投資助言業者、Mack は Dawson の
ソフト・ダラー・プログラムを運営する担当者でした。Dawson は顧客に開
示されていない費用（個人的な旅行など）にソフト・ダラー・クレジットを
不正に使っており、その額は資産の増大とともに増加していましたが、そ
れに応じて適切に開示することができていませんでした。ソフト・ダラー・
アレンジメントは、顧客の口座のために取引の仲介を指示することと引きか
えに助言業者が利益を得ることから、潜在的な利益相反があるのであり、顧
客にとって重要であること、助言業者の顧客の手数料がソフト・ダラー・ク
レジットを生むことから、ソフト・ダラーの利益は顧客の資産であること、
Form ADV はソフト・ダラー・クレジットを使って支払われる商品やサー
ビスについて開示していたとしても、Dawson は個人的な旅行などにソフト・
ダラー・クレジットを使っていたことを開示していないということで、206
条違反が認められました。

3 つ目は、議決権代理行使に関する事案で、Deutsche Asset Management,

Inc. という 2003 年の審決です。

Deutsche Asset Management (DeAM) は SEC に登録する投資助言業者で、ミューチュアル・ファンド (MF) に投資助言サービスを提供していました。Deutsche Bank Securities (DeBS) は DeAM に関係するブローカー・ディーラーであり、Hewlett Packard (HP) 社が Compaq 社と合併することに関する助言者として HP 社に雇われており、HP 社は、DeBS に報酬として 100 万ドル (合併が承認されればさらに 100 万ドル) を支払うことに同意していました。DeAM は、その助言する MF において HP 社の株式を 1700 万ドル保有しており、初めはその合併に反対するよう議決権の代理行使をすると決定したのですが、その後、賛成することに決定を変えました。このような、自分の関係者が HP 社の合併の提案にかかわっており、DeAM の議決権代理行使の決定過程に関与してくる状況を開示せずに顧客の議決権を代理行使することは、206 条(2)に違反する。そして、損害がなくても結論に変わりはないと言っています。

以上 3 つが、「関係性から生じる利益相反の開示」の事案になります。

最後に、「自分の助言によって顧客が行為することから生じる利益相反の開示」です。これは、先ほどの Capital Gains 判決のように、自分が助言したことで顧客が買ってくれて、それによって自分が利益を得るということに関連して利益相反があるという事案で、ここでは Valentine 審決を挙げています。

7 ページにあっていただいて、Valentine 審決ですが、Valentine は、顧客にシリーズ A 株からシリーズ B 株に交換することを勧めることが自分の受け取る手数料を増加させることに気づいていたにもかかわらず、それを十分開示しませんでした。ファンドの目論見書や資料に株式の交換についての情報が書いてありましたが、それでも VCAM 及び Valentine には交換を勧めることについての利益相反を全て開示する必要があったとして、206 条(2)違反を認めました。

このように、不開示の事案でも、206 条(1)(2)のもと責任が認められまし

た。そこでは、不開示がどのように 206 条の詐欺に該当するのかということについて、ほとんど議論されていません。もっとも、事案によっては、開示されていない内容が、投資助言業者に提出が要求されている Form ADV における記載と矛盾することが不実表示に当たるとして、単なる不開示ではない構成をとって責任を認めたものもあります。しかし、多くは「不開示＝詐欺」という解釈をしている、すなわち、Capital Gain 判決で述べられたように、206 条はエクイティの責任を規定しており、それは投資助言業者が顧客に対して負うさまざまな義務違反の解釈に及ぶと言えそうです。

(4) 連邦信認基準に関するその他の解釈

次に、「連邦信認基準に関するその他の解釈」です。

まず、欺罔の意図の立証の要件ですが、これは Capital Gains ですでに触れられたところですが、206 条(1)は必要ですが、(2)は必要ないと解釈されています。これについては、Steadman v. SEC という判決の中で、IAA206 条(1)(2)は、それぞれ 33 年法である Securities Act の 17 条(a)の(1)と(3)を参考に制定されていることから、欺罔の意図の要件もそれと同じに解釈されるべきとして、206 条(2)は(17 条(a)(3)と同様)欺罔の意図は必要ではないが、IAA206 条(1)は(17 条(a)(1)と同様)欺罔の意図が要求されるとしました。

損害の立証も、いろんなところで出てきた話ですけれども、基本、必要ないと Monetta Financial Services, Inc. の判決の中で述べられています。

Monetta 判決は、ミューチュアル・ファンド(MF)と個人の顧客に対して助言していた投資助言業者(MFS)が、ブローカーから提供された IPO の株式を、当該 MF の取締役の顧客も含めた顧客に割り当てた——当該取締役の顧客らはその取引から合計約 5 万ドルの利益を得た——事案で、投資助言業者が不公平に株式を割り当てたとか、当該取締役の顧客への割当てから利益を得たという証明はないが、取締役の顧客に株式を割り当てたという事実を、取締役ではない顧客及び上記 MF の受託者に対して開示していなかったことが 206 条(1)(2)に違反するとして、SEC は排除命令を出し、そ

れを第7巡回区控訴裁判所が認めたという事案です。そのときに、Investment Adviser Actは、損害も損害を与える意図も要求していないとCapital Gains判決が論じたことを引用して、損害が発生しなくても責任は認められるとしました。

救済については、Transamerica Mortgage Advisors判決のところで少し触れましたが、206条(1)(2)には私的訴権（Private cause of action）はない、よって、顧客が民事訴訟を提起するためには、Transamerica判決で出てきたInvestment Adviser Act 215条(a)か34年法10条(b)及び10b-5を使うしかないということになっています。

本当は監視及び法令遵守体制にも少し触れようと思ったのですが、時間の関係上、割愛させていただきます。

4. まとめ

では、まとめですが、Investment Adviser Actにおける投資助言業者の負う信認義務は、206条(1)(2)という詐欺禁止条項のもと課せられておりますが、34年法の10b-5とは異なって、コモン・ロー上の詐欺の要件を求めるものではなく、具体的には、積極的不実表示がなくても、また、欺罔の意図の立証も損害の立証も必要ないという形で、責任が問えるものとして存在しているということが言えると思います。

Ⅲ. Investment Company Actにおける投資助言業者の負う信認義務

次に、Investment Company Act（ICA 投資会社法）における投資助言業者の負う信認義務に移らせていただきます。

1. Investment company Act of 1940（ICA）36条

先ほどのIAA206条のもとでは、投資顧問業者が顧客に開示していなかったことで責任が認められた事案がいくつもあったのですが、でもそれは投資

助言業者が開示すればよかったわけです。しかし、これからお話し申し上げる ICA（投資会社法）36 条における投資助言業者の信認義務は、開示以上のことを要求します。開示しても不十分で、責任が肯定されることがあります。レジュメ別添資料の 4 ページ、「15 U.S.C. § 80a-35 信認義務違反」をごらんください。ICA 36 条の日本語訳です。36 条(a)は、後に出てきますが、私的訴権が認められずそれ程多く問題となっていないので、ここでは 36 条(b)だけを取り上げたいと思います。

36 条(b)は、以下のように規定します。「登録している投資会社の投資助言業者は、本条において報酬など当該投資会社または証券保有者から助言者または助言者の関係者に対して支払われるものの受領について、信認義務を負うものとみなされなければならない。SEC または（当該投資会社にかわって）投資会社の証券保有者は、当該投資助言者またはその関係者、本条の(a)で列挙される報酬に関して信認義務を負う者全てに対して、当該投資会社または証券保有者から投資助言者等に支払われた報酬に関する信認義務違反を主張する訴訟を提起できる。」この規定を根拠に、SEC 及び投資会社の株を有している者は、投資助言業者の信認義務違反を問えるとなっています。

2. 事 案

36 条(b)上課せられる信認義務がどのようなものであるのかを検討するために、いくつかの事案を紹介したいと思います。

（1）Jones v. Harris Associations L.P., 559 U.S. 335 (2010).

レジュメの 9 ページ、事案（2）の 1982 年に出された第 2 巡回区控訴裁判所の Gartenberg 判決が、この分野のリーディングケースです。事案（1）の 2010 年に出された Jones v. Harris Associations L.P. 判決は、この Gartenberg 判決の基準を肯定した最高裁判決です。

では、2010 年の Jones 判決はどのような事案か、レジュメ別添資料の 5 ページをごらんください。

原告は、被告（投資助言業者）によって運用されている 3 つの異なるミュー

チュアル・ファンドの株主で、被告が、提供する業務とはつり合わない、あらゆる状況を考慮しても対等な契約当事者間で交渉される範囲外となるような法外に高い手数料を得ていると主張して、損害賠償、差止め、助言契約の解除を求めて提訴したというものです。

これに対して裁判所は原告の請求を認めませんでした。この種の請求が認められた事案は、結局どれを見ても見つけられなかったので、手数料が高過ぎると主張しても、それは基本的には認められないようなのですけれども、その理由が若干異なるので、その点について申し上げたいと思います。

この原審である第7巡回区連邦控訴裁判所は、Gartenberg 判決のアプローチを明確に否定しました。同裁判所は、きちんと開示すれば、報酬は幾らになってもいいという立場です。信認義務は十分な開示を要求するし、不正は許されないが、報酬の上限を受けるものではないので、ちゃんと開示しているのであれば、高過ぎるという主張は認められないと述べています。

しかし、最高裁はこれを否定して、Gartenberg 判決で述べられた基準を支持します。その理由はレジュメ別添資料の6ページをご覧ください。少しバックグラウンド的なところから入らせていただきたいと思います。

「議会は、両者の関係——両者というのはミューチュアル・ファンド（MF）と投資助言者の関係です——が利益相反に関する闘いであったことを認識し、MF の株主を保護するために、1970 年に2つの改正を行った。1つは、MF の取締役の6割しか投資助言者の関係者とすることはできず（15 U.S.C. 80a-10）、それらの者が投資助言者の契約を毎年審査し、承認しなければならないとし（15 U.S.C. 80a-15(a))、利害関係のない取締役の過半数で投資助言者の報酬を承認しなければならないとした（15 U.S.C. 80a-15(c))。そしてもう1つは、投資助言者に MF から受領する報酬について信認義務を課し、同違反について個人の投資家に民事訴訟を提起する権利を与え、さらに強い救済を株主に与えられるようにするために、投資会社によって、または投資会社に代わって起こされる訴訟と同様の訴訟で、報酬について争い、参加する権限を SEC に与えた（15 U.S.C. 80a-35)。」と最高裁は述べ、投資

助言者の得る報酬について公正性を担保する制度として 36 条(b)が制定されたとします。

そして、6 ページの第 4 フルパラグラフですが、「ICA36 条(b)の言及する、サービスに関して受け取る報酬について負う「信認義務」の意味は、ほとんど明確ではない。Gartenberg 判決は、36 条(b)の要求するものの基本的な枠組みの点で正しかった。すなわち、36 条(b)のもと責任を負うためには、投資助言者は、提供するサービスと合理的な関係がないほど、そして、対等な当事者間での交渉の結果とはなり得ないほど、不釣り合いに大きい手数料を課さなければならない」と述べています。

では、このような解釈がどこから来るかということについて、最高裁は、信託法に関する連邦最高裁判決を引用します。7 ページ 1 行目の *Pepper v. Litton* です。この判決は、取締役と会社との契約が問題となっているときには、開示だけでは不十分で厳格な審査に服すること、そして取引の誠実さ・公正さは取締役が立証しなければならないことを述べており、これが 36 条(b)の信認義務だが、立証責任は原告に転嫁されるとしています。

そして、7 ページの第 2 フルパラグラフ、「ICA 上、投資助言者の報酬を、十分に情報を得た MF の取締役会によって審査させることは、MF 内の利益相反をコントロールする試みの中核にあり、ICA は、MF と投資助言者の間の関係に独立した番犬として利害関係のない取締役を介在させた。取締役が報酬を審査し、株主が 36 条(b)のもと提訴することは、利益相反をコントロールするために相互に補完するが、独立したメカニズムとなっている」と述べています。

しかし、利害関係のない取締役がいいと言ったからといって、手数料が過大であることを否定しないということも最後に述べています。7 ページの第 4 フルパラグラフの 3 行目の最後から、「利害関係のない取締役が適切な要素を考慮したなら、たとえ裁判所が当該要素を異なったように評価したとしても、その決定は相当の尊重が与えられる。このことは、全ての適切な情報を有している取締役が交渉したとしても、手数料は過大であるかもしれない

ということを否定しない。しかし、そのような決定は、手数料が、提供されているサービスと合理的な関係がなく、または、対等な取引の産物ではあり得ないほど不釣り合いに大きいという証拠に基づいていなければならない。」そして、「裁判所は Second-guessing するわけではない」ということも述べています。

このように、最高裁は、開示するだけでは不十分で、中身をちゃんと審査するとします。審査した結果、対等な当事者間での交渉ではあり得ないほど過大なときに、報酬が過大＝信認義務違反があったことを認めると述べています。では、対等な当事者間ではあり得ないほど過大なために何が考慮されるかというのが、8 ページの Gartenberg 判決で述べられています。

(2) Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc., 694 F.2d 923 (2nd Cir. 1982).

Gartenberg 判決の第一審であるニュー・ヨーク南部地区連邦地裁は、36 条(b)違反は、手数料自体が合理的か否かではなく、ファンド及び株主に対して不公正か否かを基準として判断されるべきであり、それを決定する際の考慮要素は次の 7 要件であるとしています。与えられたサービスの性質、品質、程度／規模の経済や共同運用の程度／相応の手数料が助言者によって他の顧客に課せられているか、その手数料はファンド業界において普通か／ファンドが受けている他の利益の価値／取締役及び株主の承認があるか／助言者によって全ての適切な情報が開示されているか／取締役が形式的ではなく実体的に熟慮できたか、です。以上の 7 要件を判断した結果、対等な交渉ではあり得ないほど過大になっているということが言えれば、36 条(b)のもと信認義務が認められると述べています。

(3) Gartenberg 判決以前の判決

これらの要件を実際に検討した判決に移る前に、Gartenberg 判決以前の判決について少しだけ触れたいと思います。36 条(b)の信認義務について問題となった事案は、Gartenberg 判決以前にもあり、それをレジュメ 9 ページ以下で紹介しています。詳細は時間の関係で割愛させていただきますけれ

ども、1つだけ、10ページの③で「Recapture problem について論じた事案」
として挙げた1977年の判決、ここでも信認義務が問題となっていました。
ポートフォリオのブローケージ手数料を取り戻すことを差し控えるとした
ファンドの決定は、ICAのもと信認義務違反にあたると主張されましたが、
裁判所は否定しました。

(4) Gartenberg 判決の基準の適用

では、「Gartenberg 判決の基準の適用」に移りたいと思います。

Gartenberg 判決で述べられた要件を実際に検討したものが4つありまし
て、それを11ページ以降に記載しています。これ以外にも多く起こされて
はいるのですが、手続的なところで却下されてしまうものが多く、審理まで
行って包括的に議論がなされているのは、私が調べた範囲ではこの4つです。
では、どのようなものがあれば手数料が過大でないと言えるのか——これま
で過大と認めたものはないと思われるので、過大でないとした理由——を見
てみたいと思います。

具体的に4つ事案とは、Schuyt 判決（1987年）、Krinsk 判決（1989年）、
Kalish 判決（1990年）、In re American Mutual Funds Fee Litigation（2009
年）です。事案としてはほとんど同じで、ファンドの株主が投資助言業者に
対して、ファンドから得ている報酬が高過ぎると36条(b)を使って訴えた
というものです。

12ページ以降が判旨です。Gartenberg 判決で述べられた要件について、
それぞれどのように判断したのか、まとめて記載しています。まず、「提供
される業務の性質・品質」という要件についてですが、1つ言えるのは、投
資助言業者がいろいろな業務をやっていて、高いパフォーマンスを維持して
いるなら過大ではないと考えられているようです。具体的に、Schuyt 判決
では、幅広い業務をよく行っており、ランクも上位にあると言えることが、
Krinsk 判決では、同ファンドは3番目にいいパフォーマンスを出していた
ことが、Kalish 判決では、複雑でさまざまな高い質のサービスをファンドの
株主に提供しており、株主は最も高い収益を得ていたことが、信認義務を否

定する方向で、それぞれ述べられています。

American Mutual Funds 判決では、少し違った主張がなされていて、具体的には、Rule 12b-1 手数料についてです。これは脚注 19 に記載したとおり、販売手数料です。投資助言業者にとっては、販売を促進したほうがファンドの資産が増え、手数料も増えていいのですけれども、顧客にとっては、利益になるとは限らないし、むしろ逆に不利益にもなるかもしれないということで、販売のための手数料をファンドから出すことは、利益相反が問題となるとして、Rule 12b-1 で販売手数料の開示とその承認が要求されています。原告は、ファンドがパフォーマンスを悪化させるほど増大しているときに、Rule 12b-1 販売手数料を膨大に課すことは 36 条(b)違反と主張したのですけれども、これは手数料を誤って使用しているというミスの主張にすぎず、36 条(b)のもとでは認められないと判断されました。また、裁判所は、アンダーパフォーマンスという主張だけでは、助言手数料が過大であるということを主張したことにはならないと明確に否定しています。

次に、2 つ目の要件である「投資助言者の収益性」です。

Krinsk 判決、Kalish 判決、American Mutual Funds では、投資助言業者の収益率が高かったとしても、それだけでは、手数料が過大という証拠にはならない、fiduciary duty 違反にはならないと言っています。そして具体的に、税引き後利益が 35% 程度なら過大とは言えないことを Kalish 判決は示唆しています。また、ほかの同様の投資助言業者と比べて同じくらいかそれ以下の収益性なら、手数料の額が合理的という証拠になるということを American Mutual Funds でも言っています。

14 ページに行っていただいて、3 つ目の「副次的利益」です。

副次的利益については余り議論がなく、Krinsk と American Mutual Funds だけなのですけれども、Krinsk 判決では、投資助言業者が株主を勧誘できる事実なしには得られなかったであろう、投資助言業者によって受領される手数料を指すとしています。また、American Mutual Funds では、原告は、副次的な利益の量を定め、コストと相殺する分として適切な分け前

を証明しなければならないと述べています。

次に、「規模の経済」です。

規模の経済が存在していることをどのように証明するかについて、Krinsk 判決以降、ファンドの取引にかかるユニットごとのコストが、取引の数が増加するほど減少するとき規模の経済が存在すると論じています。原告はこれを証明しなければいけないが、いずれもできていないと言っています。

そして、「独立した取締役の役割」です。これについては、それぞれの判決の中で比較的詳しく述べられているのですけれども、4つの要素があると思います。

1つは、取締役の資質です。高い教育を受け、経歴もいいなら、fiduciary duty 違反がない証拠として解釈されているようです。

次に、取締役が情報を持っていたかどうか。これは4つ全ての判決において、十分な情報を得ていたということを認めて、信託義務違反はない、報酬は過大ではないという方向で解釈しています。

そして、取締役に注意と誠実性があったかということも、それぞれの判決で言及されています。

もう1つ、カウンスルから助言を受けていたということも、報酬が過大でないと考慮される証拠になるようです。これは American Mutual Funds だけですが、独立したカウンスルによって常に助言を受けていたということが言及されています。

16 ページに行ってください、「費用の割合及び助言手数料の比較」です。

当該ファンドの費用の割合と助言手数料は、業界の中ではどうか、あるいは、第三者機関による評価ではどうかという要素も検討されています。

このように、いずれも手数料は過大ではない、すなわち 36 条(b)の信託義務違反はないとされたのですけれども、何を理由にそのような結論にいたったのか、反対に何があれば手数料は過大になってしまうのか——36 条(b)の信託義務違反が肯定されるのか——についての議論をご紹介しました。

(5) その他の解釈

「その他の解釈」に移らせていただきます。

ICA36 条(a)については、私的訴権は認められないということが、多くの判決で述べられています。私的訴権が認められない場合、私人は訴えることができません。また、請求は派生的な損害では成立しないということを述べる判決もあります。

これに対して、36 条(b)については、請求は株主代表訴訟で提起されるべきと解釈するものがあります。すなわち、条文上は、「登録投資会社の証券保有者が、当該投資会社に代わって訴訟を提起できる」となっており、direct action で起こされたものもあるのですが、株主代表訴訟でしか提起することができないと述べる判決もあります。

また、当事者適格ですけれども、一度も所有したことのないファンドについて株主代表訴訟は提起できないが、提起するときに株式を保有している必要はない、と解釈するものがあります。自分の有しているクラスのみならず、同じファンドのほかのクラスについても当事者適格があると述べた判決もあります。

そして、36 条(b)が提起できる相手は、報酬を受領した者またはその関係者に対してのみということが、いくつかの判決で確認されています——条文上 (36 条(b)(3)) もそのように規定します——。間接的に報酬を得ている者はこれには含まれず、直接報酬を受領した者に対してのみ提起できると厳格に解されているようです。

また、報酬が過大、すなわち信認義務違反が認められた場合、得られる損害賠償は actual damages に限られるということが、条文上 (36 条(b)(3)) 規定されています。actual damages とは何かというと、被告の違反行為によって生じた損害、すなわち、被告が意図的もしくは向こう見ずに過大な手数料を課したこと、またはその手数料を誠実に交渉しなかったことの結果、ファンドが支払った手数料となると解されています。

さらに、条文上 (36 条(b)(3))、1 年より前の報酬については請求できな

いとなっています。ですので、訴訟提起するときからさかのぼって1年、それ以降の損害のみ請求できるということになります。

最後に、訴訟を提起した後にこうむった損害は回復できないというのが一般原則ですが、36条(b)(3)は、訴訟を提起した後にこうむった損害を請求することを排除していない、すなわち訴訟を提起した後の損害も求められると解釈する判決もあります。

(6) まとめ

このように、Investment Company Actにおける投資助言業者の負う信託義務は、最初にご紹介したInvestment Adviser Act上の信託義務とは異なるものでした。すなわち、受託者が受け取る報酬に関する信託法の考え方を取り入れ、開示だけでは不十分で実体的判断をするとしましたが、その手数料が過大であるという立証責任は、信託法とは異なって、投資助言業者ではなく株主が負うと解釈しました——もっとも、信託法の考え方を取るとはいっても、36条(b)上、立証責任の問題に加え、裁判所はsecond guessすることが認められておらず、義務違反を肯定できても、訴訟提起前1年間さかのぼってactual-damagesを損害賠償として填補するよう命じられるにとどまるので、限定的だと思われます（信託法は、受託者の報酬について、裁判所に非常に広範な裁量権を与えています（例えば、高過ぎる報酬は減額するし、低過ぎるなら増額するという権限があると解釈されています／Restatement of the Law (3d) of Trusts § 38 Comment on Subsection (1)）。

報酬が過大という主張は、ファンドがアンダーパフォーマンスだったら、または（何度も繰り返し述べられていたとおり）、信託義務（fiduciary duty）を負っている者が（特にファンドの業績が悪化しているときに）お金を儲けていたら、信託義務違反が認められるという単純な話ではないと明確に述べられていました。

時間を超過して恐縮です。雑駁な報告でございますが、以上でございます。ありがとうございました。

討 議

神田会長 どうもありがとうございました。

それでは、いつものように、どなたからでも、ご質問、ご意見等お出しただけだと思いますが、いかがでしょうか。

前田副会長 同じく投資助言業者の信認義務といいましても、ご報告くださいましたように、投資助言業者法上の投資助言業者が負う信認義務と、後半でご説明くださいました投資会社法における投資助言業者の負う信認義務とは、随分中身が違うということはよくわかったのですけれども、その実質的な理由は何なのでしょう。

推測するに、投資会社法のほうは、およそ所有と支配とが究極的に分離した組織形態になっていますので、法がより強く介入しないと株主保護が図られない。ですから、報酬などについても法が強く介入しているのかなと推測はするのですけれども、この点について少しご教示いただけますと幸いです。

萬澤報告者 投資会社法のほうは、主に投資会社、典型的にはミューチュアル・ファンド（以下 MF）ですが、先ほど取り上げました 2010 年の最高裁、Jones v. Harris に背景的なことが少し載っているのですけれども、投資助言者が MF をつくって、被用者は雇わず、投資助言者がファンドの取締役を選んで投資の運用をし、ほかの業務も提供するという、MF と投資助言者が非常にくっついていてというか、より利益相反が生じる場面が多いことから、その利益相反から生じる弊害を防止するために投資会社法ができたと理解しております。ですので、投資会社法と投資助言業者法では、投資会社法のほうがより強く介入して、報酬についてはこのような規定を入れたのではないかと思います。

松尾（直）委員 Investment Advisers Act は、黒沼先生はたしか『アメリカ証券取引法』（弘文堂）で投資顧問法と訳されておられた。その趣旨は、恐らく日本で言うところの投資助言だけではなくて、投資一任が入っているからだと思います。投資一任は、日本で言うと、投資運用業です。

Investment Company Act というのは、どちらかという、日本で言うと投資信託という箱の規制法であって、業者規制ではないと思うのです。

ちょっと確認ですが、Investment Advisers Act のほうの議論は、日本で言うところの投資運用も、狭い意味での投資助言も、両方に当てはまる議論がされているという理解でしょうか。

2点目は、Investment Company Act における投資運用業者というのは、日本で言うところの投資信託委託会社に近いと思うのですが、今の前田先生のご指摘へのお答えにご説明いただいたように、投信会社的なものについては、より一般の投資顧問業者、一任業者よりも重い信認義務になっているという趣旨でしょうか。

萬澤報告者 日本でいう投資信託を規制する投資会社法は、報酬以外のところでは信認義務を規定しておりませんので、投資信託の報酬のところだけ、そのような重い規定が課せられると理解しております。

神田会長 関連して、私もついでに。36条(b)というのは非常に特殊な規定で、恐らく日本で言えば、投資信託について報酬が高過ぎたという実態があったからだと思うのです。ですから、特別にこれは1本入っているのですね。しかも、代表訴訟というか、高過ぎる場合にはファンドに対して返しなさいという訴訟を、ここでは会社型ですので株主になりますけど、日本で言えば投資家が起こせますという規定です。でも、今のお話を伺うと、結局成功した例はない、見つからなかったとおっしゃったので、それはなぜなのかなというのがちょっと不思議ですね。

それからついでに言うと、日本法もそうで、投資信託の運用報酬あるいは Rule 12b-1 になるのか、販売手数料が高過ぎるという訴訟は、私法上、誰かが起こせるのか、そういうケースは聞いたことがないですけれども、どういうふうになるのか。後者は萬澤さんに聞くのはフェアではないかもしれませんが。商法の先生にうかがうべきかもしれませんが。

萬澤報告者 1つ目のご質問ですけども、何でこれが成功しないのかというのは、判決の中でも言われているのですが、立証が難しいからのようです。

信託法だったら、報酬額が公正だったということを取締役側が立証しなければならないのに対し、株主側に立証責任を課しておりますので。でも、だからといって、Gartenberg 判決の基準は覆されず今に至っているという状況のようです。

加藤委員 今のやりとりと少し関連するのですけれども、11 ページからご紹介いただいた事件というのは、トライアルを経て最終的な判決まで行った事件ですよ。

萬澤報告者 はい、そうです。

加藤委員 そのほかにもプリーディングの段階で却下となった事件があると思いますが、アメリカでは、証券規制に関連した訴訟が最終的な判決まで行くのはまれであって、プリーディングの段階で却下されなかった事件の多くも和解で終わると言われています。そこで伺いたいのですが、例えば和解で終わった事案の中で、報酬の引き下げに合意をしたとか、そういったような事案があるのでしょうか。このような事案が存在するか否かは、この条文が、例えば投資信託の報酬の適正化に貢献したといえるか否かという評価と関連すると思います。

質問の趣旨は、アメリカにおいて、この仕組みがあることによって、投資信託において助言業者への報酬が適正なものになったという評価はあるのかどうかということです。

萬澤報告者 この条文があるからというより、先ほどの別冊のレジュメの 5 ページ目の Jones 判決で述べられておりました通り、1970 年の改正で、取締役会は 6 割しか投資助言業者の関係者を入れられないということにし、その取締役会で投資助言業者の契約を毎年審査・承認しなければならないとし、利害関係のない取締役の過半数で報酬を承認しなければならないとした条文を入れたことで、実際、利害関係のない取締役が、投資助言者の報酬を承認しなかった、あるいは、その前に、そういう承認が必要だから、みずから引き下げたという事案は幾つかありました。ですので、36 条(b)があることで下がったというより、こちらの枠組みのほうで下がったということはあると

思います。

中東委員 信託法上の報酬については、裁判所が広い裁量のある権限を有しているけれども、ICA のもとでは裁判所に裁量を与えられていないというのですが、これはどうしてかがもしおわかりになれば、お教えいただけませんか。

例えば投資信託にしても、ICA で規制されるとはいっても、信託という器を使っていますので、どうして違っているのか、不思議な気がしました。

萬澤報告者 信託法上は、確かに裁判所に裁量が多く認められているのですが、それが投資会社法にそのまま取り入れられたわけではないということが、大きく関係しているのかもしれない。報告の中で、その点を申し上げていなかったのですが、別冊レジュメの5ページ目をご覧ください。36条(b)にはまだ続きがあります。1つは、(1)の「被告が Personal misconduct に関与していたことを立証する必要はないが、信託義務違反の立証責任は原告が負う」。立証責任をだれが負うかについて、信託法とは異なって規定されています。

また(3)ですが、「報酬や支払いを受領したもの以外の者に対しては訴訟は提起できないし、損害賠償その他救済も命じられない。訴訟開始前1年より前の期間は損害賠償として回復できない。受領者に対して命じられた損害賠償は、信託義務違反から生ずる実際の賠償に限られ、またいかなる場合も投資会社から受領した報酬または支払いの額を超えてはならない」と規定されています。

信託法であれば、1年より前の期間でも請求できますし、あと救済として認められるのは、実際の賠償というより、むしろ利益の吐き出しに重点が置かれておりますので、この点でも、投資会社法は信託法と異なったように規定されたのではないかと思います。

松尾(直)委員 全体として、現在、日本でも注目され、別の概念として注目されている fiduciary duty とは違う本来の法的な fiduciary duty について、非常に詳細なご説明、ご報告をいただいて勉強になるのですけれども、むし

る前提となる一般的なアメリカ法における概念について教えていただきたいのですが、例えば別添の SEC v. Capital Gains のところの 2 ページ目の上のほうに、目的の立証とか、あとは論点であります「欺罔の意図」ですね。意図というのは、英語で言うと intention ですか。

萬澤報告者 ここでは scienter となっております。

松尾（直）委員 scienter ですか。その意味なんですが、例えば日本の金商法では、目的とか、意図というのは余りないのですが、単に主観的要件なんだけでも、客観的行為から容易に推認するという行政実務が行われているわけですけども、ここで言うころの scienter とか、目的というのは、purpose ですかね。どういうものですか。日本で言うと、単なる認識よりは強い意思的なことか。日本でも法律用語辞典で「意思」と調べてみると、単に「認識」と変わらないような説明もあったりして、ウッと思うのですが、もうちょっと意思的な要素がないと認定されないような概念なののでしょうか。

何でかという、意図が要件になる実質的な意味はどれぐらいあるのかということです。客観的行為から容易に推認できるのであれば、別に大した要件にならないからです。アメリカ法は日本のように安易な認定が行われていないかどうかというのをちょっと知りたいです。主観的要件の認定の仕方といいますか、その内実ですね。本当に主観的な意思が求められているのか、単に主観的要件とは名ばかりで、客観的行為から容易に推認し得るだけの要件にとどまって、要件になったところで、大した意味はないというのはどうなのでしょう。一般的な話で恐縮ですけど。

萬澤報告者 その点はあまり詳しく見てきていないのですが、それを実際に認定するのは陪審制がとられていれば陪審員で、何があれば主観的要件が認定されるのかは…少なくとも 10b-5 上は negligence では責任を問えないということは最高裁で明らかにされたと思うのですが…

黒沼委員 私の知っている限りで補足いたしますと、scienter の要件というのはコモン・ロー上の詐欺の要件から来ているので、Rule 10b-5 で使われるときも、ほかのもので使われるときも、恐らく同じだろうと思います。

SEC が差し止める場合には scienter は必要ないと言われています。損害賠償のときに要求される scienter の内容については、判例は明言していなくて、意図的な行為はもちろん入るし、認識も入るのですが、無謀さといいますか、recklessness が含まれるかどうかについて、最高裁は判断をずっと避けているのです。だから、そこは不明確なんですけれども、巡回区によっては recklessness は scienter に含まれると言っていますし、実際上ははっきりと最終的に認定されることは多くないのですけれども、虚偽記載などでは、情報を開示していない間に内部者が取引をしていたというような場合には、scienter はあると認められる方向性がとられています。だから、実際、単なる過失とか重大な過失よりも、どれくらい要件が厳しいのかというのは、はっきりわからないというのが現状ではないかと思います。

松尾（直）委員 アメリカ法もかなり広いというふうに理解しました。

後藤委員 信認義務という切り口でご報告をしていただいたのですけれども、お話を伺っていて、私の理解が変なだけなのかもしれないのですが、これが信認義務の話なのかという疑問を持ちました。fiduciary duty という場合、信託でも、会社の取締役でも、普通はその義務に違反したら、fiduciary に頼っている相手方は、fiduciary に対して損害賠償等を請求できるということになると思います。これに対して、今日のご報告は、投資会社法と投資助言会社法の解釈をしているという話で、特に投資助言会社法の 106 条のほうは、私的訴権を基礎づけなくて、あくまでいわゆる業者規制を SEC がするための基準にすぎない。投資会社法のほうも、さっきお話のあった、報酬のところはちょっと特殊な話だったということで、それだけなぜか規定がありますが、それ以外の(a)というほうは、これも私的訴権を基礎づけずに、基本的にはこれも業者規制の基準にすぎない。

そうすると、これは果たして信認義務と言うものになるのかどうかというのが私はよくわかりません。裁判所が言っているのは、SEC に授權した議会の意図は、そういうところにあったということのようなんですが、ただ、この条文によって、民事責任とかを基礎づけるようなものとしては多分書い

ていないとも言っているとすると、これで fiduciary duty ですということにどういう意味があるのだろうか。

1 つは、業者規制の中身、業者規制を発動するときの基準も、利益相反関係を重視しますよということで、それはそれでいいんですが、そうすると、それは開示もそうだし、利益相反関係に対しても重要ですねということであって、それを信認義務とパラフレーズすると、かえって何を目的としたか見えにくくなるような気がします。

その関連でお伺いしたいのが、この 1 ページ目に記載されている、ブローカーに規制を拡大しましょうという SEC の報告書があるということですが、SEC がこれを拡張しましょうというときに、SEC が目指しているのは、結局 206 条をそのまま拡張するということ、業者規制をそういう観点でかけることを正当化しようとしているだけなのでしょうか。それはそれでいいのですが、これによってブローカーも信認義務を負うということになりましたという、何が中核なのかがわかりにくい。あくまで業者規制の話であって、民事責任とかではないということが見えにくくなってしまうような気がします。

日本の金融庁も最近フィデュシャリーデューティーという言葉を使っていますが、この報告書を参照しているのかどうかかわからないのですが、日本の金融庁が何を考えているのかということも私はいまひとつわからなくて、信認義務とか fiduciary duty という言葉をああいうふうによく使ってしまうと、本来の fiduciary duty、忠実義務を負うというのは、すごく重い民事責任が追及されるはずなのに、こんなに軽く使ってしまった方がいいのかなという懸念があり、本来の場面での意義が薄まってしまったら、問題があると思っていたのです。

結局 SEC も、日本の金融庁も、利益相反が実質的にあるところはどういう業者規制をかけていきますよということと言っているのだとすれば、そのときの標語であればそれはいいのですが、標語に過ぎないのではないかという気がします。質問が何なのかわかりにくくて申し訳ありませんが、信認義

務と SEC が言っていることは結局どういう意味なのだろうかということと、あと、萬澤先生ご自身が信認義務という言葉にどういう位置づけというか意味を与えておられるのかというところをちょっとお伺いさせてください。よろしくをお願いします。

萬澤報告者 今、後藤先生が最初おっしゃったのは、業者規制で信認義務というのは、ぴんとこないというようなことでしょうか。

後藤委員 そうです。

萬澤報告者 それはやはり私人間で使われるときに、信認義務というのが効力を発揮するというご趣旨でしょうか。

後藤委員 それ以外の場面では意味がないと申し上げるつもりはないのですが、もともと fiduciary 関係というのは、fiduciary と、もう片方は何というのですか、委任をした人というのがあって、頼んだ人のために忠実にやりなさい。やらなかったら責任を問われますよという話がそもそもの出発点で、それをちゃんとさせるために業者規制はあるので、その業者規制も当然 fiduciary 関係を意識しつつやるはずなんです、前者がない後者だけというのは、それはそれで別にあってもいいし、選択肢として論理的にあり得ると思うのですが、では、それを信認義務というふうに呼ぶのは、ある意味ミスリーディングではないかなという気もしなくもないということです。

萬澤報告者 信認義務を負う相手である顧客が信認義務違反だと訴えられないのに、SEC がそれを発動するということ自体が何となく気持ちが悪いと...

後藤委員 そのこと自体が気持ち悪いのではなくて、そうであるとすれば、それを信認義務と呼ぶのかなと。そういう基準で SEC が規制をかけますよということをそのまま言ったほうがいいのか。

松尾（直）委員 私の勝手な理解だと、後藤先生は、恐らくコモン・ロー法上の fiduciary duty のことを議論すべきで、これは成文法上の業者規制のことではないかということです。私の理解では、SEC の報告書は、ブローカー・ディーラーについては、たしか記憶によると、fiduciary duty standard を入

れようとして書いていまして、Investment Advisers Act に書いてあるような業者規制としての fiduciary duty standard をブローカー・ディーラーにも入れたいと考えたのですが、それはスタッフのレコメンデーションですよね。

萬澤報告者 はい、そうです。

松尾（直）委員 ただ、それは、前委員長は入れたかったのですが、結局、業界の反対もあって、入れられないままに退任した。その間に、ご承知のとおり、金融審議会市場ワーキング・グループでも議論された、アメリカ労働省が規則を改正して、ブローカー・ディーラーだけではないのですけども、ブローカー・ディーラーを含む者に対して、401k の fiduciary duty を入れる規則改正を行っています。もともと ERISA 法があって、ERISA 法のもとに労働省の規則があって、この労働省の規則が、実は ERISA 法の条文の概念を限定的に解釈していたのを改正したものです。トランプ政権では、その見直しをするということです。

議会の共和党の考え方は、労働省にやらせるのではなくて、ブローカー・ディーラーのことだったら、むしろ SEC にやらせろという考え方のようです。だから、SEC がこの点について、何か取り組むことについては、実はトランプ政権のもとでも必ずしも否定されていなくて、今アメリカ財務省に宿題がおりているので、財務省がどういう報告をするかにかかっているというのが現状認識です。ですから、これは後藤先生の fiduciary duty をコモンのものと考えるのであれば、私の理解でも、確かにこれは業者規制の話だと思います。

萬澤報告者 確かに 206 条は業者規制で、顧客が信認義務違反と主張して訴えることはできない。ブローカー・ディーラーについてはいろいろなルールがあって規制されているのに対し、助言業者については、206 条を基礎とした federal fiduciary standard によって、プリンシプルベースで規制されています。

神田会長 私も若干感想を申し上げたいのですが、日本でも業者規制として義務という言葉は使われていて、公正誠実義務から始まって、運用業者や助

言業者には忠実義務とか、善管注意義務が、金商法上明文の規定がありますのでね。ですから、言葉の問題としては、それに違反した場合も業者規制としてのサンクションはかかるということです、それはそれでいいと思うのですけど。

それから、昨今使っている fiduciary duty という単語は、確かに duty のほうは余り強調しないほうがよくて、fiduciary のほうに中心がある。duty はむしろ responsibility とかいうくらいの感じ。さっき standard というお話もありましたけれども。余り法的な意味での、狭い意味での duty と、業者規制との関係を含めても、そこまで狭めないほうがいい。ほかにいい概念がないということだと思うのですね。

私が先ほどから、日本でフィーが高過ぎるときに、日本で私法上投資家が何か言えるのかということがすごく気になっていて、実は先ほどご紹介があった 36 条(b)で、利害関係のない取締役が、契約や報酬を含めて承認するというのは、日本で会社型法人を入れるときには、十分参照した結果、現在の投資法人は、要するに、利害関係のない人が過半数と、数が多いようにわざとつくってあるのですね。名称は執行役員だったと思いますけれども。

それで恐らく一般論として、もし義務違反があった場合には、会社型の場合は代表訴訟の準用もありますけれども、伝統的な信託型が問題ですよ。証券投資信託がどうなのかというところで、委託会社に私法上の義務違反があった場合にどうかなのですが、受託会社だけではなくて、委託会社にも、忠実義務の規定は設けてあるのですね。

ただ、問題は、違反した場合に、信託の普通の受託者であれば、信託財産に返せという明文の規定が救済として設けられているのですけども。そういう意味では代表訴訟的です。それがないはず。私は今ちょっと手元に条文がないのですけど。そうすると、義務違反があった場合の救済としては直接の損害賠償になるのか。そこがちょっとはっきりしなくて、できれば委託会社に、信託で言う受託者の義務と同じものをかけるという意味では、委託会社は実質的に fiduciary ですので、効果のところまで規定を置かないとい

けないのではないかと思うのですけれども、ちょっと細か過ぎたかもしれません。

黒沼委員 その部分は信託法が補完しているという考え方はできないのですか。

神田会長 信託法を準用していればいいのですけど。「受託者とみなす」とでも書いてあればいいのですけどね。そういう書き方ではないので。

神作委員 今の神田先生のご指摘に関連して、投資信託において投資家である受益者から委託会社の投資信託に対する責任を追及する代表訴訟のような制度について投信法には条文上の当てがありません。他方、投信委託会社および当該委託会社から運用について委託を受けた者は、任務懈怠により当該信託財産の受益者に損害を与えたときは、受益者に対し損害賠償責任を負うものとされています（投信法 21 条）。これに対し、投資法人の場合には、投資信託とは異なりそもそも運用委託先が投資法人の社員に責任を負う旨の規定はありません。ただし、投資法人の役員等については、悪意・重過失により任務を懈怠した場合の対第三者責任が定められていますので（同法 115 条の 7 第 1 項）、例として挙げられた運用会社に手数料を払いすぎたことが仮に運用会社の役員等の善管注意義務に違反し、悪意・重過失による任務懈怠にあたれば、会社法の判例を参考にするならば、投資家である社員が投資法人の役員等の対第三者責任を問うことがまったく不可能というわけでもないと思います。数年前、信託法学会でこの点についてのご指摘があって、そのときは、投信委託会社が、信託財産に対して損害を賠償しないと、投資家（受益者）から二重払いを求められる可能性が出てくるので、信託財産に戻せば受益者の損害がなくなるなどの解釈論によって、できるだけ信託財産のほうに返還するような、すなわち代表訴訟的な結論を導くような解釈論をとるのが良いのではないかという趣旨の議論があったと記憶しています。

次に、異なる点についてご質問させてください。後藤先生のご質問や、また神田先生のご発言にも関係するのですが、例えば investment adviser は、私の理解だと、アメリカでは、顧客との間に fiduciary relationship が成立す

ることには疑いなく、investment adviser は fiduciary law に基づいて顧客(受益者) に対し責任を負うということになると思います。ご報告において言及された連邦の fiduciary law、連邦信認基準とでも訳すのでしょうか、連邦信認基準というのは、先ほど述べたコモン・ロー上または州法上の fiduciary 関係には全く影響を与えるものではなく、州の信認法に基づいて investment adviser が仮に手数料を取りすぎて損害賠償責任を負うのであれば、そのような私法上の関係は連邦信認基準によって全く影響を受けるものではなく、州の信認法に基づいて救済を受けることができるという理解でよろしいでしょうか、というご質問です。

また、もしそれでよろしいとすると、次に、私法とは異なる業法だという点に加えて注目されるのは、投資顧問業法の条文には prospective client という文言が入っている点です。見込み顧客を含んでいる点は、おそらく私法と申しますか、コモン・ロー上の fiduciary relationship を超えている部分があるように思うのです。そういう意味では、私は、業法と私法というふうにも単純に分けられない世界で、先ほどご指摘のあった、例えば代表訴訟で investment company を救済するという発想は、州の信認法に基づく私法的な救済を超えて若干変容しているようにも思うのです。

連邦信認基準 (federal fiduciary standard) というのは、それ以外の fiduciary relationship とどのような点で違いがあって、どのような意図でこの概念が使われているのかについて、お尋ねさせてください。

萬澤報告者 federal fiduciary standard が、それ以外の Fiduciary relationship とどのように異なるかというのはよくわからないのですが、連邦の 1940 年法に基づいて信認義務が課され、それが州法の伝統的な fiduciary の法を Preempt する、すなわち専占して無効にしようという効果はあると思います。

山田委員 今の点で federal fiduciary standard という言葉なんですが、確かに SEC の報告の 21、22 ページにはその単語が出てくるのです。これは判決の中でこのような形で使われたのでしょうか。

萬澤報告者 最初にご紹介した Capital Gain 判決ではなく、それを引用する Santa Fe 判決で、レジュメ 2 頁の脚注 4 にその記載があります。

山田委員 私の質問の趣旨は、SEC の報告書では legal obligation となっているのですが、判例法でこの流れを見て、むしろ SEC が advisory に対してこのような気構えを持って業務をなささいという形でつくった報告書で、確かに legal obligation となっているのですが、実際に裁判法上はそこまでの obligation になっていないのではないかなと。

萬澤報告者 federal fiduciary standard ですか。

山田委員 はい。ですから、federal fiduciary standard というのが何で、これが果たして裁判規範となっているのかどうか確認をさせていただければと思います。例えばその中で、脚注 7 の「適合性および合理的な基礎」というのが、確かに 27 ページに Suitability and Reasonable Basis というのがあって、内容が 28 ページのところの reasonable investigation まで、調査までしなさいとなっていて、これに違反した場合に advisory が民事責任を負うのかというと、これはかなり厳しいなと。

ですから、私が申し上げたいのは、これはあくまでも SEC のレポートなので、こういう形で advisory が法的な義務と考えてこうしなさいとまではいえないのではないかと考えております。やはり実際、判例法上そこまで、判例を見ても、はっきりと federal fiduciary standard というのを押し出して、高い義務という形でしてないのかなという感じがしたのです。その辺、ご教示いただければということです。

萬澤報告者 federal fiduciary standard というのは、1977 年に最高裁から出された Santa Fe Industries, Inc. 判決で初めて出てきて、その後 Transamerica Mortgage Advisers 判決でも出てきて、Capital Gains 判決でこれを打ち立てることにしたという趣旨で述べられたのですが、その内容というのは、先ほど神作先生もおっしゃったように、投資助言業者に対して制定法に基づいて信託義務を課すというもので、その信託義務は州法によって発展してきた、民事責任を問える法的義務なのだと思います。

山田委員 あともう1点細かいことを教えていただきたいのですが、議決権代理行使で、これは原語ですと、proxy voting となっているのですが、これは proxy advisory にも適用はあるのでしょうか。

萬澤報告者 あると思います。

山田委員 議決権行使助言会社にもこの規定が適用になりますか。

萬澤報告者 議決権行使助言業者がどういう状況かによって…

山田委員 ISS とか、グラスルイスとかいう会社です。

松尾（直）委員 アメリカでは、一部の議決権行使助言会社は、任意ですけど、investment adviser として登録しています。

山田委員 わかりました。ありがとうございました。

神田会長 萬澤さんがおっしゃったように、federal（連邦）のほうに意味があるのではないですか。ステート（州）ではない。立法管轄が。我々はよく federal corporate law と言うのですが、連邦会社法という場合、ステートレベルではなくて、federal のレベルで法規範がある。そして、違反した場合のサンクションがどうかをおっしゃっている。行政的な場合もあれば、そうでない場合もある。

松尾（直）委員 また関連ですが、結局さっきの後藤先生のご指摘に戻るんですけど、SEC のレポートは、業者規制のことをいろいろ推進するために、伝統的なコモン・ロー法上の fiduciary duty を援用しているということかなというのが私の理解です。確かにきょうご教示いただきましたアメリカの各種判例でも、直接的には業者規制法における条文の解釈をしつつも、何かコモン・ロー上の fiduciary を基礎に議論しているなという感じがあるんです。

一方、日本では、忠実義務は注意義務の一部であるとする会社法の最高裁判決があって、東京大学公共政策大学院の「金融商品の販売とフィデューシャリー・デューティ」に関するシンポジウム（2016年9月）における小野傑先生のプレゼンによりますと、「民法（債権法）」の議論でも、忠実義務は新たに規定しない、正確じゃないかもしれないんですけど、そうなっていると聞いています。信託法とは別かもしれないんですけど、業者規制法と一般民

事法にずれがあるわけです。

アメリカのほうですっきりするといえはすっきりするんですけど、概念が似ているんですね。コモン・ロー上の fiduciary duty と業者規制法は概念が似ているので、業者規制法の解釈に当たって、コモン・ロー上の fiduciary duty を援用できるけど、日本では、業者規制法に独自性があるって、もう援用せずに行政が解釈している。感想程度で申しわけないですけど、法的環境に違いがあるって、興味深いなと思ったんです。

先生は裁判例をいろいろごらんになっていて、業者規制法の解釈に当たって、これはコモン・ロー上の議論をしているじゃないですか。こういうのはアメリカでは当たり前なんですかね。変な質問になって済みません。

萬澤報告者 むしろそういうのを多く読んでいると、分けるということに違和感を覚えるというか、私法で発展してきた概念を業規制のほうに持ってきて、両者を連続的にとらえるというのは、アメリカでは従来行われてきたことではないかと思います。私法でうまくいかないときに制定法で対処するとなるので。

藤田委員 質問というより感想なんですけども、最初のほうから議論されている報酬に関する信託義務の話についてです。まず 36 条(b)の言及が、性格としては、日本だと業法上の義務の話だというのは、そのとおりなのですが、ただ、これが例えば株主代表訴訟で損害の回復等が求められるということになるとすれば、やはり私法的な信託義務にも結びついてくることになります。仮にそういうふうなコンテキストで議論したら、アメリカ法はどんな状況にあるのかということは興味深い問題だと思います。

36 条(b)との関係で、信託法が言及され、会社法取締役が言及され、投資助言業者が言及され、しかもそこでちょっと特殊な制定法上の条文があるってということ構造での報告でしたが、各々の内容が、もともとどんなものなのかということをきっちり確認したほうが良いような気がします。信託法ではこうなるということが割と簡単に言われているのですが、そこで言われている信託法の規律内容は、通常の利益相反の取引などに適用されるものです

し、引用されている *Pepper v. Litton* も、これは倒産した会社の事件の取締役等と会社との取引に関する判例ですね。

萬澤報告者 そうです。

藤田委員 これに対して、例えば、信託の受託者でも、就任前に、固定的な報酬額を決めて就任して下さいとお願いしてなってもらったときに、「おまえは信託義務を負っているはずなので、この報酬額が過大でないか裁判所に精査してもらいましょう」といった議論が、アメリカ法で本当にできるのかということです。これが一見できるかのように議論されていたのですが、*Jones v. Harris Associations* の判決の翻訳は逐語訳じゃないですよ。

萬澤報告者 違います。

藤田委員 *Jones v. Harris Associations* も、今ざっと読んでいたのですが、なかなかおもしろくて、原告 (petitioner)、つまり、報酬が高過ぎるから返せと主張している側は、そもそもこの場合、信託法の信託義務の発想と 36 条(b)は共通の要素があるというところは認めるけれども、誤った信託法の基準を適用していると主張しています。どこが誤っていると言っているかというと、これは信託が設定前に、委託者 (settler) と受託者が交渉する場合の基準と、その就任した後に、受託者として行動する場合の基準があって、前者ではなくて後者でいくべきだということを主張しているのです。それに対して、被告は、信託義務というのはコンテキスト毎に違うから、別にずれてもいいというようなことを言っている。そして裁判所は、どちらの議論もとれません、そんなことを議論する必要はここではありませんと言った上で、36 条(b)それ自体についての解釈を示しますとして、結論を導いているのです。

Pepper v. Litton も、ここでは信託法の証明責任についての判示として引用されているのですが、*Jones v. Harris Associations* では、この判決をイタリック体の強調で引用している箇所があります。それは、非常に一般的な内容で、利益相反があるような取引については arm's length で交渉して達成されるような内容になっているべきであるということを言っているの

ですね。証明責任とか、そんな細かいことを言わずにそういう一般的なことをイタリックで引用し、そういう精神は、36条(b)にも反映しているとして、その限りで一般的な信託法上の fiduciary duty の話を援用しています。その後、しかし、決定的に違うのは、証明責任だといって、36条(b)の特殊な性格の議論をしている。だから、やはりこれは36条(b)の特殊な話で、これを信託義務ということは、ミスリーディングな上に、その前に、本当の信託法だったらこうなるはずという議論も、実はあまりよくわからない。原告 (petitioner) が言っているように、報酬の設定は本来なら信託設定後の委託者と受託者の交渉で、そこはちゃんとディスクローズして定義すればそれまでのことですよということが信託法の議論としてはできるのかもしれない。36条(b)があるので、裁判所はそういうことを議論する必要がないと言っているのだけど、仮にこの条文がなく信託法の一般論で考える場合には、そういう議論を採用するかもしれない。仮に投資助言業者が fiduciary だとしても、信託法の一般論を当てはめると、報酬についての司法審査がどうなるかは、この判決からはよくわからないわけですね。

就任前に設定された報酬についての介入のあり方について、制定法の条文がない場合の一般的な考え方を整理した上で、それとの関係で36条(b)の評価をしなくてはいけないので、このあたりの問題構造について注意された方がいいかなという印象を受けました。判決文自身も、読むと、非常におもしろいことを書いているものですから、コメントさせていただきました。

青木委員 今のお話とは違うことで、しかも萬澤先生のご発表と余り関係ないことで恐縮なんですけど、お伺いさせていただきます。

2011年の Study on Investment Advisers and Broker-Dealers、に従い SEC 規則が立案されていたら具体的にどういうものとなっていたのか、知りたいのです。ブローカー・ディーラーと投資顧問 investment adviser との関係という話は30年ぐらいもめている話ですが、最初のころは簡単でした。というのは、ブローカー・ディーラーの中からディスカウント・ブローカーが出てきた。ディスカウント・ブローカーに比べ伝統的な対面ブローカー

は高い報酬を取っている。これは advisory に対する対価でしょう、だから、あなたたちは investment adviser の登録をしなさいという考えがありました（追記、関連して 2005 年に適用除外要件を定めるセーフハーバー規則が制定されている。Rel. No.34-50979）。そうすると、IAA（追記、本日発表中の 206 条を含む）が適用されるということで、テクニカルにはすごく簡単だったと思います。

ところが、ドッド・フランク法（追記、Sec. 913(g)「BD に対する FD 義務づけ権限」の(1)は証券取引所法 15 条追加の形で IAA211 所定のものと同様の行為基準（the standard of conduct for such BD with respect to such customer shall be the same as the standard of conduct applicable to an investment adviser under sec.211 of IAA）を、個別に助言をするブローカー・ディーラーに対して課す内容の規則制定権限を SEC に与える）が、SEC に何をさせたいのか、どう書かすつもりなのか、よくわからない。

SEC 規則案が草案どころかスケルトン程度のものも（知る限り）出ないまま、ボツになってしまったようなので、残念に思っています。（追記、uniform fiduciary standard というものは一体）どういうものになりそうだったのか、もしご存じのところがあったら、教えていただきたいと思ったのです。

萬澤報告者 青木先生の今のご質問のご趣旨を私に取り違えていたら申しわけないのですが、ドッド＝フランク法 913 条で個人的な投資助言をするブローカー・ディーラーの規制について調査するよう SEC に命じて、SEC にそれに関するルール制定権も認めて、先ほど松尾先生もおっしゃった行為基準について、両者を一緒にしようとしたのだと思います。もちろんまだそれは実現していないのですが…SEC のサイトを見ると、労働省が出した fiduciary と SEC がこれから公表しようとしている fiduciary がどう整合するかみたいなことが書いてあるレポートがあったので、何らかの動きは起こそうとしていたのではないかと…ご質問のご趣旨に沿っていなかったら申しわけありません。

青木委員 そういうふうを考えるのが自然だと思うのですが、そうすると、やるのがすごく難しくなる。なぜなら、ブローカー・ディーラーでも、対面で仕組債とかを売っているものと、ネットで単純なものを売のとは天と地の差がある（追記、なおネット業者には義務を課さない方向で従来あったところ、近時は投資顧問的サービスが増えたほか、ネットのほうコスト的に零細顧客対応しやすいからむしろ FD を課すべしとする立論もある）。また investment adviser にもいろいろなものがあるじゃないかということで、統一とかいっても、具体的に何をどうするのか、よくわからないです。

あるいはさっき松尾先生がおっしゃった standard、要するに、法的効果が明確に規定されていない概念的なものを出すのかな、そういうのならわかるけど、明確なものにしようとなると、すごく難しいと思っているのです。

松尾（直）委員 私の推測ですが、SEC の委員長がかわって、サリバン・アンド・クロムウェルの人が委員長になるので、前のものは完全にボツだと思います。それをどうするかというのは、財務省がトランプ大統領の課題設定を受けて、6 月頃に報告するということになっていると思うのですけれども。

恐らく SEC は、ブローカー・ディーラーを adviser に登録させるのではなくて、ブローカー・ディーラーの登録だけのまま、事実上、助言をやっているんで、その助言行為については investment advisory の行為規制をそろえさせるという新しい規則案をつくるのではないかなと私は推測しています。

実は日本でも同じ問題がございまして、証券会社はお客さんに助言しているのですね。解釈上は、そこは日本で言う投資顧問業は、助言の報酬を得るところなので、証券会社は助言については報酬を得てない。だから、金商法 35 条 1 項 8 号の付随業務としての「有価証券に関連する情報の提供又は助言」で今読んでいるんです。でも、助言しているではないかといって、そこを余り追及すると、ソフトコミッションの問題とか、いろいろすごく複雑な問題があるわけです。

このように実は日本でも同じ問題はあるんですけど、そこを SEC のほう

はドッド・フランク法の指示を受けて、実質的には同じ助言行為をやっているのだから、同じルールを適用しましょうということをやろうとしていた。それは実現していないけれども、労働省でやられるより SEC でやってほしいというのが業界の考え方でもあるので、新委員長が就任して、SEC がまた何かやる可能性はまだあり得ると思っています。

神田会長 日本独自といってもアメリカを参考にしてそうしている。アメリカもまさにブローカレッジ・フィーに含まれているので、ブローカー・ディーラーは助言をしているけれども、独立でフィーを取ってないから adviser ではないという整理なのですね。ですから、日本のもそこはアメリカに倣っていて、他方、日本は、公正誠実義務は全業者にかかりますので、ブローカー・ディーラーにも適用されるという意味では、日本のほうが広い。現在の法制度はそうになっています。

松尾（直）委員 一番問題は、アナリストレポートの扱いで、アメリカも EU のものをまだ導入してないですね。

神田会長 いろいろご議論をいただきましたけれども、予定の時間にもなりましたので、大変恐縮でございますけれども、このあたりとさせていただきますと思います。

萬澤先生にはどうもありがとうございました。

若干お知らせをさせていただきます。本日の萬澤委員のご報告をもちまして、今回のラウンドにおけるご報告は全て終了となります。

そこで、大変恐縮ですが、前半の取りまとめの際にお願いしましたように、後半に当たる、具体的には昨年1月以降ご報告いただいた8名の委員の方々にご論稿を取りまとめていただき、2冊目の単行本を刊行したいと思います。ご報告順に8名の方々とは、川口先生、神作先生、松尾健一先生、加藤先生、藤田先生、中東先生、後藤先生、そして本日の萬澤先生、以上の8名でございます。

これらの8名の方々には、大変お忙しいところを申しわけありませんけれども、原稿の締め切りをことしの9月末ということに一応させていただきます、

確認の意味でのご連絡を事務局からさせていただきたいと思います。何とぞよろしくお願い申し上げます。なお、ご執筆に当たっての体裁その他につきましては、前半の報告を取りまとめたものを昨年11月に上巻として刊行しておりますので、それをごらんいただければと思います。

今回で私と前田先生とでやらせていただきましたラウンドが終了いたします。それで一言ご挨拶をさせていただきたいと思います。

大変長い期間、委員会に参加していただきました皆様方には、ご報告だけではなくて、非常に活発で有意義なご議論をしていただきました。私自身も非常に勉強になりましたし、記録をお読みいただいた方々からも好評をいただきました。皆様方のご協力に厚く御礼申し上げます。どうもありがとうございました。

前田副会長 今回のラウンドでも、多くのことを勉強させていただきました。どうもありがとうございました。

神田会長 なお、研究会の今後につきましては、しかるべき時期に事務局のほうからまた改めてご連絡をさせていただきます。

本日は以上で散会いたします。どうもありがとうございました。

米国における投資助言業者（investment adviser）の負う信認義務

2017年3月29日
専修大学 萬澤 陽子

I. はじめに

- 投資助言業者（Investment adviser）とは¹？

Investment Adviser Act（以下 IAA）202（a）(11)

- ・証券に関する助言を提供する、または、レポート・分析を発行すること
- ・それを業として行うこと
- ・報酬を得て行うこと

- 投資助言業者の負う義務に関する報告書

SEC, Study on Investment Advisers and Broker-Dealers (Jan. 2011)

<https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>.)

Dodd-Frank Act913 条を受けて、SEC は、投資家に証券に関する個人的な投資助言をするときの、ブローカーにも投資助言業者にも明示的に統一して適用される——IAA206 条(1)および(2)のもと投資助言業者に現在適用されるのと同様に厳格な信認義務基準の——ルールを提言。

II. Investment Adviser Act における投資助言業者の負う信認義務

1. Investment Adviser Act(以下 IAA)上の投資助言業者に対する規制

- (1) 登録義務
- (2) 顧客に対する法的義務
- (3) 監視及び法令遵守体制
- (4) 法令違反に対する手続き

¹ SEC, Study on Investment Advisers and Broker-Dealers, 15 (Jan. 2011)
<https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>. (以下 SEC 報告書)

2. 登録義務 (IAA203(a))

Form ADV (IAA Rule 203-1,204-1) Part 2A

：投資助言業者の顧客との利益相反に関する事項

E.g., 手数料の範囲、分析方法、投資ストラテジーおよび損失のリスク、ブローカレッジ (ソフトダラーの利用と取引全体のポリシーおよび Directed brokerage を含む)、顧客口座の審査、顧客の紹介 (Client Referrals) その他報酬、懲戒歴、財務的情報
←業者の小冊子 (brochure) に含め、顧客と助言契約を締結するとき (またはその前) に提供しなければならない、また毎年それぞれの顧客に最新の小冊子 (または前回の小冊子から生じた重要な変更のサマリー) を提供しなければならない (IAA Rule 204-3)。

3. 顧客に対する法的義務：信認義務 (IAA 206(1)(2)²)

(1) 投資助言業者の行為に適用される連邦信認基準 (“federal fiduciary standard”) ³
連邦信認基準を発展させてきた判例⁴

- SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., et al., 375 U.S. 180(1963).

投資助言業者と顧客および潜在顧客の関係全体において、投資助言業者は、顧客および潜在顧客を誤導することをさけるための合理的注意(reasonable care)を払う積極的義務 (affirmative duty)、および、最高度の誠実 (utmost good faith) 義務、すべての重要な事実を十分公正に開示する (full and fair disclosure) 義務を負う。

- Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U.S. 111(1979).

² IAA206 条は、助言業者が、(1) 既存顧客または潜在顧客を欺罔のための何らかの策略・計略を使うこと、(2) 既存顧客または潜在顧客に対して詐欺となる取引・実務・業務に従事することを禁ずる規定である。

³ ここでの記述は SEC 報告書 21-40 頁に多くを拠っている。なお、SEC 報告書は、信認義務以外に、Principal and Cross Trading Requirements (IAA206(3))、Record keeping (IAA Rule 204-2)、Custody of Client Assets (IAA Rule206(4)-2) の規定を挙げる。

⁴ IAA206 条(1)(2)を投資助言業者の行為に関する連邦信認基準 (Federal Fiduciary Standard) を打ち立てるものとして解釈した連邦最高裁とは、(SEC v. Capital Gain Research Bureau, 375 U.S.180(1963)を引用する) Transamerica Mortgage Advisors, Inc., v. Lewis, 444 U.S. 111(1979)とされている (SEC 報告書 21-22 頁参照)。実際、1940 年法によって投資助言業者の「連邦信認基準」を打ち立てるという議会の意図について論じたのは、Transamerica 判決が引用する Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S.462, 472 n11(1977)である。ただし、Santa Fe 判決がその根拠として引用する判決 (Pepper v. Litton, 308 U.S. 295(1939); Moore v. Crawford, 130 U.S. 122(1889); SEC v. Capital Gain Research Bureau, 375 U.S.180(1963)) の中にそれについて直接論じるものはないように思われる。

(2) 信認義務の具体的内容：忠実義務と注意義務（duties of loyalty and care）⁵

忠実義務は、投資助言業者が、顧客の利益を自分の利益より下位に置かない義務も含め、その顧客の最善の利益に資することを要求する。

注意義務は、投資助言業者が著しく不正確または不完全な情報に顧客への助言を基づかせていないと判断するための合理的な調査をすることを要求する。

信認義務①：利益相反の開示⁶

投資助言業者は、公平ではない助言を——意識的または無意識的に——投資助言業者に与える気にさせる可能性のあるあらゆる利益相反をなくすために、または少なくとも知らせるために、すべての重要な情報を十分開示しなければならない。

信認義務②：適合性および合理的な基礎⁷

投資助言業者は、提供する投資助言が顧客の経済的状況及び投資の目的に基づいて、顧客に適していると合理的に決定できなければならない。

それに加えて、投資助言業者は、著しく不正確または不完全な情報に顧客への助言を基づかせていないと決定するための合理的な調査をしなければならない。

信認義務③：最良執行⁸

投資助言業者は、顧客の取引を執行するためにブローカー・ディーラーを選択する責任があるときには、顧客の証券取引について最良執行を求めなければならない。

信認義務④：広告⁹

Rule 206(4)-1 は、投資助言業者が、助言サービスを提供する書面（電子的媒体も含む）または放送によって、重要事実について不実表示または誤動的表示をすることを禁ずるのに対し、IAA 206(1)(2)は顧客に対するあらゆる伝達において誤動的であることを禁ずる。

信認義務⑤：議決権代理行使¹⁰

投資助言業者は、顧客の最善の利益と一貫する方法で議決権を代理行使しなければならないし、顧客の利益を自分の利益の下位においてはならない（忠実義務）。

議決権の代理行使の権限を有する投資助言業者は、会社における出来事をモニターし議決権を代理行使しなければならない（注意義務）。

⁵ SEC 報告書 22 頁。

⁶ SEC 報告書 22-24 頁。

⁷ SEC 報告書 27-28 頁。

⁸ SEC 報告書 28-29 頁。

⁹ SEC 報告書 29-32 頁。

¹⁰ SEC 報告書 39 頁。

(3) 上記義務を認めた事案の検討——IAA206条のものと連邦信託基準とは？

① 積極的不実表示が問題とされた事案¹¹

In the Matter of Gray L. Hamby, Investment Advisers Act Release No. 1668 (Sep. 22, 1997)

Hamby は SEC に登録する投資助言業者と登録していない投資助言業者のプレジデントであった。Hamby は、同業者が、顧客の資金のほんのわずかな割合しか損失のリスクのあるものに投資しないという投資ストラテジーを潜在顧客に対して述べていたが、実際は相当大きな額をハイリスク商品に投資していた。また、ファンドの取引から生じた収益は他のファンドと合わせて証券市場に投資すると述べていたが、実際はまったくしていなかった。これらに関する不実表示および不開示は IAA206 条(1)(2)違反に当たる。

② 不開示が問題とされた事案

→ 顧客の利益の(潜在的)犠牲のもとに、自分または関係者を利させる(可能性のある)行為の不開示が問題となった。

i) 収益を生む(可能性のある)投資の機会から生じる利益相反の不開示¹²

- In the Matter of Ronald Speaker and Janus Capital Corp., Investment Advisers Act Release No. 1605 (Jan.13, 1997).

Janus は SEC に登録する投資助言業者、Speaker はその被用者で Janus が投資助言者を務める MF のヴァイスプレジデントであった。Speaker は、顧客(またはファンドの代わりにこの投資の機会を放棄する権限を与えられている Janus の利害関係のない被用者)に開示せず、および事前の同意を得ずに、Time Warner 社の社債に有利に投資する機会を取ることによって、信託義務に違反したとされた (IAA206 条(1)および(2)等違反)。また、Janus は被用者個人の取引ファンドに開示し、事前の同意を得る仕組みを持っていなかった。Speaker を合理的な方法で監視していなかったことから、IAA203 条(e)(5)違反が認め

¹¹ これ以外にも、In the Matter of George F. Fahey, Investment Advisers Act Release No. 2196 (Nov. 24, 2003); In the Matter of Hennessee Group LLC, Investment Advisers Act Release No. 2871 (Apr. 22, 2009); In the Matter of Justin S. Mazzon d/b/a American Blue Chip Investment Management, Investment Advisers Act Release No. 2145 (July 14, 2003); In the Matter of Warwick Capital Management, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2694 (Jan. 16, 2008)等がある。

¹² これ以外にも、In the Matter of Joan Conan, Investment Advisers Act Release No. 1446 (Sep. 30, 1994); In the Matter of Nicholas-Appelgate Capital Management, Investment Advisers Act Release No. 1741 (Aug. 12, 1998); In the Matter of Timothy J. Lyons, Investment Advisers Act Release No. 1882 (June 20, 2000); In the Matter of Nevis Capital Management, LLC, Investment Advisers Act Release No. 2214 (Feb. 9, 2004); In the Matter of Dreyfus Corp., Investment Advisers Act Release No. 1870 (May 10, 2000); Monetta Financial Services, Inc. v. SEC, 390 F.3d 952(7th Cir. 2004); In the Matter of Kidder Peabody & Co., Inc., et al., Advisers Act Release No. 232 (Oct. 16, 1968)等がある。

られた。

ii) 関係性から生じる利益相反の開示¹³

- In the Matter of Mark Bailey & Co. and Mark Bailey, Investment Advisers Act Release No. 1105 (Feb. 24, 1988)

Mark Bailey & Co. (Bailey 社) は SEC に登録する投資助言業者、Bailey は Bailey 社のプレジデントで支配株主である。Bailey 社の顧客の 75% はあるブローカー・ディーラーからの紹介 (referrals) で、その顧客との間に締結した投資契約は助言業者に取引をどこに指示するかを裁量を与えていた。Bailey が顧客の最良執行を得るという利益と Bailey の今後も紹介を受けたいという利益の潜在的な利益相反を有していたこと、顧客を紹介してくれたブローカー・ディーラーに取引の指示をするよう顧客から依頼があった時には手数料の交渉をしなかったことは、IAA206 条(2)に違反する。

←Mark 審決のように、関係を維持したいブローカー・ディーラーに便宜を図る (取引執行を指示する等) ことによって、顧客に対する最良執行義務にも違反すると述べた事例として、In the Matter of Fidelity Management Research Company, Investment Advisers Act Release No. 2713 (Mar. 5, 2008) (旅行その他のギフトを提供し、個人的関係のあるブローカーとの関係を維持するために、顧客の取引執行の際に当該ブローカーを選択しており、その潜在的利益相反を開示していないのみならず、最良執行義務違反があった) ; In the Matter of Portfolio Advisory Services, LLC, IA Release No. 2038 (June 20, 2002) (顧客を紹介してくれるブローカー・ディーラーに報酬を支払うために、店頭市場における顧客とマーケットメイカーの間の取引に当該ブローカー・ディーラー (取引の執行には何も関与しない) を構造上介在させたことについて開示していないのみならず、最良執行義務違反にもなった) がある¹⁴。

¹³ これ以外にも、In the Matter of Morgan Stanley & Co., Inc., Investment Advisers Act Release No. 2904 (July 20, 2009) (多くの手数料を支払い、顧客を紹介してくれる運用者との関係性のため、社内の手続きで承認されていない運用者を顧客に紹介) ; In the Matter of Jamison, Eaton & Wood, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2129 (May 15, 2003) (顧客を紹介してくれるブローカー・ディーラーとの関係性のため、顧客の取引の執行に当該ブローカー・ディーラーを使用) ; In the Matter of Fleet Investment Advisers, Advisers Act Rel. No. 1821 (Sep. 9, 1999) (顧客を紹介してくれるブローカー・ディーラーとの関係性のため顧客の取引の執行のため当該ブローカー・ディーラーを使用) 等がある。

¹⁴ なお、登録をした投資助言業者が、手数料を支払って助言業者のために顧客を勧誘してもらうためには、勧誘者に潜在顧客に一定の開示をすることを要求する書面の同意を投資助言業者と勧誘者の間で交わさなければならないとし、勧誘者が当該同意を遵守しているかを確かめるための誠実な努力をする義務が投資助言者に課されている (IAA Rule 206(4)-3)。投資助言業者は、顧客との投資助言契約締結前か締結時に、勧誘者の書面による開示書類 (受領したとの署名及び日付入り) を顧客から受け取らなければならないとされている (Requirements Governing Payments of Cash Referral Fees by Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. 615 (Feb 2, 1978))。

- In the Matter of Dawson-Samberg Capital Management, Inc., Advisers Act Rel. No.1889(Aug. 3, 2000).

Dawson-Samberg (Dawson) は SEC に登録する投資助言業者、Mack は Dawson のソフト・ダラー・プログラムを運営する担当者であった。Dawson は顧客に開示されていない費用（個人的な旅行、調査に関係のないその他の旅行、調査に関係のない運営費、新規顧客を獲得するための営業費等）にソフト・ダラー・クレジットを不正に使っており、その額は資産の増大とともに増加していったが、それに応じて適切に開示することができていなかった。ソフト・ダラー・アレンジメントは、顧客の口座のために取引の仲介を指示することと引き換えに、助言業者が利益を得ることから潜在的な利益相反があるのであり、顧客にとって重要である。助言業者の顧客の手数料がソフト・ダラー・クレジットを生むことから、ソフト・ダラーの利益は顧客の資産である。Form ADV はソフト・ダラー・クレジットを使って支払われる商品やサービスについて開示したとしても、Dawson は個人的な旅行などにソフト・ダラー・クレジットを使っていたことを開示していない。IAA206 条違反。

- In the Matter of Deutsche Asset Management, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2160 (Aug. 19, 2003)

Deutsche Asset Management(DeAM)は SEC に登録する投資助言業者で、ミューチュアル・ファンド(MF)に投資助言サービスを提供していた。Deutsche Bank Securities (DeBS) は DeAM に関係するブローカー・ディーラーであり、HP 社が Compaq 社と合併することに関する助言者として HP 社に雇われていた。HP 社は、DeBS に報酬として 100 万ドル（合併が承認されればさらに 100 万ドル）を支払うことに同意していた。DeAM は、その助言する MF において HP 社の株式を 1700 万ドル保有しており、はじめはその合併に反対するよう議決権の代理行使をすると決定したが、その後、賛成する決定をした。このような、自分の関係者が HP の合併の提案にかかわっており、DeAM の議決権代理行使の決定過程に関与してくる状況を開示せずに顧客の議決権を代理行使することは、IAA206 条(2)に違反する。その不開示が顧客に実際損害を与えていなくても、結論に変わりはない。

iii) 自分の助言によって顧客が行為することから生じる利益相反の不開示¹⁵

- In the Matter of Valentine Capital Asset Management, Inc. and John Leo Valentine, Investment Advisers Act Release No. 3090 (Sept. 29, 2010)

VCAM は SEC に登録する投資助言業者、Valentine は VCAM のプレジデントであった。Valentine は、顧客にシリーズ A 株からシリーズ B 株に交換することを勧めることが自分

¹⁵ これ以外にも、In the Yanni Partners, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2642 (Sep. 5, 2007); SEC v. Capital Gain Research Bureau, 375 U.S.180(1963)等がある。

の受け取る手数料を増加させることに気付いていたにもかかわらず、それを十分開示しなかった。ファンドの目論見書や資料に交換することについての情報が書いてあるが、それでも VCAM および Valentine には交換を勧めることについての利益相反をすべて開示する必要があった。IAA206 条(2)違反。

(4) 連邦信認基準に関するその他の解釈

① 欺罔の意図の立証の要件

IAA 206 条(1) 必要

IAA 206 条(2) 必要なし

☞Steadman v. SEC, 603 F.2d 1126(5th Cir. 1979).

SEC に登録する投資助言業者のプレジデントおよび唯一の株主である者が、SEC によって同投資助言業者のさまざまな違法行為から、永久に投資助言業と関係することを禁じられるなど命じられたことを不服とし控訴した事案。裁判所は、控訴人が自分および会社の借金について MF の目論見書に開示しなかったことは、情報が重要であり、かつ責任の肯定に欺罔の意図は必要ないことから、33 年法 17 条(a)、34 年法 10 条ルール 10b-5、IAA206 条(2)に違反すると判断した。IAA206 条(1)(2)は、それぞれ 33 年法 17 条(a)の(1)と(3)を参考に制定されていることから、欺罔の意図の要件もそれと同じに解釈されるべきとして、206 条(2)は (17 条(a)(3)と同様) 欺罔の意図は必要ではないが、IAC206 条(1)は (17 条(a)(1)と同様) 欺罔の意図が要求されるとした。

② 損害の立証の要件

☞Monetta Financial Services, Inc. v. SEC, 390 F.3d 952(7th Cir. 2004).

投資助言業者である MFS はミューチュアル・ファンド (MF) と個人の顧客に対して助言していた。個人の顧客のうち、当該 MF の取締役も何人か含まれていた (以下、「取締役の顧客」)。MFS は、ブローカーから提供された IPO の株式を、取締役の顧客も含めた顧客に割り当てた。取締役の顧客らは当該 IPO から合計約 5 万ドルの利益を得た。MFS が不公平に株式を割り当てたとか、投資助言業者の創設者およびプレジデントが当該取締役の顧客への割り当てから利益を得たという証明はないが、取締役の顧客に株式を割り当てたという事実を、取締役ではない顧客および上記 MF の受託者に対して開示していなかったことについて、SEC は IAA206 条(1)(2)違反に該当するとし排除命令を出した。これに対して、投資助言業者およびそのプレジデントはこれを不服として控訴した。

第 7 巡回区控訴裁判所は、IPO の株式に投資する機会はまれで投資家にとって価値があるのであり、取締役の顧客に IPO の株式を割り当てたことは投資助言業者が開示すべき重要な事実であったこと、取締役の顧客に IPO を割り当てたことで上記 MF に割り当てられる株式の数が減ってしまったことから、ファンドの顧客の犠牲のもとに取締役の顧客が割り当てを受けたとして、IAA206 条(2)の責任を肯定した。また、その際、投資助言業者が取

締役の顧客を上記 MF より実質的に有利に扱わなかったとしても、投資助言業者が濫用する可能性はそれでもあることから、206 条の責任成立の有無に全く関係がないということとを、Capital Gain 判決が論じた、IAA は損害も損害を与える意図も要求していないという箇所 (375 U.S. at 192) を引用して、述べた¹⁶。

③ 救済

IAA 206(1)(2)には私的訴権はない (前出 Transamerica Mortgage Advisors, Inc.(TAMA), et al. v. Lewis, 444 U.S. 111(1979))。

よって、顧客が民事訴訟を提起するためには、IAA 215 条(a)か 34 年法 10 条(b)および Rule 10b-5 を使うしかない。

4. 監視および法令遵守体制¹⁷

・ IAA Rule 206(4)-7 は以下のことを投資助言業者に要求する。

- IAA のもとと課せられる信託義務及び実体的義務の投資助言業者の履行について取り組む内部遵守プログラムをつくること。
- 投資助言業者およびその被用者による IAA の違反を防止することが合理的に意図されたポリシーおよび手続きを書面で採用し履行すること。
- 当該ポリシー及び手続きの有効性を少なくとも年一回審査すること。
- Chief Compliance Officer を指定すること。

・ IAA 204A および IAA Rule 204A-1 は以下のことを投資助言業者に要求する。

- 倫理コード (Code of ethics) を書面で採用すること
- 倫理コードには最低限以下の事項について規定すること

投資助言業者およびその被用者等の負う信託義務を反映した行為基準、投資助言業者の被用者等の連邦証券取引諸法の遵守、投資助言業者の取締役・オフィサー及びパートナ等の個人的な証券取引の報告、それらの者の証券取引に関する (COO 等による) 事前承認、倫理コード違反の COO 等への報告、倫理コードの配布と受領確認

5. 法令違反等に対する手続き (IAA203(e)(f))

¹⁶ これ以外にも、In the Matter of Deutsche Asset Management, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2160 (Aug. 19, 2003)および In the Matter of Rudney Associations, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2300 (Sep. 21, 2004)において、「投資助言業者の潜在的利益相反を開示しなかったことによって、顧客が実際に損害を被っているか否かは、関係がない」(Capital Gain, 375 U.S. at 195 を引用)と述べている。

¹⁷ SEC 報告書 35-38 頁。

6. まとめ

III. Investment Company Act における投資助言業者の負う信託義務

1. Investment company Act of 1940 (以下 ICA) 36 条

2. 事案

(1) Jones v. Harris Associates L.P., 559 U.S. 335(2010).¹⁸

(2) Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc., 694 F.2d 923(2nd Cir. 1982).

(3) Gartenberg 判決以前の判決

① 同じような論点が問題となっているが、基準を論じていない事案

Galfand v. Chestnutt Corporation, 545 F.2d 807, 811-12 & n.12 (2d Cir. 1976)

投資助言者に信託義務を課すにあたって、議会は、自己取引をする受託者が信託の受益者に対して十分な開示をする義務を負うという、分けられない忠実性 (undivided loyalty) の伝統的なルールを適用することを、明確に意図していた。さらに、受託者が十分な開示をしたとしても、連邦裁判所は取引の公平性について厳格な審査に服させる義務がある。本件

¹⁸ 最高裁は、ICA36 条(b)の「信託義務」の解釈に信託法を組み込んだ。信託法における受託者の「合理的な報酬」について、信託法リステイトメント § 38「受託者の報酬及び費用補償」は、「(1) 受託者は、受託者としてのサービスの対価として信託財産から合理的な報酬を得る権利を有する。」と規定し、コメントで以下のように述べる——州によっては、制定法で受託者の報酬の額を決定する計算式 (信託の元本または収益の一定の割合) を規定しているところもあるが、多くの州では、受託者は合理的な報酬を受ける権利があるとだけ規定している。もし信託条項が受託者の報酬について規定するなら、通常はそれが適用される。州法の計算式、信託条項いずれであっても、それによって決定する報酬額が高すぎるまたは低すぎると判断した時には、その増額または減額ができる

(Restatement of the Law(3d) of Trusts § 38 Comment on Subsection (1))。さらに、合理的な報酬の決定において考慮される要素として、Local custom、受託者 (trustee) の能力、経験および腕前 (skill, experience and facilities)、信託に関する義務の履行に充てられた時間、信託財産の額および性質、(裁量的分配をすることも含め) 信託を運営することで引き受ける困難性、責務およびリスクの程度、他者から提供されたサービスの性質及びコスト、受託者のパフォーマンスの質を挙げる (同 Comment c(1))。

では、契約の承認を得る際に投資助言者の行為は議会の意図していた高められた規範に届かない。

② ICA36 条(b)のもと提起される株主代表訴訟に連邦民事訴訟規則 23. 1 は適用されるかが問題となった事案

Markowitz v. Brody, Levy v. Bernstein-Macaulay, Inc., et al., 90 F.R.D. 542(SDNY, 1981); Weiss v. Temporary Investment Fund, Inc., 692 F.2d 928(3rd Cir. 1982); Daily Income Fund v. Fox, 464 U.S. 523(1984).

これらは、すべて MF の株主が同ファンド、ファンドの取締役、投資助言者、主要な引受人に対して、ICA36 条(b)のもと株主代表訴訟を提起した事案である。

ここで問題となったのは、連邦民事訴訟規則 23.1 は“Derivative action by shareholders”というタイトルのもと、以下の要件を求める。それは、原告が主張している取引時に株主であったこと、訴訟は連邦裁判所に管轄権が与えられるために馴合いではないことを証明し宣誓すること、原告が望む行動を会社の取締役（必要なら株主）から得るために原告がした努力を特定性をもって主張すること、およびそれが得られなかった理由／努力をしなかった理由も述べること、原告は会社の権利を実現するために同様の地位に置かれた株主の利益を公平に十分代表する必要があることから、それがなければ維持されないこと、訴えは裁判所の承認なくして取りやめたり和解したりできないこと、取りやめまたは和解は裁判所の指示で株主に通知されること、である。このうち、「原告が望む行動を会社の取締役（必要なら株主）から得るために」原告が要求した（demand）ことの要件を満たしていないことが問題となり、前二者（Markowitz 判決と Weiss 判決）は同規則の適用があるとして却下したが、Daily Income Fund 判決で、連邦最高裁は、ICA の文言は、議会が投資助言者に課せられ信託義務は投資会社の株主か SEC によってのみ執行されることを意図していることを示しており、会社自身の権利を会社に代わって訴えるわけではないから、同ルールは適用されない、とした。

③ Recapture problem について論じた事案

Tannenbaum v. Zeller, 552 F.2d 402(CA2 1977)

ファンドの利益のために、ポートフォリオのブローケージ手数料を取り戻す(recapture)ことを差し控えるとしたファンドの決定は ICA のもと信託義務違反と主張。立法史から、議会が取引によって生じる仲介手数料をどのように最もよく使うかに関する疑問を MF の取締役の独立したメンバーの情報に基づいて行使される裁量から取り除くことを意図していたと示すものはなにもない。Moses 判決 (Mose v. Burgin, 445 F.2d 369(1st Cir. 1971)) も Fogel 判決 (Fogel v. Chestnut, 533 F.2d 731(2nd Cir. 1975); Fogel v. Chestnut, 668 F.2d 100(2nd Cir. 1981)) も、法律問題として、ICA がファンドの直接の金銭利益のために手数料の取戻を強制すると述べていない。

(4) Gartenberg 判決の基準の適用

① 事案

i) Schuyt v. Rowe Price Prime Reserve Fund, Inc., 663 F.Supp. 962(SDNY, 1987)

Prime Reserve Fund というマネー・マーケット・ファンドの株主が、同ファンド、投資助言業者 (Price Associate, Inc.)、Price および同ファンドの取締役等に対して、投資助言者の過大な報酬が 36 条(b)違反であるとして提訴した。原告が問題としている期間には、ファンドの資産が 2 億から 20 億に増えるのに伴って、投資助言者に対する報酬も 433 万ドルから 1 年間で 836 万ドルに増えた。同ファンドの手数料は、1980 年 5 月 1 日以前は 0.4%、1980 年 5 月 1 日以降 1981 年 4 月 30 日までは、10 億ドルまで 0.4%、10 億ドルを超えたら 0.35% (この改正は 1980 年 2 月 27 日に取締役会によって承認されている)、1981 年 5 月 1 日から 10 億ドルまで 0.4%、15 億まで 0.35%、20 億まで 0.275%、20 億を超えたら 0.25%であった (1981 年 2 月 25 日に取締役会によって承認)。

ii) Krinsk v. Fund Asset Management Inc., 875 F 2d 404(2nd Cir. 1989)

メルリリンチの提供する金融サービスパックである Cash Management Account program(CMA program)の一つである CMA マネーファンド (以下、ファンド) の株主が、ファンド及びメルリリンチ関連でファンドの運営をしている会社に対して、手数料が過大であり、信託義務に違反していると主張して、株主代表訴訟を提起した。

ファンドに関して支払う手数料は、CMA プログラム参加者によってメルリリンチに支払われる 1 年に 65 ドルのサービス手数料、ファンドからファンドの資産の規模に応じて投資助言者に支払われる助言手数料、ファンドからメルリリンチに 12b-1 プランに従って支払われる手数料 (金融コンサルタントに支払われる) の 3 種類であった。ファンドの取締役会は 7 人中 6 人が利害関係のない取締役で、毎年助言手数料を、3 か月ごとに 12b-1 プランを評価していた。株主に送り、助言手数料の承認も得ていた。

iii) Kalish v. Franklin Advisers, Inc., 742 F.Supp. 1222(SDNY 1990)

Franklin Custodian Funds (ファンド) の株主が、ファンドの投資助言者および投資助言者だった者に対し、ファンドの投資助言者にファンドから支払った手数料は多すぎると主張して ICA36 条(b)のもと株主代表訴訟を提起した。

iv) In re American Mutual Funds Fee Litigation, 2009 U.S.Dist.LEXIS 12059(C.D.Cal., 2009)

原告は、自分たちの保有する 8 つの MF に対して、さまざまなサービスを提供する投資助言者 (Capital Research and Management Company) とその完全子会社 (American

Funds Distribution) に対して、それらサービスの対価として受領する報酬（助言手数料、Rule 12b-1¹⁹および運営手数料）が、ICA の 36 条(b)によって課せられる信託義務に違反していると主張して提訴した。

③ 判旨

i) 提供される業務の性質・品質

〈Schuyt〉

投資助言者が提供していたのは、投資サービスと投資以外のサービスであり、前者は次の 4 つに分けられる——調査、ポートフォリオ運用、取引、管理・コントロール。後者は次の 4 つに分けられる——株主関係、ファンドの計算、法規制の要求、マーケティング。証拠から、幅広い業務をよく行っており、ランクも上位にあるといえる。

〈Krinsk〉

同ファンドは 56 のプライムマネーファンドの中で 3 番目にいいパフォーマンスを出していた（業界の中で、利回りの平均が年 8%のところ 8.4%）。原告は、ファンドがハイリスク商品に投資をすることから、ファンドのパフォーマンスはリスク調節がなされたものを基礎に分析されるべきとする（そうすればパフォーマンスは平均以下になるであろう）。しかし、専門家は SEC も業界もその基準を採用していない。

また、ファンドの収益性を計算するときファンドの費用として年 65 ドルの CMA プログラムの手数料を含めていないから人工的に高くなっていると主張するが、誤っている。それはファンドから拠出されるのではないし、業界としても含めないのが通常。

〈Kalish〉

投資助言業者は、利用可能な複雑でさまざまな高い質のサービスをファンドの株主に提供しており、株主は MF の業界の中で最も高い収益と最も低い手数料の一つのファンドから利益を得ていた。このことは、他のファンドと比較すると明らかであり、当該ファンドの手数料の合理性を強く支持するものといえる。

¹⁹ ICA の 12 条(b)は、オープンエンド型投資会社が、自ら発行者である証券の販売することは引受人を通じて行う以外できない、と規定しており、それを受けて 1980 年に制定された Rule 12b-1 (17 CFR 270.12b-1) は、MF 会社が以下の条件を満たせば、自分の発行する証券の販売者として行為できると規定する。ここでいう、販売者として行為することは、投資会社の発行する株式を販売することを主要な目的とした活動に資金を投入することを意味し、その中には、広告したり、引受人、ディーラー、販売担当者に報酬を与えたりすることを含む (Rule 12b-1(a)(1)(2))。販売者として行為できる条件とは、販売関係の支払いが販売に関する資金源に関するすべての重要な事実を記載した書面の計画に従ってなされ、プランの履行に関する（販売担当する）その者とのすべての合意が書面によること (12b-1(b))、そして同計画は、その開始時と 1 年に一度取締役会によって承認され、取締役は、少なくとも 3 か月に一回、支出の額と目的に関する書面による報告を審査し、同計画は会社および株主にとって利益がある可能性が合理的に存在すると結論付けることである。

〈American Mutual〉

原告は、ファンドがすでにパフォーマンスを悪化させるほど増大しているときにファンド資産の増大を促進しようとする Rule 12b-1 手数料を膨大に課すことは、36 条(b)に違反すると主張するが、これは、12b-1 の手数料を誤って使用していると述べているにすぎない。ICA36 条(b)は投資助言者とファンドの間の支払いの契約の交渉及び執行のみ対象にしており、投資助言者がファンド資金の不適切に使用しているか否かは対象にしていない。同様に、アンダーパフォーマンスであるという主張だけでは助言手数料が過大であることを主張したことにならない。その手数料の対価として提供されるサービスの性質・質について証拠を提出しなければならない。

ii) 投資助言者の収益性

〈Schuyt〉

評価が最も難しいが、問題となっている期間の助言者の税引き後利益は 29%から 38%程度である（過大とは言えない）。

〈Krinsk〉

高い利益率というだけでは助言手数料が過大であることの裏付けにはならない（それを肯定した事案を原告は引用できていない）。被告と同じように、地裁では手数料ベースで分析しており（メリルリンチがファンドから得ている利益を決定するために手数料収入から手数料コストを引いていく）、12b-1 プランの手数料も金融コンサルタントに対する支払いによって相殺している。原告は、同プランがファンドの持分の販売という目的を達成していないことから、プラン手数料は相殺されず、メリルリンチへの収入と計算すべきと主張するが、同プランがファンドの成長に寄与していないことを示す証拠を原告は提出しておらず、採用できない。

〈Kalish〉

投資助言者がただあまりに多くのお金を稼ぐということを主張するだけでは法違反にはならない。投資助言業者に対するファンドの税引き後利益は 35%を超えていない。Schuyt 判決で税引き後利益が 38.6%でも過大とみなさなかった。またパフォーマンスがよいことは比較的高い手数料を正当化できる。

〈American Mutual〉

「投資助言者は利益を稼ぐ権利を有する。法案の中にそうではないことを含意することを意図する部分はない」 S.Rep.No.91-184, at 5(1970), *reprinted in* 1970 U.S.C.C.A.N. 4897,4902. Schuyt, 663 F.Supp. at 971-972 もこれを引用。

被告の収益性が、他の同様の投資助言者と同等かそれ以下であるということは、被告の収益性が適切な判例法の中で合理的であるという結論を支持することになる。

iii) 副次的利益

〈Krinsk〉

原告はこれを広くとらえているが、「メリルリンチが株主を勧誘できる事実なしには得られなかったであろう、メリルリンチによって受領される手数料」を指す（Gartenberg 地裁判決を引用）。

〈American Mutual〉

これはファンドの存在なしには生じなかった、助言者に対する利益である。原告は、副次的な利益の量を定め、コストと相殺する分として適切な分け前を証明しなければならない。

iv) 規模の経済

〈Schuyt〉

同ファンドの手数料計算表は業界の中でも最も低い部類に入る。広く規模の経済を共有すべく Fee break を低く設定し、ファンドの資金を生んでいる。

〈Krinsk〉

ファンドの取引にかかるユニットごとのコストが取引の数が増加するほど減少するとき規模の経済が存在する。原告はこれを示す証拠を出していない。被告は、ファンドのユニットごとのコストはファンドが大きくなっても一般に減少しない証拠を提出している。被告の主張が不合理でない限り、原告が立証できていないとした地裁の判断は誤っていない。

〈Kalish〉

原告は、まずファンドに規模の経済が存在していることを立証しなければならないが、それはファンドの規模が増大するにつれ、ユニットごとのコストが減少していることを証明しなければならない。

〈American Mutual〉

原告は、ファンドを取り巻く取引の各要素を、長期間にわたって、活動の異なるレベルについて、詳細に分析しなければならない。このことは、原告が助言者及びその関係者のユニット当たりの管理コストがファンドの規模が増加するにつれて減少していることを証明することを要求する（per unit cost analysis）。そして原告は、規模の経済が投資者と十分に共有されていないことを証明しなければならない。

v) 独立した取締役の役割（ファンドの独立した受託者の専門家の意見；それらが助言者の手数料に関するすべての事実を十分に知っていたか否か、およびそれらが義務を履行する際の注意義務・誠実性の程度）

〈Schuyt〉

同ファンドの独立した取締役は高い教育を受け、経歴も素晴らしく、評判もいい。その上、定期的に十分情報を得ていた。義務を履行するうえで、注意深く分析し、議論し、積

極的に質問し、情報を要求したりしていた。

〈Krinsk〉

利害関係のない取締役の専門的意見、それらが十分情報を得ていたか否か、それらが義務の履行の際に注意と誠実性をどの程度持っていたかが、36条(b)における報酬の合理性を評価するうえで調査されるべき最も重要な要素である(citing *Gartenberg*, 694 F.2d at 930.)。原告は受託者の独立していなかったこと、および慎重に行為していないと主張するが、受託者は独立しており、慎重に熟慮していたことを示す証拠が多くある。例えば、受託者はメルリンチの用意した収益性に関する調査に満足せずやり直しを命じたこと、12b-1の手数料は、銀行ファンドが販売され資産が約25%流出してしまったときに、それを回復させるために導入が決定したもので、ファンドのパフォーマンスを向上させることを可能にし、その承認をした取締役は信認義務に違反するものではない。

〈Kalish〉

ファンドの独立取締役は信認義務を履行するのに十分資質があり、被告から十分な情報を、そのカウンセラーから適切な助言を得て、誠実に注意深く行為しており、本件で問題となっている運営手数料を承認した。法は、ファンドの取締役会の判断を自分の判断に取って代えることを、裁判所に許していない。これに対して、販売手数料は最も問題がある点であるが、証拠から取締役が不正に行為していたことを結論付けられない。

〈American Mutual〉

利害関係のない取締役の専門的意見、それらが十分情報を得ていたか否か、それらが義務の履行の際に注意と誠実性をどの程度持っていたかが、36条(b)における報酬の合理性を評価するうえで調査されるべき最も重要な要素である。裁判所は「手数料体系がいまのまま継続するためには、[利害関係のない取締役]の過半数を含めた[取締役]による責任のある判断を無視できないであろう。」と述べている。

議会は、裁判所が、運用手数料を交渉し承認する際の、ファンドの利害関係のない取締役によるビジネスジャッジメントを“second-guess”することを意図していない。

ファンドの利害関係のない取締役の教育および専門知識は重要な検討事項であり、本件ではこれが満たされていた。取締役会は、利害関係のない取締役が十分独立しており、情報を得ていることを確実にする義務がある独立したカウンスルによって常に助言を受けていた。また、助言手数料の評価に関連する膨大な量の情報を得ていた。

本件では記録上は取締役が *Gartenberg* 判決の基準を満たしたことが証明されたが、利害関係のない取締役が熱心に問題を調査したことは示されていない。しかし、取締役の誠実性の欠如の疑いだけは証拠を覆すには不十分である。

vi) 費用の割合及び助言手数料の比較

〈Krinsk〉

原審は、ファンドの費用割合および助言手数料が業界で一般的であるのみならず、MF

で最も低い部類に入るとした。原告は、同規模のファンド、すなわちメリルリンチの RAT というファンドとの比較だけが重視されるべきと主張する (RAT は CMA ファンドより 0.1%安い投資助言手数料である)。しかし、RAT は Stand-alone ファンドであり、CMA ファンドとは異なる。

〈Kalish〉

ファンドの手数料は他より高いが、その収益性とコストの割合は業界トップである。

〈American Mutual〉

これは Gartenberg 判決では考慮要素として否定されたが、「多くの助言者とファンドの間の潜在的に排他的な関係ゆえに (Gartenberg, 694 F.2d at 929, 930)」限定的ではあるが 36 条(b)の証明の価値を提供している。被告の課す手数料は、第三者機関 (Morningstar) によってはかられる同等のファンドより低い。

(5) その他の解釈

① ICA36 条(a)について

- 私的訴権は認められない²⁰。
- 請求は、派生的な損害では成立しない²¹。

② ICA36 条(b)について

- 請求は株主代表訴訟で提起されるべきである²²。
- 一度も所有したことのないファンドについて株主代表訴訟は提起できない²³。ただし提起するときに株式を有している必要はない²⁴。自分の有しているクラスのみならず、同じファンドの他のクラスについても当事者適格がある²⁵。

²⁰ 例えば、In re Dreyfus Mutual Funds Fee Litigation, 428 F.Supp. 2d 342(S.D.Penn. 2005); In re Eaton; In re Lord Abbett Mutual Funds Fee Litigation, 407 F.Supp. 2d 616(D.N.J., 2005), Chamberlain v. Aberdeen Asset Management Ltd, 2005 U. S. Dist. LEXIS 2023, No.02 Civ.5870 (EDNY, 2005); In re Evergreen Mutual Funds Fee Litigation, 423 F.Supp. 2d 249(SDNY 2006); Hamilton v. Allen, 396 F.Supp. 2d 545(D.E.D.Penn. 2005).

²¹ In re Alliancebernstein Mutual Fund Excessive Fee Litigation, 2005 U.S.Dist. LEXIS 24263(SDNY, 2005).

²² In re Salomon Smith Barney Mutual Fund Fees Litigation, 441 F.Supp. 2d 579(SDNY, 2006)).

²³ In re Alliancebernstein Mutual Fund Excessive Fee Litigation, 2005 U.S.Dist. LEXIS 24263(SDNY, 2005).

²⁴ In re Mutual Funds Investment Litigation, 519 F.Supp.2d 580(D.M., 2007); In re Lord Abbett Mutual Funds Fee Litigation, 407 F.Supp. 2d 616(D.N.J., 2005).

²⁵ In re American Mutual Funds Fee Litigation, 2009 U.S.Dist.LEXIS 12059(C.D.Cal., 2009).

- 報酬を受領した者又はその関係者に対してのみ提起できる²⁶。
- 実際の損害(actual damages)とは、被告の違反行為によって生じた損害、すなわち、被告が意図的もしくはむこうみずに過大な手数料を課したこと、またはその手数料を誠実に交渉しなかったことの結果、ファンドが支払った手数料となる²⁷。
- 訴訟を提起した後に被った損害は回復できないというのが一般原則であるが、ICA36 条 (b)(3)は、訴訟を提起した後に被った損害を請求することを排除していない²⁸。

(6) まとめ

IV. おわりに

²⁶ Milton Pfeiffer v. Integrated Fund Service, Inc., 371F.Supp. 2d 502(SDNY, 2005); Zucker v. AIM Advisors, Inc., 371 F.Supp. 2d 845(D.S.D.Tex. 2005); Goodman v. J.P.Morgan Investment management, Inc., Fed.Sec.L.Rep. (CCH) P99,029(D.S.D.Ohio, 2016); In re Dreyfus Mutual Funds Fee Litigation, 428 F.Supp. 2d 342(S.D.Penn. 2005).

²⁷ In re mutual funds investment litigation, 681 F.Supp. 2d 622(D.D.MD 2010).

²⁸ Dumond v. Massachusetts Financial Services Com., 2007 U.S.Dist.LEXIS 12304(D.D.Mass. 2007); Forsythe v. Sun Life Financial, Inc., 475 F.Supp. 2d 122(D.D.Mass. 2007); Vaughn v. Putnam Investment Management, LLC, 2007 U.S.Dist. LEXIS 12303(D.D.Mass. 2007).

資 料

【配布資料】

別 添 レジューメ別添資料

資料 1 . Investment Advisers Act of 1940

Investment Company Act of 1940

資料 2 . Study on Investment Advisers and Broker-Dealers

15 U.S.C. 80b-6 投資助言業者による禁止される取引

投資助言業者が、郵便または州際通商に関する何らかの手段を使って、以下のことをすることは違法である。

- (1) 既存顧客または潜在顧客を欺罔のための何らかの策略・計略を使うこと
- (2) 既存顧客または潜在顧客に対して詐欺となる取引・実務・業務に従事すること
- (3) 顧客に対して証券を売却する、または顧客から証券を購入することを認識しながら、自分自身の口座について本人として行為すること、または顧客の口座のための証券の売却または購入を執行することを認識しながら、当該顧客以外の者のためにブローカーとして行為すること、かつ、当該顧客に当該取引の完了前に書面で自分が行為している立場を開示せずに、および当該取引について顧客の同意を得ていないこと。ただし、ブローカー・ディーラーが当該取引に関して投資助言業者として行為している場合に限る。
- (4) 詐欺的または相場操縦的な行為・実務・業務に従事すること。SEC はこれについてルールで明確化することが要求される。

SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., et al., 375 U.S. 180(1963).

〔事案〕

被上訴人は、月に一度、5000 人ほどの購読者に対して投資助言レポートを送っていた（1 年間の購読料は 18 ドル）。1960 年 3 月 15 日から 11 月 7 日まで、被上訴人は、長期的投資のためのレポートの中で購入を勧める直前に、特定の証券を 6 回に分けて購入していた。毎回、レポートの公表後数日で、推薦された証券の市場価格および取引量は上昇し、被上訴人はこれらの証券を売却し利益を得ていた。被上訴人はこれらの取引について顧客または潜在顧客に何ら開示しなかった。

SEC は、被上訴人の行為は 1940 年の投資助言業者法の 206 条(2)に違反するとして、暫定的差止命令（preliminary injunction）を求めた。その内容は、今後レポートの中に、証券を推薦するレポートが公にされる直前に自ら推薦する証券を自分名義で購入しており、そのレポートが公にされた直後に当該証券を売却することを意図していることに関する、重要な事実を開示することを被上訴人に要求するものであった。

連邦地裁は、1940 年法の「詐欺」という用語は技術的意味で使われており、SEC は被上訴人が顧客に損害を与える意図を有していたことや顧客に実際損害が生じているなどを立証していないとして、SEC の請求を棄却した。第二巡回区連邦控訴裁判所は、5 対 4 で、地裁の詐欺の制限的な解釈に同意した。法廷意見は、不実表示が被上訴人のレポートに含まれているとか、投資助言の根拠が薄弱であるとか、被上訴人は賄賂を得て自分の考えと反対の証券をうまく売りつけたとか、レポートは価値のない証券を片付けるための枠組みだった等の、証券の推薦は、被上訴人が自分の保有分を高値で売却できるように、市場を人工的

に上昇させる試みの目的で行われたとかの立証がなければ、法違反はないと結論付けた。連邦最高裁はサーシオレイライを受理した。

〔判旨〕

本件で問題となっているのは、(1) 議会が顧客または潜在顧客に詐欺となる実務 (any practice which operates “as a fraud or deceit upon any client or prospective client”¹) を禁ずる権限を裁判所に与えるにあたり、専門的意味での詐欺を (顧客に損害を与える意図などを含め) SEC が立証することを意図していたか、(2) 議会は重要な不開示を含め広範囲に救済を与える解釈をすることを意図していたか否かである。

1940 年法は、証券業界において相当程度存在した、1929 年の株式市場の大暴落および 1930 年代の大恐慌を引き起こしたとされる、悪習を排除することを目的とした一連の制定法 (Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, Public Utility Holding Company Act of 1935, Trust Indenture Act of 1939 and Investment Advisers Act of 1940) の最後のものである。これらの基本的な、すべてに共通する目的は、十分な開示哲学を「買主注意せよ」の哲学にとって代え、証券業界の業者の高い倫理基準を実現することである。

Public Utility Holding Company Act of 1935 は、“investment trust”および“investment companies”の機能及び活動の調査を SEC にするよう命じ、SEC は、“investment counsel”および“investment advisory services”も含め、徹底した調査をし報告書を公表した

(Investment Trusts and Investment Companies, Report of the Securities and Exchange Commission, Pursuant to Section 30 of the Public Utility Holding Company Act of 1935, on Investment Counsel, Investment Management, Investment Supervisory, and Investment Advisory Service, H.R. Doc. No. 477, 76th Cong., 2d Sess., 1)。同報告書は、投資助言業者および SEC が共有しているある認識を示している。それは投資助言業者が、投資のまっとうな運用に関する、顧客個人にとって意味のある、公正で継続的な助言を顧客にするという基本的な業務を完全に行うためには、投資助言業者と顧客の間の利益相反をすべて除去する必要がある、というものである。報告書は、投資助言業者が投資銀行や会社と関係することは、公平で客観的な、または重要な姿勢の障害になることを強調する。この懸念は、金銭的利益を得ようとする意図といった意識的な動機付けに限られず、無意識的な動機付けにも及ぶ。

SEC の報告書は、投資助言業者の個別的な性質のサービスを維持しながら、一般的な投資者と誠実な投資助言業者に対するセーフ・ガードとして、投資助言業者と顧客の間の利益相反を排除することを望んでいたことを示している。1940 年法は、投資助言業者が、公平ではない助言を——意識的または無意識的に——投資助言業者に与える気にさせる可能性のあるあらゆる利益相反をなくすために、または少なくとも明らかにするという議会の意図同様、投資助言業者と顧客の間に細かな気遣いをする信認性という本質があるという

¹ 15 U.S.C. 80b-6(2).

議会の認識を反映している。私たちが顧客に損害を与える意図の立証を要求していると判断することは、この 1940 年法の明確な目的をくじいてしまう。

この結論は、地裁および控訴裁判所の法廷意見が示すように、コモン・ロー上の詐欺を否定しているわけではない。コモン・ロー上は、欺罔の意図や損害の発生が損害賠償請求訴訟で重要な要件とみなされているが、本件はそのような訴訟（action）ではない。本件は「穏健な予防（mild prophylactic）」を求める暫定的差止請求の訴訟（suit）である。すなわち、受託者（fiduciary）に顧客に対して自分の保有する証券のみならず、投資の推薦をした直前と直後に、推薦した証券を取引することも開示することを求めているのである。コモン・ローの詐欺の内容は、求められる救済、当事者間の関係性、問題となった商品によって変化することから、エクイティ上の、予防的救済を求める訴訟では、金銭的賠償を求めるのに必要な要件をすべて立証する必要はないのである。

次に本件で問題となっている行為は、議会が 1940 年法のもとで対象となることを意図したものかの検討に移る。投資助言業者が顧客の興味を持つ証券を自己の口座で取引することは、潜在的な利益相反となり、排除されるべきであると論じうる。SEC は利益相反の開示を求めているだけゆえ、これ以上論じる必要はない。被上訴人のように、自分のした推薦によって影響された市場でひそかに取引する助言者は、長期間で価格が上昇する可能性があるという理由（利益を得るのは顧客）ではなく、助言者の推薦から予測される行動に反応して短期的に価格が上昇する可能性のあるという理由（利益を得るのは助言者）で、意識的または無意識的に証券を推薦する動機付けを有しているかもしれない。投資者は、適切な開示を通じて、助言者が二人のマスターに仕えている（serving two masters）かただ一人のマスターなのかを（特にその一つが経済的な自己利益である場合には）判断するに際して、そういった重なり合う動機づけを評価できるようにされるべきである。

Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U.S. 111(1979).

〔事案〕

Mortgage Trust of America 社 (Trust 社) の株主が、Trust 社、個人の受託者 (Trustees) および Trust 社の投資助言業者である Transamerica Mortgage Advisors, Inc.(TAMA)、TAMA の関連会社である Land 社および Transamerica 社に対して、株主代表訴訟およびクラスアクションを提起した。主張の内容は、TAMA と Trust 社の間の助言契約は違法であること、Land 社からリスクの高い証券を購入していることから Trust 社に対する信託義務違反があること、Transamerica 社に関連する会社の利益のために、利益を生む投資の機会を流用していることであり、投資助言契約の履行に関する差止め、契約解除、手数料および Trust 社によって支払われた対価の現状回復、違法な利益の吐出しおよび損害賠償を求めるものであった。

第一審裁判所は、1940 年法は私的訴権を認めていないとして却下、第二審では 1940 年

法のもと適切な原告になる者に有利になるように差止訴訟及び損害賠償訴訟で私的訴権が認められることは議会の目的を実現するために必要であるとして原審を破棄した。最高裁がサーシオレイライを受理。

〔判旨〕

制定法が訴訟原因を明示的又は黙示的に認めているか否かは制定法の解釈の問題であり、議会が主張される私人による救済を認めようとしていたか否かで判断される。したがって、被上訴人の主張する私的訴権を認める根拠となる2つの規定の文言から始める。一つは1940年投資助言業者法の206条、もう一つは同215条である。

両規定とも投資助言業者の顧客の利益になるようにすることが意図されていたことは明らかである。私たちは、206条が投資助言業者の行為を規制するための「連邦信認基準」(Federal fiduciary standard)を打ち立てようとするものと以前から認めてきた。実際、立法史から議会が信認義務を課そうとしていたことについては疑いがない(議会資料、SEC報告書)。

215条は制定法の文言から黙示的私的訴権が認められると考える。少なくとも、215条は、その投資助言契約の履行を防止する目的で民事訴訟で使われることになることを、議会は予想していたに違いない。これに対して、206条は文言上単にある行為を禁止したに過ぎず、民事責任を生じさせたり変更したりするものではない。206条の執行について、投資助言業者法は3つ用意している。一つめは217条の刑事責任、二つめは209条のSECによる民事訴訟、三つめは203条でSECによる行政手続である。

15 U.S.C. § 80a-35 信認義務違反

(a) SECによる民事訴訟

SECは現在、以下の立場——オフィサー、取締役、助言委員会のメンバー、投資助言者またはDepositor、引受人(Open-end company, unit investment trust または Face-amount certificate company のとき)——にある者(または不正行為が行われた当時以下の立場にあった者)が、登録している投資会社に関して、個人的な不正も含めた信認義務違反を構成する行為に関与しようとしている、または訴訟開始時に5年たっていない時期に関与していた場合に、訴訟を提起できる。

(b) 登録している投資会社の Investment adviser は、本条において報酬など当該投資会社または証券保有者から助言者または助言者の関係者に対して支払われるものの受領について、信認義務を負う者とみなされなければならない。SEC または(当該投資会社に代わって)投資会社の証券保有者は、当該投資助言者またはその関係者、本条の(a)で列挙される報酬に関して信認義務を負う者すべてに対して、当該投資会社または証券保有者から投資助言者等に支払われた報酬に関する信認義務違反を主張する訴訟を提起で

きる。(1) 被告が **Personal misconduct** に関与していたことを立証する必要はないが、信託義務違反の立証責任は原告が負う。(2) 報酬や支払い、それに関する契約や同意について、投資会社の取締役会が承認したこと、株主によって当該報酬や支払い、それらを提供する契約や同意を追認または承認したことは、裁判所があらゆる状況下で適切とみなすなら、訴訟において考慮されなければならない。(3) 報酬や支払いを受領したものの以外の者に対しては訴訟は提起できないし、損害賠償その他救済も命じられない。訴訟開始前 1 年より前の期間は損害賠償として回復できない。受領者に対して命じられた損害賠償は、信託義務違反から生ずる実際の賠償 (**actual damages**) に限られ、またいかなる場合も投資会社から受領した報酬または支払いの額を超えてはならない。

Jones v. Harris Associates L.P., 559 U.S. 335(2010).

〔事案〕

原告は、被告（投資助言業者）によって運用されている三つの異なるミューチュアル・ファンドの株主で、被告が、提供する業務とは釣り合わない、あらゆる状況を考慮しても対等な契約当事者間で交渉される範囲外となるような手数料を得ていると主張して、損害賠償、差止め、助言契約の解除を求めて提訴した。

連邦地裁は、被告に有利なサマリージャッジメントを下した。原告は、投資助言者が他の顧客（機関投資家）に課している手数料と比較して過大になっていること、被告が受領する報酬について運用者と交渉し、毎年手数料の一覧表を承認していた受託者は絶望的なほど被告と利害関係があることなどを主張したが、**Gartenberg** 判決の基準を適用して、裁判所は原告が、「課された手数料が…対等な当事者間での交渉の結果とはなり得ないほど、不釣り合いに大きい」 ことについてトライアルに付すべき事実を示していないとした。

第 7 巡回区連邦控訴裁判所は、**Gartenberg** 判決のアプローチを明確に否定して、信託法からアプローチした。すなわち、受託者は交渉において公正 (**candor**) 義務を負う一方で、信託を成立させるとき、自分の利益のために交渉し、委託者が支払うと同意したものを受け入れるのであり、信託義務は十分な開示を要求するし、不正は許されないが、報酬の上限を受けるものではないことから、助言者の報酬の額は、詐欺がなされているまたは決定権限を持つ者がその権限を放棄していると推論できるくらい普通ではない場合にのみ問題にできる、というのである。連邦最高裁がサーシオレイライを受理。

〔判旨〕

本件で、私たちは、ミューチュアル・ファンド (MF) の投資助言者が ICA の 36 条(b)によって課される、「業務の報酬の受領に関する信託義務」の違反をしたことを示すために、MF の株主が立証しなければならないものについて検討する。

典型的には、投資助言者が MF を作り、被用者は雇わず、投資助言者がファンドの取締役

を選び、投資の運用をし、他の業務も提供する。MF と投資助言者は分離できず、対等な当事者間でなされる交渉が機能しない。

議会は、両者の関係が利益相反に関する闘いであったことを認識し、MF の株主を保護するために、1970 年に、2 つの改正を行った。一つは、MF の取締役の 6 割しか投資助言者の関係者とすることはできず、それらの者が投資助言者の契約を毎年審査し承認しなければならないとし、利害関係のない取締役の過半数で投資助言者の報酬を承認しなければならないとした。そしてもう一つは、投資助言者に MF から受領する報酬について信託義務を課し、同違反について個人の投資家に民事訴訟を提起する権利を与え、さらに強い救済を株主に与えられるようにするために、投資会社によってまたは投資会社に代わって起こされる訴訟と同様の訴訟で、報酬について争い、参加する権限を SEC に与えた。

議会が 1970 年に ICA を改正してから、投資助言者の信託義務の基準は私たちの裁判所で開かれた疑問であったが、原審の判決までは、25 年以上前の **Gartenberg** 判決で述べられた基準がコンセンサスのようなものとして発展してきた。この基準は他の連邦裁判所によっても採用され、SEC によっても **Gartenberg** 的要素がとられてきた。

Gartenberg 判決では、第二巡回区連邦控訴裁判所は議会が報酬に関する「信託義務」が何を意味するのか定義していないが、「問われるべきは、本質的に、手数料表がとりまくすべて状況に照らして対等な当事者間で交渉されたものの範囲内である料金を示しているか否かというものである」と結論付けた。第二巡回区控訴裁は、「36 条(b)のもと責任があるとされるためには、アドバイザー・マネジャーは提供されるサービスと合理的な関係になく、対等な当事者間での交渉の産物にはなりえないほど不釣り合いに大きい手数料を課していなければならない」、とも言っている。同裁判所は、この決定をするために、あらゆる関連する事実が考慮されなければならないと、とりわけ、サービスを提供するにあたって投資助言者にかかるコスト、投資助言者がファンドが大きくなるにつれて得られる規模の経済の程度、処理しなければならない注文の量に言及している。ファンドを運営する投資助言者の間には事実上競争はないとして、他の同様の投資助言者が課している料金を手数料の公正さの主要な要素として検討すべきという主張を裁判所は否定し、また大きな年金ファンドに対する投資助言者より低い手数料をマネー・マーケット・ファンドの投資助言者の手数料の公正さを決定する基準となるべき、という主張も、ペンションファンドはマネー・マーケット・ファンドで行われている毎日の無数の取引をしていないからと、同様に否定した。

ICA36 条(b)の言及する、サービスに関して受け取る報酬について負う「信託義務」の意味は、ほとんど明確ではない。**Gartenberg** 判決は、36 条(b)の要求するものの基本的な枠組みの点で正しかった。すなわち、36 条(b)のもと責任を負うためには、投資助言者は提供するサービスと合理的な関係がないほど、そして対等な当事者での交渉の結果とはなり得ないほど、不釣り合いに大きい手数料を課さなければならない、ということである。

36 条(b)の文言からまず考えると、第 7 巡回区控訴裁判所の言う通り、信託法の基準を組み込むとしても、本件と似たような状況での信託義務の意味について論じ、信託法を見ても

いる *Pepper v. Litton* 判決〔報告者注：取締役（または支配株主）と会社との契約または同意が問題となっているときは、厳格な審査に服し、取引の誠実さを立証する責任のみならず、会社またはその利害関係者の視点から内在的な公正さを立証する責任を取締役が負う、とした判決〕が、36 条(b)の信認義務を意味することを表現していると信じる。ICA は信認義務を大きく修正しているのは、立証責任を受認者から違反を主張する者に転換していることである。

Gartenberg 判決は、*Pepper* 判決で述べられた信認義務の理解を完全に組み込み、立証責任を原告に課した。*Gratenberg* 判決は、すべての関連する事実を考慮すべきとし、36 条(b)(2)でその旨規定した（取締役会に承認されることも適切とみなされればそれに入る、とした）。

ICA 上、投資助言者の報酬を十分に情報を得た MF の取締役会によって審査させることは MF 内の利益相反をコントロールする試みの中核にあり、ICA は MF と投資助言者の間の関係に独立した番犬として利害関係のない取締役を介在させた（*Burks* 判決）。取締役が報酬を審査し、株主が 36 条(b)のもと提訴することは、利益相反をコントロールするために相互に補完するが独立したメカニズムとなっている。

私たちは、顧客の異なるタイプ（自由な離脱がしにくい MF の株主と機関投資家のような独立した顧客）に課す手数料の比較について、カテゴリー的ルールがあるとは考えない。与えられているサービスが十分に異なっているなら、裁判所はそのような比較を否定しなければならない。たとえ、本件で、独立した顧客に提供するサービスと課す手数料（との比較）が適切だったとしても、裁判所は、ICA が MF と機関投資家との間の手数料の公平性を必ず保証したわけではないことは心に留めるべきである。同様に、他の投資助言者によって MF に課せられる手数料の比較に大きく依存するべきでもない。その手数料も、対等な当事者間での交渉による産物とは限らないからである。

最後に、投資助言業者の信認義務の裁判所による評価は、手続き及び実体を考慮しなければならない。投資助言業者の報酬を交渉し審査する取締役会の手続きが強固であれば、それを審査する裁判所は、交渉の結果に相応の尊重を与えなければならない。このように、利害関係のない取締役が適切な要素を考慮したなら、たとえ裁判所が当該要素を異なったように評価したとしても、その決定は相当の尊重が与えられる。このことは、すべての適切な情報を有している取締役が交渉したとしても、手数料は過大であるかもしれないということを否定しない。しかしそのような決定は、手数料が、提供されているサービスと合理的な関係がなく、また対等な取引の産物ではありえないほど不釣り合いに大きいという証拠に基づいていなければならない。

また、36 条(b)の信認義務違反の基準は情報を得た取締役会の決定を裁判所が *Second-guessing* する（後知恵で批判する）ことを要求していない（*Daily Income Fund* 判決）。36 条(b)のもと報酬を審査する際に、ICA は裁判所が対等な当事者間の交渉で手数料がいくらになるかの計算をすることを要求していない。裁判所は、それに適した場所ではない。

第 7 巡回区控訴裁判所は、開示の要件にすべてを集中させている点で誤っている。Gartenberg 判決は分析上明確性を欠いているが、私たちはそれは 36 条(b)に具体化された妥協 [Gartenberg 判決で述べられている内容で、割合を規制するのを避けるが、誠実で公正な開示を伴う、市場で受け入れられる程度にとどめる] を正確に反映しており、30 年近く機能してきたと信じる。

Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc., 694 F.2d 923(2nd Cir. 1982).

〔事案〕

マネー・マーケット・ファンド（以下、ファンド）の株主である原告は、同ファンドが投資助言・運用者に支払う手数料が 36 条(b)の信託義務違反を構成するほど不釣り合いに大きいとして、同ファンドとその関係者である、同ファンドの投資助言・運用者（以下、運用者）、ブローカーに対して株主代表訴訟を提起した。運用者は助言手数料をファンドの総資産の一日当たりの価値の平均にある割合をかけて計算しており（5 億ドルまでは 0.5%）、それを定める手数料計算表（Fee schedule）およびその改正（5 億から 7.5 億は 0.425%、7.5 億から 10 億までは 0.375%、10 億を超えたら 0.35%）はファンドの取締役（8 人中 6 人が利害関係のない取締役であった）により、交渉および承認されていた。

連邦地裁 (Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc., 528 F. Supp. 1038(SDNY, 1981).)は、36 条(b)は手数料が合理的か否かではなく、ファンドおよび株主に対して不公正かが基準で、それを決定する際の考慮要素は 7 要件 [与えられたサービスの性質、品質、程度／規模の経済や共同運用の程度／相応の手数料が助言者によって他の顧客に課せられているか、その手数料はファンド業界において普通か／ファンドが受けている他の利益の価値／取締役および株主の承認があるか／助言者によってすべての適切な情報が開示されているか／取締役が形式的ではなく実体的に熟慮できたか] とし、それらを審査して、報酬は公正と判断した。原告が控訴した。

〔判旨〕

運用者が 36 条(b)によって課せられる信託義務を履行したと判断できるための「合理的な」基準について、議会は、運用者が、提供する業務についてファンドから利益を得ることを禁じていないし、コストプラス計算式を要求することを意図していなかったことを立法史は示している。裁判所は、MF の取締役が運用上の手数料について下したビジネスジャッジメントを取って代える権限を与えられていない。他方、財産棄損（Corporate waste）の基準は不当に厳しいとしている。要するに、議会は、信託義務の違反の有無を決定する確定的な基準を設定しようとしていないのである。

したがって、36 条(b)のもと責任を負うためには、投資助言業者は提供するサービスと合理的な関係がないほど、そして対等な当事者での交渉の産物とはなり得ないほど、不釣り合いに大きい手数料を課さなければならないと解釈する。この決定のために、すべての適切な

事実が検討されなければならない。

私たちは、原審で、手数料の公正さを評価するにあたり、他の同様の助言者がファンドを運営するときに課す手数料を主要な検討事項にすることを述べたことに同意できない。投資助言者のファンドビジネス間での競争は事実上存在しないからである。ファンドは助言者・運用者を容易に変更することができないから、ファンドビジネスを行う投資助言者間に競争がないのである。

むしろ、議会が、多くの投資助言者とファンドの潜在的に排他的な関係ゆえに、手数料が過大で信託義務違反が問題となるか否かを判断する際に、他の要素をより重要と考えている。それは、サービスを提供する運用者のコスト、サービスの性質・品質、ファンドが大きくなるにつれて規模の経済を運用者がどの程度享受しているか、運用者が処理しなければならない注文の量である。

原審で述べたように、ファンドの独立した受託者の専門家の意見、それらが運用者による業務やそれに対する手数料に関するすべての事実を十分に知っていたか、それらが義務を履行する際の注意義務や誠実性の程度が、報酬の評価の際に重要な要素となる。しかし、たとえファンドの受託者が責任ある方法で行為するよう努力していたとしても、運用者の報酬は 36 条(b)の違反になるほど不釣り合いに大きくなり得る。

資料 1

Investment Advisers Act of 1940
Investment Company Act of 1940

※上記より以下の条文を配布

15 U.S.C.80a-2
15 U.S.C.80a-12
15 U.S.C.80a-15
15 U.S.C.80a-35
15 U.S.C.78bb
15 U.S.C.80b-2
15 U.S.C.80b-3
15 U.S.C.80b-6
15 U.S.C.80b-15
17 C.F.R. 270.12b-1

Study on Investment Advisers and Broker-Dealers

**As Required by Section 913 of the
Dodd-Frank Wall Street Reform
and Consumer Protection Act**



**This is a Study of the Staff of the
U.S. Securities and Exchange Commission**

January 2011

This is a study by the Staff of the U.S. Securities and Exchange Commission. The Commission has expressed no view regarding the analysis, findings, or conclusions contained herein.

In addition to this section, Appendix A discusses the effectiveness of the regulatory, examination, and enforcement resources of the Commission, FINRA, and the states devoted to enforcing the standards of care for investment advisers and broker-dealers when providing personalized investment advice about securities to retail investors. In particular, this appendix discusses the effectiveness of the examinations of broker-dealers and investment advisers in determining compliance with regulations, including ongoing efforts and recent initiatives by OCIE, FINRA, and the states. It also provides data about the frequency and length of investment adviser and broker-dealer examinations, and discusses the typical outcomes resulting from examinations, such as deficiency letters and referrals to the Division of Enforcement, FINRA, or the states, as appropriate. The appendix also discusses the enforcement resources and programs of the Commission, FINRA, and the states, and provides examples of recent initiatives and ongoing efforts designed to enforce the standards of care.

The following discussion is intended to provide a general overview of certain significant federal and SRO requirements and standards of conduct applicable to investment advisers and broker-dealers, and does not address every aspect of investment adviser or broker-dealer regulation. Accordingly, this overview is not meant to serve and should not be interpreted as a comprehensive treatise on the regulation of investment advisers and broker-dealers. It also does not create any new, or supersede any existing, positions of the Commission or the Commission staff.

1. Investment Advisers

a) Overview of Commission Regulation

The Advisers Act is the last in a series of federal statutes intended to eliminate abuses in the securities industry that Congress believed contributed to the stock market crash of 1929 and the Depression of the 1930s. The Advisers Act resulted from a comprehensive congressionally-mandated study conducted by the Commission of investment companies, investment counsel, and investment advisory services. Ultimately, the report concluded that the activities of investment advisers and advisory services “patently present various problems which usually accompany the handling of large liquid funds of the public.”⁴⁹ The Commission’s report stressed the need to improve the professionalism of the industry, both by eliminating tipsters and other scam artists and by emphasizing the importance of unbiased advice, which spokespersons for investment counsel saw as distinguishing their profession from investment bankers and brokers.⁵⁰ The general objective “was to protect the public and investors against malpractices by persons paid for advising others about securities.”⁵¹

⁴⁹ H.R. Doc. No. 477, 76th Cong., 2d Sess. (1939).

⁵⁰ See Investment Trusts and Investment Companies: Investment Counsel, Investment Management, Investment Supervisory, and Investment Advisory Services, H.R. Doc. No. 477 at 27-30 (1939).

⁵¹ S. Rep. No. 1760, 86th Cong., 2d Sess. 1 (1960).

Many money managers, investment consultants, and financial planners are regulated as “investment advisers” under the Advisers Act or similar state statutes. Investment adviser employees that provide personalized investment advice are regulated as “investment adviser representatives” under state statutes and are also subject to supervision by the investment adviser, as discussed below.⁵²

Advisers Act Section 202(a)(11) defines “investment adviser” to mean:

any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities.

As a general matter, a person would be an investment adviser within the meaning of the Advisers Act if that person:

- (1) Provides advice, or issues reports or analyses, regarding securities;
- (2) Is in the business of providing such services; and
- (3) Provides such services for compensation.⁵³

The staff has interpreted each of these elements broadly.⁵⁴

The Advisers Act excludes, among other service providers, certain brokers and dealers, and banks and bank holding companies (except if the bank or bank holding company advises a registered investment company) from the definition of investment adviser, even though the service provider may satisfy all three elements of the definition.⁵⁵ A person excluded from the definition of investment adviser is not subject to any provisions of the Advisers Act. We focus here on the exclusion available to brokers and dealers.

The Advisers Act excludes from the investment adviser definition any broker or dealer: (i) whose performance of its investment advisory services is “solely incidental” to

⁵² In general, states that register and regulate investment adviser representatives require that the representatives register on Form U4 and pay a fee. See Section II.C.1, *infra*.

⁵³ See Applicability of the Investment Advisers Act to Financial Planners, Pension Consultants, and Other Persons Who Provide Investment Advisory Services as a Component of Other Financial Services, Investment Advisers Act Release No. 1092 (Oct. 8, 1987) (“Release 1092”).

⁵⁴ *Id.*

⁵⁵ See Advisers Act Section 202(a)(11)(A)-(G) for a list of those excluded from the definition of investment adviser.

the conduct of its business as a broker or dealer; and (ii) who receives no “special compensation” for its advisory services. To rely on the exclusion, a broker-dealer must satisfy both of these elements.⁵⁶

Generally, the “solely incidental” element amounts to a recognition that broker-dealers commonly give a certain amount of advice to their customers in the course of their regular business as broker-dealers and that “it would be inappropriate to bring them within the scope of the [Advisers Act] merely because of this aspect of their business.”⁵⁷ On the other hand, “special compensation” “amounts to an equally clear recognition that a broker or dealer who is specially compensated for the rendering of advice should be considered an investment adviser and not be excluded from the purview of the [Advisers] Act merely because he is also engaged in effecting market transactions in securities.”⁵⁸ Finally, the Commission staff has taken the position that a registered representative of a broker-dealer is entitled to rely on the broker-dealer exclusion if he or she is providing investment advisory services to a customer within the scope of his or her employment with the broker-dealer.⁵⁹

Registration

Generally, a person or firm that falls within the definition of “investment adviser” (and is not eligible to rely on one of the exclusions) must register under the Advisers Act, unless it: (i) qualifies to rely on an exemption from the Advisers Act’s registration requirement,⁶⁰ or (ii) is prohibited from registering under the Advisers Act, as discussed

⁵⁶ See Advisers Act Section 202(a)(11)(C). In 2005, the Commission adopted Advisers Act Rule 202(a)(11)-1, the principal purpose of which was to deem broker-dealers offering “fee-based brokerage accounts” as not being subject to the Advisers Act. See Certain Broker-Dealers Deemed Not to be Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. 2376 (Apr. 12, 2005) (“Release 2376”). Fee-based brokerage accounts are similar to traditional full-service brokerage accounts, which provide a package of services, including execution, incidental investment advice, and custody. The primary difference between the two types of accounts is that a customer in a fee-based brokerage account pays a fee based upon the amount of assets on account (an asset-based fee), whereas a customer in a traditional full-service brokerage account pays a commission (or a mark-up or mark-down) for each transaction.

On March 30, 2007, the U.S. Court of Appeals for the District of Columbia Circuit (the “Court”), in Financial Planning Association v. SEC, 482 F.3d 481 (D.C. Cir. 2007), vacated the original Advisers Act Rule 202(a)(11)-1 on the grounds that the Commission did not have the authority to exclude broker-dealers offering fee-based brokerage accounts from the definition of “investment adviser.”

⁵⁷ Opinion of the General Counsel Relating to Section 202(a)(11)(C) of the Investment Advisers Act of 1940, Investment Advisers Act Release No. 2 (Oct. 28, 1940).

⁵⁸ Id.

⁵⁹ See Release 1092, supra note 53.

⁶⁰ See Advisers Act Sections 203(b), 203(l) and 203(m). The registration exemptions include, for example, foreign private advisers, venture capital fund advisers, private fund advisers with less than \$150 million in assets under management in the United States, advisers to small business

immediately below. An unregistered investment adviser is subject to the Advisers Act's antifraud provisions but is not subject to most of the other requirements of the Advisers Act.⁶¹

Advisers Act Section 203A *prohibits* investment advisers with less than \$25 million of assets under management from registering under the Advisers Act⁶² (the Dodd-Frank Act raised this amount to \$100 million as of July 21, 2011)⁶³ if they are required to be regulated in a state or states in which they maintain a principal office and place of business (the Dodd-Frank Act amended Section 203A to provide that investment advisers must also be subject to inspection and examination by their home state).⁶⁴

investment companies, intrastate advisers, advisers to insurance companies, charitable organizations and plans and certain commodity trading advisors. Note that some of these exemptions recently were added as part of the Dodd-Frank Act (*i.e.*, Dodd-Frank Act Section 403 (relating to private fund and foreign advisers and certain intrastate advisers) and Dodd-Frank Act Section 407 (relating to venture capital advisers). See also Exemptions for Advisers to Venture Capital Funds, Private Fund Advisers with Less Than \$150 Million in Assets Under Management, and Foreign Private Advisers, Investment Advisers Act Release No. 3111 (Nov. 19, 2010).

⁶¹ See, e.g., S. Rep. No. 1760, 86th Cong., 2d Sess. 7 (1960), which specifies that the antifraud provisions in Section 206 apply to registered and unregistered investment advisers.

⁶² "Assets under management" is defined in Advisers Act Section 203A(a)(2) as the securities portfolios for which the adviser provides continuous and regular supervision or management services. See also Instructions to Item 5b of Form ADV, Part 1A.

⁶³ See Dodd-Frank Act Section 410 and Advisers Act Section 203A. See Release 3110, supra note 3.

⁶⁴ Advisers Act Section 203A was added by the National Securities Markets Improvement Act of 1996 ("NSMIA"). A state may not require an investment adviser to register if the adviser (i) does not have a place of business in the state and (ii) has fewer than six clients who are state residents during the past twelve months. See Advisers Act Section 222(d). Advisers Act Section 203A(b)(1) also prohibits a state from imposing registration or licensing requirements on an investment adviser that is excluded from the definition of investment adviser by Section 202(a)(11). Currently, Wyoming does not have a statutory requirement for investment adviser registration.

There are several exceptions to this general prohibition. See Advisers Act Section 203A. For example, investment advisers to registered investment companies must always register with the Commission, regardless of asset size. Other advisers that may register voluntarily under the Advisers Act include: pension consultants that provide services to pension funds with over \$50 million in assets; newly formed advisers that expect to qualify for registration under the Advisers Act within 120 days of registration; certain affiliated advisers that are in a control relationship with a registered adviser, provided that they have the same principal office and place of business; certain internet advisers; and multi-state advisers that would otherwise be regulated by at least 30 states (the Dodd-Frank Act amends this to 15 states for mid-sized advisers as of July 21, 2011, and the Commission has proposed a similar amendment to Advisers Act Rule 203A-2). See also Advisers Act Rule 203A-2. See also Release 3110, supra note 63.

The Registration Process: Form ADV

Advisers use Form ADV to apply for registration with the Commission (Part 1A) or with state securities authorities (Part 1B), and must keep Form ADV current by filing periodic amendments as long as they are registered.⁶⁵ Form ADV has two parts (Part 1 and Part 2) and is filed electronically through the IARD;⁶⁶ each part (except for the brochure supplement, as discussed below) is available to investors on the Investment Adviser Public Disclosure website (“IAPD”).⁶⁷

Part 1 (A and B) of Form ADV provides federal and state regulators with information to process registrations and to manage their regulatory and examination programs. It requires applicants to disclose information about their disciplinary history, type of services provided and other aspects of their business.⁶⁸ An investment adviser must update Part 1 of its Form ADV at least annually (within 90 days of their fiscal year end), or more often under certain circumstances (e.g., certain disciplinary actions or changes to an adviser’s services or contact information).⁶⁹

The Commission recently amended Part 2 substantially.⁷⁰ Part 2 contains two sub-parts, Part 2A and Part 2B. Part 2A contains the requirements for the disclosure “brochure” that advisers must provide to prospective clients initially and to existing clients annually, and Part 2B contains information about the advisory personnel providing

⁶⁵ See Advisers Act Rules 203-1 and 204-1. Form ADV also is used by state securities regulators to register investment advisers. Advisers may withdraw from registration by filing a Form ADV-W. See Advisers Act Section 203(h). Form ADV-W requires an adviser to provide certain basic information regarding matters such as custody of client assets, money owed to clients, assignment of advisory contracts and the adviser’s financial condition, all of which are at ensuring an orderly wind down of the adviser’s business.

⁶⁶ The IARD is operated by FINRA. NSMIA led to a joint agreement among the Commission, state regulators and the NASD to develop the IARD. See Section II.C.1 *infra* for more info.

⁶⁷ The IAPD is available on the Commission’s website, at <http://www.adviserinfo.sec.gov>. The Commission recently adopted amendments to Part 2 to require, among other things, that registrants file it electronically. Investment advisers are required to submit Form ADV Part 2 as part of their next annual updating amendment, or upon initial registration. See *Amendments to Form ADV*, Investment Advisers Act Release No. 3060 (July 28, 2010) (“Release 3060”). The Commission has brought enforcement actions against advisers alleging that the advisers failed to properly update the Form. See, e.g., *In the Matter of C&G Asset Management, Inc.*, Investment Advisers Act Release No. 1536 (Nov. 9, 1995) (settled order).

⁶⁸ The Commission is required to grant registration or institute a proceeding to determine whether registration should be denied within 45 days of the complete Form ADV filing. Advisers Act Section 203(c)(2).

⁶⁹ See Advisers Act Rule 204-1.

⁷⁰ See Release 3060, *supra* note 67.

clients with investment advice.⁷¹ Part 2A contains 18 disclosure items about the advisory firm that must be included in an adviser's brochure (the "firm brochure"). Much of the disclosure in Part 2A addresses an investment adviser's conflicts of interest with its clients, and is disclosure that the adviser, as a fiduciary, must make to clients in some manner regardless of the form requirements.⁷² For example, Part 2A requires information about the adviser's:

- Range of fees;
- Methods of analysis;
- Investment strategies and risk of loss;
- Brokerage, including trade aggregation policies and directed brokerage practices, as well as use of soft dollars;
- Review of accounts;
- Client referrals and other compensation;
- Disciplinary history; and
- Financial information, among other things.⁷³

Part 2B is the "brochure supplement," which includes information about certain advisory personnel on whom clients may rely for investment advice, including their

⁷¹ The Commission's recent amendments to Part 2 included a requirement that Commission-registered investment advisers provide prospective and existing clients with a narrative brochure written in plain English. See Release 3060, supra note 67. All investment advisers registered with the Commission as of December 31, 2010, and having a fiscal year ending on December 31, 2010 through April 30, 2011, have until July 31, 2011, to begin delivering brochure supplements to new and prospective clients. These advisers have until September 30, 2011 to deliver brochure supplements to existing clients. Existing registered investment advisers with fiscal years ending after April 30, 2011 must deliver brochure supplements to existing clients within 60 days of filing the annual updating amendment.

All newly registered investment advisers filing their applications for registration from January 1, 2011 through April 30, 2011, have until May 1, 2011 to begin delivering brochure supplements to new and prospective clients. These advisers have until July 1, 2011 to deliver brochure supplements to existing clients. Newly registered investment advisers filing applications for registration after April 30, 2011 must deliver brochure supplements to clients upon registration.

⁷² See Release 3060, supra note 67, at 9.

⁷³ See Part 2A of Form ADV.

educational background, disciplinary history, and the adviser's supervision of the advisory activities of its personnel.⁷⁴

A Commission-registered investment adviser must provide its prospective clients with a current firm brochure before or at the time it enters into an advisory contract with them.⁷⁵ Advisers must annually provide to each client to whom they must deliver a firm brochure either: (i) a copy of the current (updated) firm brochure that includes or is accompanied by the summary of material changes that have occurred since their last brochure to clients; or (ii) a summary of material changes that have occurred since their last brochure to clients that includes an offer to provide a copy of the current firm brochure.⁷⁶ Each adviser must make this annual delivery no later than 120 days after the end of its fiscal year.⁷⁷ Advisers may deliver: (i) the firm brochure and a summary of material changes; or (ii) a summary of material changes, along with an offer to provide the firm brochure to clients electronically in accordance with the Commission's guidelines regarding electronic delivery of information.⁷⁸

⁷⁴ See Instruction 5 of General Instructions for Form ADV. Registrants are not required to file Part 2B electronically, but must preserve a copy of the supplement(s) and make them available upon request.

⁷⁵ See Advisers Act Rule 204-3. The rule does not require advisers to deliver brochures to certain advisory clients receiving only impersonal investment advice for which the adviser charges less than \$500 per year, or to clients that are investment companies registered under the Investment Company Act of 1940 ("Investment Company Act") or business development companies provided that the advisory contract with such a company meets the requirements of Investment Company Act Section 15(c), which requires a board of directors to request, and the adviser to furnish, information to enable the board to evaluate the terms of the proposed advisory contract. Finally, an adviser does not have to prepare (or file with the Commission) a brochure if it does not have any clients to whom a brochure must be delivered. See Instruction 7 for Part 2A of Form ADV.

⁷⁶ See Advisers Act Rule 204-3(b) and Instruction 2 of Part 2A of Form ADV. The offer also must be accompanied by a website address (if available) and a telephone number and e-mail address (if available) for obtaining the complete brochure pursuant to the Instructions for Part 2, as well as the website address for obtaining information about the adviser through the IAPD. Advisers Act Rule 204-2 also requires the adviser choosing this approach to preserve a copy of the summary of material changes, so that the Commission's examination staff has access to such separately provided summaries. See Advisers Act Rule 204-2(a)(14)(i).

⁷⁷ See Advisers Act Rule 204-3(b) and Instruction 2 for Part 2A of Form ADV.

⁷⁸ See Release 3060, *supra* note 67. Use of Electronic Media by Broker-Dealers, Transfer Agents, and Investment Advisers for Delivery of Information, Investment Advisers Act Release No. 1562 (May 9, 1996).

An adviser that does not include, and therefore file, its summary of material changes as part of its firm brochure (on the cover page or the page immediately following the cover) must file its summary as an exhibit, included with its firm brochure when it files its annual updating amendment with the Commission, so that the summary of material changes is available to the public through the IAPD website. See Instruction 6 for Part 2A of Form ADV. The adviser must upload its firm brochure and the summary (as an exhibit) together in a single, text-searchable file in Adobe Portable Document Format (PDF) on IARD. See Instruction 6 for Part 2A of Form ADV.

Use of Solicitors

Advisers Act Rule 206(4)-3 regulates a Commission-registered investment adviser's use of persons to solicit clients and prospective clients for advisory services. The Commission adopted Advisers Act Rule 206(4)-3 in recognition of the inherent conflicts of interest that can be present in arrangements in which an individual receives cash compensation, even on a fully disclosed basis, for referring others to an investment adviser.⁷⁹ Advisers Act Rule 206(4)-3 makes it unlawful for any investment adviser that is required to be registered with the Commission to pay a cash fee to a person who solicits clients for the adviser unless, among other things, the investment adviser and the solicitor enter into a written agreement requiring the solicitor to provide certain disclosure to prospective clients. The adviser has an obligation under Rule 206(4)-3 to make a bona fide effort to ascertain whether the solicitor has complied with the agreement, and has a reasonable basis for believing that the solicitor has so complied. The adviser must receive from the prospective client, prior to, or at the time of, entering into any written or oral investment advisory contract with such client, a signed and dated acknowledgment of receipt of the investment adviser's written disclosure statement and the solicitor's written disclosure document.⁸⁰ A solicitor cannot be subject to a statutory disqualification.⁸¹ Thus, investment advisers cannot pay cash fees to solicitors unless they meet conditions designed to address the conflicts of interest concerns that are raised by these payments.

b) Regulation Related to the Provision of Personalized Investment Advice to Advisory Clients

Legal Obligations towards Advisory Clients

The Supreme Court has construed Advisers Act Section 206(1) and (2) as establishing a federal fiduciary standard governing the conduct of advisers.⁸² The

⁷⁹ See, e.g., Requirements Governing Payments of Cash Referral Fees by Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. 615 (Feb. 2, 1978) (proposing Advisers Act Rule 206(4)-3) and Investment Advisers Act Release No. 688 (July 12, 1979) (adopting Advisers Act Rule 206(4)-3).

⁸⁰ Id. (contains a discussion of an adviser's obligation to supervise cash solicitors acting on its behalf).

⁸¹ For example, the solicitor cannot be subject to a Commission order under Advisers Act Section 203(f), convicted within the past 10 years of certain felonies or misdemeanors set forth in Advisers Act Sections 203(e)(2)(A)-(D), found by the Commission to have engaged or been convicted of engaging in certain violative conduct set forth in Advisers Act Section 203(e), or be subject to an order, judgment or decree described in Advisers Act Section 203(e)(3).

⁸² SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 194 (1963). See also Transamerica Mortgage Advisors, Inc., 444 U.S. 11, 17 (1979) ("[T]he Act's legislative history leaves no doubt that Congress intended to impose enforceable fiduciary obligations.").

adviser's fiduciary duty is enforceable under Advisers Act Sections 206(1) and (2),⁸³ which prohibit an adviser from "employ[ing] any device, scheme, or artifice to defraud any client or prospective client" and from engaging in "any transaction, practice or course of business which operates as a fraud or deceit on any client or prospective client."

Under the Advisers Act, an adviser is a fiduciary. This fiduciary standard applies to the investment adviser's entire relationship with its clients and prospective clients, imposes upon investment advisers the "affirmative duty of 'utmost good faith, and full and fair disclosure of all material facts,' as well as an affirmative obligation to 'employ reasonable care to avoid misleading'" their clients and prospective clients.⁸⁴

Fundamental to the federal fiduciary standard are the duties of loyalty and care.⁸⁵ The duty of loyalty requires an adviser to serve the best interests of its clients, which includes an obligation not to subordinate the clients' interests to its own.⁸⁶ An adviser's duty of care requires it to "make a reasonable investigation to determine that it is not basing its recommendations on materially inaccurate or incomplete information."⁸⁷

The Commission, the staff, and the courts have articulated guidance on these duties over time through rules, interpretive statements, and orders issued in enforcement actions. This guidance has addressed, among other things, disclosure of conflicts of interest, suitability and reasonable basis for investment advice, and principal trading and cross trading.

Disclosure of Conflicts of Interest

As part of its fiduciary duty, an adviser must fully disclose to its clients all material information that is intended "to eliminate, or at least expose, all conflicts of interest which might incline an investment adviser—consciously or unconsciously—to render advice which was not disinterested."⁸⁸ The Commission has brought enforcement actions alleging advisers' failures to disclose their conflicts of interest.⁸⁹ Under the

⁸³ See *Transamerica*, 444 U.S., *supra* note 82.

⁸⁴ See *Capital Gains*, 375 U.S., *supra* note 82 at 191-192.

⁸⁵ See, e.g., *Proxy Voting by Investment Advisers*, Investment Advisers Act Release No. 2106 (Jan. 31, 2003 ("Release 2106").

⁸⁶ *Id.* See also e.g., Release 3060, *supra* note 67.

⁸⁷ See *Concept Release on the U.S. Proxy System*, Investment Advisers Act Release No. 3052 (July 14, 2010) ("Release 3052") at 119.

⁸⁸ *Capital Gains*, *supra* note 82.

⁸⁹ See, e.g., *In the Matter of Ronald Speaker, et al.*, Investment Advisers Act Release No. 1605 (Jan. 13, 1997) (settled order); and *In the Matter of Kidder Peabody & Co., Inc., et al.*, Advisers Act Release No. 232 (Oct. 16, 1968) (settled order) ("Release 232"). The Commission also has brought enforcement actions alleging that an adviser failed to disclose conflicts of interest. See, e.g., Release 3090, *supra* note 48; *In the Matter of Fidelity Management Research Company*,

antifraud provisions of the Advisers Act, an investment adviser must disclose material facts to its clients and prospective clients whenever the failure to do so would defraud or operate as a fraud or deceit upon any such person.⁹⁰ The adviser's fiduciary duty of disclosure is a broad one, and delivery of the adviser's brochure alone may not fully satisfy the adviser's disclosure obligations.⁹¹

The duty to disclose material facts applies to conflicts of interest—or potential conflicts of interest—that arise during an adviser's relationship with a client. Therefore, the type of required disclosure will depend on the facts and circumstances. As a general matter, an adviser must disclose all material facts regarding the conflict so that the client can make an informed decision whether to enter into or continue an advisory relationship with the adviser.⁹² For example, if an adviser selects or recommends other advisers for clients, it must disclose any compensation arrangements or other business relationships between the advisory firms, along with the conflicts created, and explain how it addresses these conflicts.⁹³ In addition, the Commission has brought numerous enforcement

Investment Advisers Act Release No. 2713 (Mar. 5, 2008) (settled order); Monetta Financial Services, Inc. v. SEC, 390 F.3d 952 (2d Cir. 2004); In the Matter of Jamison, Eaton & Wood, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2129 (May 15, 2003) (settled order); In the Matter of Deutsche Asset Management, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2160 (Aug. 19, 2003) (settled order); In the Matter of Joan Conan, Investment Advisers Act Release No. 1446 (Sept. 30, 1994) (settled order); In the Matter of Kemper Financial Services, Inc., Investment Advisers Act Release No. 1494 (June 6, 1995) (settled order); and In the Matter of Mark Bailey & Co., et al., Investment Advisers Act Release No. 1105 (Feb. 24, 1988) (settled order) ("Release 1105").

See also General Instruction 3 to Part 2 of Form ADV: "Under federal and state law, you are a fiduciary and must make full disclosure to your *clients* of all material facts relating to the advisory relationship. As a fiduciary, you also must seek to avoid conflicts of interest with your clients, and, at a minimum, make full disclosure of all material conflicts of interest between you and your *clients* that could affect the advisory relationship. This obligation requires that you provide the client with sufficiently specific facts so that the client is able to understand the conflicts of interest you have and the business practices in which you engage, and can give informed consent to such conflicts or practices or reject them. To satisfy this obligation, you therefore may have to disclose to *clients* information not specifically required by Part 2 of Form ADV or in more detail than the brochure items might otherwise require. You may disclose this additional information to *clients* in your *brochure* or by some other means."

⁹⁰ See Capital Gains, supra note 82. The recent amendments to Part 2 of Form ADV require advisers to respond to a number of disclosure items about conflicts of interest. For example, Item 10 of Part 2A requires an adviser to disclose other financial industry activities and affiliations, any material conflicts of interest that these relationships create and how the adviser addresses these conflicts. See Release 3060, supra note 67.

⁹¹ See Instruction 3 of General Instructions for Part 2 of Form ADV; Advisers Act Rule 204-3(f). See also Release 3060, supra note 67.

⁹² See Release 3060, supra note 67 ("the disclosure clients and prospective clients receive is critical to their ability to make an informed decision about whether to engage an adviser and, having engaged the adviser, to manage that relationship.")

⁹³ See Item 10 of Form Part 2A. The Commission has brought enforcement actions charging advisers with alleged failures to make such disclosures. See, e.g., In the Matter of Morgan Stanley

actions alleging that the advisers unfairly allocated client trades to preferred clients without making adequate disclosure.⁹⁴

Advisers also must disclose their policies and practices with respect to their receipt of research and other “soft dollar” benefits in connection with client securities transactions.⁹⁵ The Commission has brought enforcement actions against advisers that allegedly recommended to clients, or bought or sold for clients, securities in which the adviser or a related person had an undisclosed material financial interest.⁹⁶

Principal and Cross Trading Requirements

Advisers are restricted by Advisers Act Section 206(3) when entering into principal and agency-cross trades with their clients. Advisers Act Section 206(3) is intended to address the potential for self-dealing that could arise when an investment adviser acts as principal in transactions with clients, such as through price manipulation

& Co., Incorporated, Investment Advisers Act Release No. 2904 (July 20, 2009) (settled order); In the Matter of Yanni Partners, Inc., et al., Investment Advisers Act Release No. 2642 (Sept. 5, 2007) (settled order).

⁹⁴ See, e.g., In the Matter of Nevis Capital Management, LLC, Investment Advisers Act Release No. 2214 (Feb. 9, 2004) (settled order); In the Matter of The Dreyfus Corporation, et al., Investment Advisers Act Release No. 1870 (May 10, 2000) (settled order); In the Matter of Account Management Corporation, Investment Advisers Act Release No. 1529 (Sept. 29, 1995) (settled order). The Commission also has brought numerous enforcement actions against advisers that allegedly unfairly allocated trades to their own accounts and allocated less favorable or unprofitable trades to their clients’ accounts. See, e.g., In the Matter of Nicholas-Applegate Capital Management, Investment Advisers Act Release No. 1741 (Aug. 12, 1998) (settled order); In the Matter of Timothy J. Lyons, Investment Advisers Act Release No. 1882 (June 20, 2000) (settled order) and SEC v. Lyons, 57 S.E.C. 99 (2003); and SEC v. Alan Brian Bond, et al., Litigation Release No. 18923 (Civil Action No. 99-12092 (S.D.N.Y.) (Oct. 7, 2004).

⁹⁵ See Item 12 of Form ADV Part 2A. Advisers often seek research and other products or services from external sources, and particularly from broker-dealers. Although advisers may use their own assets—such as revenues derived from their advisory fees—to purchase such research and services, advisers typically pay for research and other services with a portion of the brokerage commissions paid by clients, a practice referred to as “soft dollars.” The use of soft dollars creates a conflict of interest for an investment adviser because the adviser is obtaining brokerage and research services with client commissions instead of purchasing those services with its own funds. See Commission Guidance Regarding Client Commission Practices Under Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934, Exchange Act Release No. 54165 (July 18, 2006) (“2006 Soft Dollar Release”). The 2006 Soft Dollar Release superseded parts (but not all) of the 1986 Soft Dollar Release. In particular, the 2006 Soft Dollar Release does not replace Section IV of the 1986 Release, cited *infra*, which discusses an investment adviser’s disclosure obligations.

⁹⁶ The Commission has brought enforcement actions against advisers alleging that the advisers did not adequately disclose soft dollar arrangements and related conflicts. See, e.g., In the Matter of Schultze Asset Management LLC, Investment Advisers Act Release No. 2633 (Aug. 15, 2007) (settled order); In the Matter of Rudney Associates, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2300 (Sept. 21, 2004) (settled order).

or the dumping of unwanted securities into client accounts.⁹⁷ Section 206(3) makes it unlawful for an adviser, acting as principal for his own account, knowingly to sell any security to or purchase any security from a client, or acting as broker for a person other than such client, knowingly to effect any sale or purchase of any security for the account of such client, without disclosing to such client in writing before the completion of such transaction the capacity in which he is acting and obtaining the consent of the client to the transaction.⁹⁸ The Commission staff has taken the position that the adviser must disclose not only the capacity in which the adviser is acting, but also any compensation that the adviser receives for its role in such transaction.⁹⁹

⁹⁷ See Investment Trusts and Investment Companies: Hearings on S. 3580 Before the Subcomm. of the Comm. on Banking and Currency, 76th Cong., 3d Sess. 320-22 (1940).

⁹⁸ Section 206(3) provides that the prohibitions do not apply to any transaction with a customer of a broker-dealer if the broker-dealer is not acting as an investment adviser in relation to the transaction. The Commission has applied Section 206(3) not only to principal transactions engaged in or effected by any adviser, but also when an adviser causes a client to enter into a principal transaction that is effected by a broker-dealer that controls, is controlled by, or is under common control with, the adviser (a "control affiliate"). See Interpretation of Section 206(3) of the Advisers Act of 1940, Investment Advisers Act Release No. 1732, at n.3 (July 17, 1998) ("Release 1732"). The Commission has brought enforcement actions alleging violations of Section 206(3) against investment advisers that have effected principal transactions, including "riskless principal transactions," through control affiliates without complying with the disclosure and consent requirements of Section 206(3). See, e.g., In the Matter of Rothschild Investment Corporation, Investment Advisers Act Release No. 1714 (Apr. 13, 1998) (settled order); In the Matter of Stern Fisher Edwards Inc., Investment Advisers Act Release No. 1803 (June 18, 1999) (settled order); In the Matter of ABN AMRO-NSM International Funds Management, B.V., Investment Advisers Act Release No. 1767 (Sept. 30, 1998) (settled order); In the Matter of Calamos Asset Management, Investment Advisers Act Release No. 1589 (Oct. 16, 1996) (settled order); and In the Matter of Concord Investment Co., Investment Advisers Act Release No. 1585 (Sept. 27, 1996) (settled order).

The Commission staff has stated that whether Section 206(3) applies to transactions between an adviser's client and an unregistered pool investment vehicle in which the adviser has an ownership interest depends upon all of the facts and circumstances. The Commission staff also has stated that a transaction between a client account and a pooled investment vehicle of which the investment adviser and/or its controlling persons, in the aggregate, own 25% or less should not implicate Advisers Act Section 206(3). See Gardner Russo & Gardner, SEC Staff No-Action Letter (June 7, 2006).

The Commission has brought enforcement actions asserting violations of Section 206(3) by advisers and their principals when the advisers effected transactions between their advisory clients and accounts in which the principals of the advisers held significant ownership interests. See SEC v. Beacon Hill Asset Management, LLC, Litigation Release No. 18950 (Oct. 28, 2004); and In the Matter of Gintel Asset Management, Investment Advisers Act Release No. 2079 (Nov. 8, 2002) (settled order).

⁹⁹ See, e.g., Release 1092, *supra* note 53 and Opinion of Director of Trading and Exchange Division, Investment Advisers Act Release No. 40 (Feb. 5, 1945) ("Release 40").

For purposes of Section 206(3), the Commission interprets “before the completion of the transaction” to mean by settlement of the transaction.¹⁰⁰ But in order for post-execution, pre-settlement consent to comply with Section 206(3), the adviser must provide both sufficient disclosure for a client to make an informed decision, and the opportunity for the client to withhold consent.¹⁰¹ While the disclosure must be in writing, Section 206(3) does not require that the client’s consent be in writing. Written disclosure must be provided and consent must be obtained separately for each transaction, *i.e.*, a blanket consent for transactions is not sufficient.¹⁰²

Compliance with the disclosure and consent provisions of Advisers Act Section 206(3) provision alone does not satisfy an adviser’s fiduciary obligations with respect to a principal trade. The Commission has stated that Section 206(3) must be read together with Advisers Act Sections 206(1) and (2) to require that the adviser disclose additional facts necessary to alert the client to the adviser’s potential conflict of interest in the principal trade.¹⁰³

The Commission has adopted less rigorous requirements for engaging in agency-cross trades (*i.e.*, where the adviser is also a broker-dealer and executes the client’s orders by crossing the orders with orders of non-advisory clients) by relaxing the prior disclosure and consent requirement for each such trade.¹⁰⁴ At times it may benefit the client for an adviser to engage in an agency-cross trade. For example, agency-cross trades can save brokerage commissions and other transaction costs. Advisers Act Rule 206(3)-2 permits these agency-cross transactions without requiring the adviser to provide transaction-by-transaction disclosure to the client if, among other things:

¹⁰⁰ See Release 1732, supra note 98.

¹⁰¹ Id.

¹⁰² See Release 40, supra note 99. The Commission has brought enforcement actions against investment advisers for allegedly violating Advisers Act Section 206(3) when they entered into principal transactions with their clients using only prior blanket disclosures and consents. See, e.g., In the Matter of Stephens, Inc., Investment Advisers Act Release No. 1666 (Sept. 16, 1997) (settled order); In the Matter of Clariden Asset Management (New York) Inc., Investment Advisers Act Release No. 1504 (July 10, 1995) (settled order).

Under Advisers Act Rule 206(3)-1, the notice and consent provisions of Section 206(3) do not apply to any transaction in which the broker-dealer is acting as investment adviser solely (1) by means of publicly distributed written materials or publicly made oral statements; (2) by means of written materials or oral statements which do not purport to meet the needs of specific individuals or accounts; (3) through the issuance of certain statistical information; or (4) any combination of the foregoing services. See also Temporary Rule Advisers Act 206(3)-3T which provides an alternative means of compliance with Section 206(3) for advisers that also are registered broker-dealers.

¹⁰³ See Release 1732, supra note 98.

¹⁰⁴ See Release 1732, supra note 98 (stating that an adviser is not “acting as broker” within the meaning of Advisers Act Section 206(3) if the adviser receives no compensation (other than its advisory fee) for effecting a particular agency transaction between advisory clients).

- the client has executed a written consent after receiving full disclosure of the conflicts involved, which must be renewed each year;
- the adviser (or any other person relying on Rule 206(3)-2) provides a written confirmation to the client at or before the completion of each transaction providing, among other things, the source and amount of any remuneration it received;
- the adviser (or any other person relying on Rule 206(3)-2) provides the client with an annual summary of all agency cross transactions; and
- the disclosure document and each confirmation conspicuously disclose that consent may be revoked at any time.¹⁰⁵

The rule does not apply to a transaction when the adviser or the adviser and any person controlling, controlled by, or under common control with the adviser recommended the transaction to both the purchaser and seller. The rule does not relieve advisers from the duty to act in the best interests of their clients, including the duty to seek to obtain best price and execution for any transaction.¹⁰⁶

Effecting cross-trades between clients (where a third-party broker is used) is not specifically addressed by the Advisers Act, but the Commission has brought enforcement actions against investment advisers alleging that the advisers failed to seek best execution in securities transactions for certain advisory clients because of an undisclosed trading practice involving cross trades between client accounts.¹⁰⁷ Cross trades involve potential conflicts of interest (because the adviser could favor one client over another; the adviser's duty of loyalty requires it to act in the best interests of each client). The Commission has brought enforcement actions alleging an adviser's failure to fulfill this obligation.¹⁰⁸

Suitability and Reasonable Basis

Investment advisers owe their clients the duty to provide only suitable investment advice.¹⁰⁹ To fulfill the obligation, an adviser must make a reasonable determination that

¹⁰⁵ Advisers Act Rule 206(3)-2.

¹⁰⁶ See Agency Cross Transactions for Advisory Clients, Investment Advisers Act Release No. 589 (June 1, 1977) (adopting Rule 206(3)-2).

¹⁰⁷ See, e.g., In the Matter of Renberg Capital Management, Inc., et al., Investment Advisers Act Release No. 2064 (Oct. 1, 2002) (settled order) ("Release 2064").

¹⁰⁸ See, e.g., In the Matter of David A. King, et al., Investment Advisers Act Release No. 1391 (Nov. 9, 1993) (settled order).

¹⁰⁹ See Status of Investment Advisory Programs under the Investment Company Act of 1940, Investment Company Act Release No. 22579 (Mar. 24, 1997) (in the context of adopting a final rule providing for a non-exclusive safe harbor from the definition of investment company for

the investment advice provided is suitable for the client based on the client's financial situation and investment objectives.

In addition, as a fiduciary, an investment adviser has "a duty of care requiring it to make a reasonable investigation to determine that it is not basing its recommendations on materially inaccurate or incomplete information."¹¹⁰ The investment adviser must disclose its investment process to clients. For example, Item 8 of Form ADV Part 2A requires an investment adviser to describe its methods of analysis and investment strategies, among other things. This item also requires that an adviser explain the material risks involved for each significant investment strategy or method of analysis it uses and particular type of security it recommends, with more detail if those risks are significant or unusual.¹¹¹

Best Execution

Investment advisers have an obligation to seek best execution of clients' securities transactions where they have the responsibility to select broker-dealers to execute client trades (typically in the case of discretionary accounts).¹¹² In meeting this obligation, an adviser must seek to obtain the execution of transactions for each of its clients in such a manner that the client's total cost or proceeds in each transaction are the most favorable under the circumstances.¹¹³

When seeking best execution, an adviser should consider the full range and quality of a broker's services when selecting broker-dealers to execute client trades,

certain investment advisory programs), citing to Suitability of Investment Advice Provided by Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. 1406 (Mar. 16, 1994) (proposing a rule under the Advisers Act Section 206(4)'s antifraud provisions that would expressly require advisers to give clients only suitable advice; the rule would have codified existing suitability obligations of advisers) ("Release 1406").

¹¹⁰ See Release 3052, supra note 87.

¹¹¹ The Commission has brought enforcement actions alleging omissions and misrepresentations regarding investment strategies. See, e.g., In the Matter of George F. Fahey, Investment Advisers Act Release No. 2196 (Nov. 24, 2003) (settled order); and In the Matter of Gary L. Hamby, et al., Investment Advisers Act Release No. 1668 (Sept. 22, 1997) (settled order).

¹¹² See Advisers Act Rule 206(3)-2(c) (acknowledging adviser's duty of best execution of client transactions). See also 2006 Soft Dollar Release, supra note 95 (stating that investment advisers have "best execution obligations"). See also Release 3060, supra note 67.

¹¹³ See 1986 Soft Dollars Release, cited infra. The Commission has brought enforcement actions alleging failure to seek best execution. See, e.g., In the Matter of Value Line, Inc. et al., Investment Advisers Act Release No. 3100 (Nov. 2, 2010) (settled order); In the Matter of Fidelity Management Research Company, Investment Advisers Act Release No. 2713 (Mar. 5, 2008) (settled order); Release 2064, supra note 107; In the Matter of Portfolio Advisory Services, LLC, Investment Advisers Act Release No. 2038 (June 20, 2002) (settled order); In the Matter of Sage Advisory Services LLC, Investment Advisers Act Release No. 1954 (July 27, 2001) (settled order); In the Matter of Fleet Investment Advisors, Inc., Investment Advisers Act Release No. 1821 (Sept. 9, 1999) ("Release 1821"); Release 232, supra note 89.

including, among other things, the broker's execution capability, commission rate, financial responsibility, responsiveness to the adviser, and the value of any research provided.¹¹⁴ An investment adviser should "periodically and systematically" evaluate the execution it is receiving for clients.¹¹⁵

The Advisers Act does not prohibit advisers from using an affiliated broker to execute client trades or from directing brokerage to certain brokers. However, the adviser's use of such an affiliate involves a conflict of interest that must be disclosed to the adviser's client.¹¹⁶ To this end, Item 12 of Part 2A of Form ADV also requires an adviser to describe any relationship with a broker-dealer to which the brokerage may be directed that creates a material conflict of interest.¹¹⁷

- Aggregation of Orders

Clients engaging an adviser can benefit when the adviser aggregates trades to obtain volume discounts on execution costs.¹¹⁸ The staff takes the position that an adviser, when directing orders for the purchase or sale of securities, may aggregate or "bunch" those orders on behalf of two or more of its accounts, so long as the bunching is done for the purpose of achieving best execution, and no client is advantaged or disadvantaged by the bunching.¹¹⁹ Item 12 of Part 2A of Form ADV requires the adviser to describe whether and under what conditions it aggregates trades; if the adviser does not aggregate trades when it has the opportunity to do so, the adviser must explain in the brochure that clients may therefore pay higher brokerage costs.

Advertising

Advertising by investment advisers is subject both to the general antifraud provisions in Advisers Act Sections 206(1) and (2) and to specific prohibitions and

¹¹⁴ See Interpretive Release Concerning the Scope of Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934 and Related Matters, Exchange Act Release No. 23170 (Apr. 23, 1986) ("1986 Soft Dollar Release").

¹¹⁵ Id.

¹¹⁶ See 1986 Soft Dollar Release, supra note 114. The Commission has brought enforcement actions charging advisers with defrauding their clients for failing to disclose that they directed their brokerage commissions in return for client referrals. See, e.g., In the Matter of Jamison, Eaton & Wood, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2129 (May 15, 2003) (settled order); In the Matter of Duff & Phelps Investment Management Co., Inc., Investment Advisers Act Release No. 1984 (Sept. 28, 2001) (settled order); Release 1821, supra note 113; In the Matter of MPI Investment Management, et al., Investment Advisers Act Release No. 1876 (June 12, 2000) (settled order); and Release 1105, supra note 89.

¹¹⁷ See Item 12.A.3.a of Part 2A.

¹¹⁸ See Release 3060, supra note 67.

¹¹⁹ See SMC Capital, Inc., SEC Staff No-Action Letter (Sept. 5, 1995).

restrictions under Advisers Act Rule 206(4)-1. Rule 206(4)-1 generally prohibits any investment adviser that is registered or required to be registered under the Advisers Act from using any advertisement that contains any untrue statement of a material fact or is otherwise false or misleading.¹²⁰

As the Commission stated in adopting Advisers Act Rule 206(4)-1, “when considering the provisions of the rule it should be borne in mind that investment advisers are professionals and should adhere to a stricter standard of conduct than that applicable to merchants, securities are “intricate merchandise,” and clients or prospective clients of investment advisers are frequently unskilled and unsophisticated in investment matters.”¹²¹ While investment advisers are prohibited under Advisers Act Sections 206(1) and (2) from making any communications to clients that are misleading, the prohibitions in Rule 206(4)-1 apply only to “advertisements” by advisers, which the Commission defines generally as written (including electronic) or broadcast communications to more than one person that offer advisory services.¹²²

The Commission staff considers an advertisement containing performance information misleading if it implies, or if a reader would infer from it, something about an adviser’s competence or possible future investment results that would be unwarranted if the reader knew all of the facts.¹²³ The staff has provided extensive guidance

¹²⁰ Advisers Act Rule 206(4)-1. The Commission has brought enforcement actions against advisers for false or misleading advertising. See, e.g., In the Matter of Warwick Capital Management, Investment Advisers Act Release Nos. 2694 (Jan. 16, 2008) and 2530 (July 6, 2006) (“Warwick Capital”); In the Matter of First Command Financial Planning, Inc., Securities Act Release No. 8513 (Dec. 15, 2004) (settled order); In the Matter of Justin S. Mazzon d/b/a American Blue Chip Investment Management, Investment Advisers Act Release No. 2145 (July 14, 2003) (settled order); In the Matter of LBS Capital Management, Inc., Investment Advisers Act Release No. 1644 (July 18, 1997) (settled order); SEC v. C.R. Richmond & Co., 565 F.2d 1101, 1104 (9th Cir. 1977).

¹²¹ Adoption of Rule 206(4)-1 under the Investment Advisers Act of 1940, Investment Advisers Act Release No. 121 (Nov. 2, 1961) (“Release 121”).

¹²² Advisers Act Rule 206(4)-1(b) defines advertisement for purposes of the rule as

[a]ny notice circular, letter or other written communication addressed to more than one person, or any notice or other announcement in any publication or by radio or television, which offers (1) any analysis, report or publication concerning securities, or which is to be used in making any determination as to when to buy or sell any security, or which security to buy or sell, or (2) any graph, chart, formula or other device to be used in making any determination as to when to buy or sell any security, or which security to buy or sell, or (3) any other investment advisory service with regard to securities.

A communication covered by the rule may be made to new clients or to existing clients where the purpose is to induce them to renew their advisory contract or subscription. See Spear & Staff, 42 S.E.C. 549 (1965).

¹²³ See, e.g., Clover Capital Management, Inc., SEC Staff No-Action Letter (Oct. 28, 1986).

concerning the circumstances under which adviser investment performance information would or would not be considered misleading.¹²⁴ Advisers registered with the Commission must maintain records substantiating any performance claimed in an advertisement or other communication that goes to ten or more persons.¹²⁵

In addition to that general prohibition, Advisers Act Rule 206(4)-1 also contains specific provisions that prohibit such an investment adviser from directly or indirectly, publishing, circulating or distributing an advertisement that:

- Refers to any testimonial concerning an investment adviser or its services;¹²⁶
- Refers to past specific recommendations made by the adviser, which were or would have been profitable to any person, except under specified circumstances;¹²⁷
- Represents that any graph, chart, formula or other device can, in and of itself, be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them, without disclosing the limitations thereof and the difficulties with respect to its use; or¹²⁸
- Refers to any report, analysis, or service as free, unless it actually is free and without condition or obligation.¹²⁹

¹²⁴ See, e.g., Horizon Asset Management, SEC Staff No-Action Letter (Sept. 13, 1996); J.P. Morgan Investment Management Inc., SEC Staff No-Action Letter (May 7, 1996).

¹²⁵ Advisers Act Rule 204-2(a)(16). See, e.g., Warwick Capital, *supra* note 120.

¹²⁶ Advisers Act Rule 206(4)-1(a)(1). The Commission staff has stated that testimonials include any statement of a client's experience with, or endorsement of, an adviser. See DALBAR, Inc., SEC Staff No-Action Letter (Mar. 24, 1998). In addition, the Commission staff has taken the position that an advertisement containing a partial client list was not a testimonial within the meaning of Rule 206(4)-1(a)(1), and agreed not to recommend enforcement action under Advisers Act Section 206(4) and Advisers Act Rule 206(4)-1(a)(5) if an adviser distributed an advertisement that contained a partial client list if the selection criteria were objective and unrelated to the performance of the clients' accounts, and the advertisement contained certain disclosure and a disclaimer. See, e.g., Cambiar Investors, Inc., SEC Staff No-Action Letter (Aug. 28, 1997).

¹²⁷ Advisers Act Rule 206(4)-1(a)(2). The rule requires that if the adviser refers to past specific recommendations, it must set out a list of all recommendations made by the adviser during the preceding year that contain certain information specified in the rule. The Commission staff has taken the view that in certain circumstances, advisers could provide reports to prospective and existing clients that identified some, but not all, past specific recommendations under conditions designed to ensure that the reports did not raise the dangers that Advisers Act Rule 206(4)-1(a)(2) was designed to prevent. See, e.g., The TCW Group Inc., SEC Staff No-Action Letter (Nov. 7, 2008) and Franklin Management, Inc., SEC Staff No-Action Letter (Dec. 10, 1998).

¹²⁸ Advisers Act Rule 206(4)-1(a)(3).

¹²⁹ Advisers Act Rule 206(4)-1(a)(4).

The use of testimonials is prohibited because of the Commission's concern that they will create a misleading inference that all of the adviser's clients will experience such favorable results.¹³⁰ Similarly, the limitations on references to past recommendations are aimed at preventing the adviser from selectively emphasizing profitable recommendations and therefore misleading potential clients.¹³¹

Additional Substantive Requirements

Advisers Act Section 206 generally prohibits an investment adviser (whether registered or exempt from registration) from engaging in fraudulent, deceptive, or manipulative activities. Advisers Act Section 206(4) provides the Commission with rulemaking authority to define such activities and prescribe reasonable means to prevent them. The following sections provide additional examples of investment adviser regulation intended to promote the adviser's fiduciary duties and to protect advisory clients, including examples of specific rules adopted under Advisers Act Section 206(4) (e.g., custody, compliance, and proxy voting).

In addition, the following sections also discuss other Advisers Act requirements, including recordkeeping, supervision, disclosure of disciplinary history, contractual requirements, and remedies.

Recordkeeping

Advisers that are registered or required to be registered under the Advisers Act are subject to recordkeeping requirements. Generally, Advisers Act Rule 204-2 requires an adviser to maintain business accounting records as well as various specified records that relate to its advisory business. For example, advisers must maintain, among other things, the following:

- General and auxiliary ledgers reflecting asset, liability, reserve, capital, income and expense accounts;
- A memorandum of any order given and instructions received by the adviser from clients for the purchase, sale, delivery or receipt of securities

¹³⁰ See Release 121, *supra* note 121 (adopting Rule 206(4)-1, stating "the Commission finds that such advertisements are misleading; by their very nature they emphasize the comments and activities favorable to the investment adviser and ignore those which are unfavorable. This is true even when the testimonials are unsolicited and are printed in full.").

¹³¹ *Id.*, stating: "the Commission believes that material of this nature, which may refer only to recommendations which were or would have been profitable and ignore those which were or would have been unprofitable, is inherently misleading and deceptive, and consequently the rule prohibits this type of advertising unless all recommendations for a minimum specified period are included."

(including terms and conditions of any order, who recommended and placed the order, the account and date of entry and who executed the order);

- Trial balances, financial statements, any internal audit papers relating to adviser's business;
- Original or copies of certain communications sent to or received by the adviser (including responses to requests for detailed investment advice, placement or execution of securities orders, receipt or delivery of securities or funds);
- A list of and documents relating to the adviser's discretionary client accounts (including powers of attorney or grants of authority);
- Copies of publications and recommendations the adviser distributed to 10 or more persons and a record of the factual basis and reasons for the recommendation; and
- A record of certain securities transactions in which the adviser or advisory representatives have a direct or indirect beneficial ownership interest.

Additional records must be maintained in certain circumstances (e.g., if an investment adviser has custody of client assets or exercises proxy voting authority with respect to client securities).¹³² Generally, all required books and records must be maintained and preserved in an adviser's office for two years after the last entry date and three additional years in an easily accessible place.¹³³ Records may be stored on micrographic or electronic storage media, subject to certain conditions ensuring safekeeping and accessibility.¹³⁴

Advisers Act Section 204 provides that all records of an investment adviser (other than investment advisers that are specifically exempted from registration under Advisers Act Section 203(b)) are subject at any time, or from time to time, to such reasonable periodic, special, or other examinations by representatives of the Commission as the Commission deems necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

¹³² See Advisers Act Rule 204-2(b) and Rule 204-2(c)(2), respectively.

¹³³ See Advisers Act Rule 204-2(e)(1).

¹³⁴ See Advisers Act Rule 204-2(g).

Custody of Client Assets

Advisers Act Rule 206(4)-2 regulates the custody practices of investment advisers registered or required to be registered under the Advisers Act. Rule 206(4)-2 requires advisers that have custody of client funds or securities to implement controls designed to protect those client assets from being lost, misused, misappropriated or subject to the advisers' financial reverses, such as insolvency. Unlike banks and broker-dealers, investment advisers typically do not maintain physical custody of client funds or securities but rather may have custody because they have the authority to obtain client assets, such as by deducting advisory fees from a client account, writing checks or withdrawing funds on behalf of a client, or by acting in a capacity, such as general partner of a limited partnership, that gives an adviser or its supervised person the authority to withdraw funds or securities from the limited partnership's account.¹³⁵

An adviser has custody of client funds or securities if it "hold[s], directly or indirectly, client funds or securities, or [has] any authority to obtain possession of them in connection with advisory services [it provides] to clients." Custody includes:

- Possession of client funds or securities;
- Any arrangement under which an adviser is permitted or authorized to withdraw client funds or securities (such as check-writing authority or the ability to deduct fees from client assets); and
- Any capacity that gives an adviser or its supervised person legal ownership of or access to client funds or securities (such as acting as general partner, managing member or trustee).¹³⁶

An adviser also has custody of any client securities or funds that are directly or indirectly held by a "related person" in connection with advisory services provided by the adviser to its clients.¹³⁷ A related person is defined by the rule as a person directly or indirectly controlling or controlled by the adviser and any person under common control with the adviser.¹³⁸

A registered adviser with custody of client funds or securities is required to take a number of steps designed to safeguard those client assets.¹³⁹ The adviser must maintain

¹³⁵ See Advisers Act Rule 206(4)-2(d)(2)(iii).

¹³⁶ See Advisers Act Rule 206(4)-2(d)(2).

¹³⁷ *Id.*

¹³⁸ See Advisers Act Rule 206(4)-2(d)(7). For advisers that are part of multi-service financial organizations, for example, such related person custodians may include broker-dealers and banks.

¹³⁹ See Advisers Act Rule 206(4)-2. See Custody of Funds or Securities of Clients by Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. 2968 (Dec. 30, 2009) ("Release 2968"). See also Commission Guidance Regarding Independent Public Accountants Engagements Performed

client funds and securities with “qualified custodians,” such as a bank or a broker-dealer, and make due inquiry to ensure that the qualified custodian sends account statements directly to the clients.¹⁴⁰ The adviser must promptly notify its clients as to where and how the funds or securities will be maintained, when the account is opened and following any changes to this information.¹⁴¹

Generally, all advisers with custody of client assets must undergo an annual surprise examination by an independent public accountant to verify client assets.¹⁴² In addition, if the adviser itself maintains, or if it has custody because a related person maintains, client assets as a qualified custodian, it must obtain, or receive from a related person, a report of the internal controls relating to the custody of those assets from an independent public accountant that is registered with and subject to regular inspection by the Public Company Accounting Oversight Board.¹⁴³

Supervision and Compliance

Under the Advisers Act, an investment adviser is subject to liability for failure reasonably to supervise persons subject to its supervision, with a view to preventing violations of the federal securities laws and their rules and regulations. An adviser will not be deemed to have failed reasonably to supervise if (i) the adviser had established procedures, and a system for applying such procedures, reasonably designed to prevent and detect such violations insofar as practicable, and (ii) the adviser reasonably discharged its supervisory duties and obligations, and had no reasonable cause to believe that the procedures and system were not being complied with.¹⁴⁴ Similarly, an associated person may be held liable for failure to supervise under the same circumstances.¹⁴⁵ The Commission has brought enforcement actions against investment advisers and associated persons alleging a failure to supervise.¹⁴⁶

Pursuant to Rule 206(4)-2 under the Advisers Act, Investment Advisers Act Release No. 2969 (Dec. 30, 2009).

¹⁴⁰ Advisers Act Rule 206(4)-2(a)(1).

¹⁴¹ Advisers Act Rule 206(4)-2(a)(2). The adviser need not give a notice if the client opens the account with a custodian himself. If the adviser sends account statements to the client, it must include a legend in the notice urging clients to compare the account statements they receive from the custodian with those they receive from the adviser.

¹⁴² Advisers Act Rule 206(4)-2(a)(4).

¹⁴³ Advisers Act Rule 206(4)-2(a)(6).

¹⁴⁴ Advisers Act Section 203(e)(6).

¹⁴⁵ Advisers Act Section 203(f).

¹⁴⁶ See, e.g., Shearson Lehman Brothers, Inc., Investment Advisers Act Release No. 1038 (Sept. 24, 1986) (settled order); In the Matter of Robert T. Littell, Investment Advisers Act Release No. 2203 (Dec. 15, 2003) (settled order); and In the Matter of Western Asset Management Co., Investment Advisers Act Release No. 1980 (Sept. 28, 2001) (settled order).

Each adviser that is registered or required to be registered under the Advisers Act is required by Advisers Act Rule 206(4)-7 to establish an internal compliance program that addresses the adviser's performance of its fiduciary and substantive obligations under the Advisers Act. The rule requires each adviser to also adopt and implement written policies and procedures reasonably designed to prevent the adviser and its personnel from violating the Advisers Act. Advisers Act Rule 206(4)-7 requires each adviser to review the effectiveness of the policies and procedures at least annually. The rule requires an adviser to designate a chief compliance officer ("CCO"). The Commission has stated that the CCO should be knowledgeable about the Advisers Act and have the authority to develop and enforce appropriate compliance policies and procedures for the adviser.¹⁴⁷ The Commission has stated that an adviser's policies and procedures, at a minimum, should address the following issues to the extent relevant to that adviser:

- Portfolio management processes, including allocation of investment opportunities among clients and consistency of portfolios with clients' investment objectives, disclosures by the adviser, and applicable regulatory restrictions;
- Trading practices, including procedures by which the adviser satisfies its best execution obligation, uses client brokerage to obtain research and other services ("soft dollar arrangements"), and allocates aggregated trades among clients;
- Proprietary trading of the adviser and personal trading activities of supervised persons;
- The accuracy of disclosures made to investors, clients, and regulators, including account statements and advertisements;
- Safeguarding of client assets from conversion or inappropriate use by advisory personnel;
- The accurate creation of required records and their maintenance in a manner that secures them from unauthorized alteration or use and protects them from untimely destruction;
- Marketing advisory services, including the use of solicitors;
- Processes to value client holdings and assess fees based on those valuations;
- Safeguards for the privacy protection of client records and information; and

¹⁴⁷ See Compliance Programs of Investment Advisers and Investment Companies; Investment Advisers Act Release No. 2204 (Dec. 17, 2003) ("Release 2204") (adopting Advisers Act Rule 206(4)-7).

- Business continuity plans.¹⁴⁸

- Code of Ethics and Personal Securities Transactions

Each investment adviser that is registered with the Commission or required to be registered with the Commission must also adopt a written code of ethics.¹⁴⁹ At a minimum, the adviser's code of ethics must address the following areas:

- *Standards of Conduct.* Set forth a minimum standard of conduct for all supervised persons, which must reflect the adviser's and its supervised persons' fiduciary obligations;
- *Compliance with Federal Securities Laws.* Require supervised persons to comply with federal securities laws;
- *Personal Securities Transactions.* Require each access person¹⁵⁰ to report his or her securities holdings at the time that the person becomes an access person and at least once annually thereafter and to make a report at least once quarterly of all personal securities transactions in reportable securities to the adviser's CCO or other designated person;
- *Pre-approval of Certain Securities Transactions.* Require the CCO or other designated person(s) to pre-approve investments by the access persons in IPOs or limited offerings;
- *Reporting Violations.* Require all supervised persons to promptly report any violations of the code to the adviser's CCO or other designated person(s); and
- *Distribution and Acknowledgment.* Require the adviser to provide each supervised person with a copy of the code, and any amendments, and to obtain a written acknowledgment from each supervised person of his or her receipt of a copy of the code.

¹⁴⁸ Id.

¹⁴⁹ Advisers Act Section 204A, and Advisers Act Rule 204A-1.

¹⁵⁰ Advisers Act Rule 204A-1(e)(1) defines "access person." Generally, an access person is a supervised person who has access to non-public information regarding clients' securities purchases or sales of securities. If an investment adviser's primary business is providing investment advice, all of the adviser's directors, officers, and partners are also presumed to be access persons.

Under Advisers Act Rule 204-2, the adviser is also required to keep copies of the code, records of violations of the code and of any actions taken against violators of the code, and copies of each supervised person's acknowledgement of receipt of a copy of the code.¹⁵¹ An adviser must describe its code of ethics in Item 11 of Part 2A of its Form ADV and must offer to provide clients with a copy of its code of ethics upon request.

Disclosure of Disciplinary History and Material Financial Condition to Clients

Advisers must disclose information about the disciplinary history of the firm and its personnel in Part 1A, Item 11 of Form ADV. This information is available to the public through the IAPD. Item 9 of Part 2A of Form ADV requires that an adviser disclose in its firm brochure material facts about any legal or disciplinary event that is material to a client's (or prospective client's) evaluation of the adviser or the integrity of its management personnel.¹⁵² Item 3 of the brochure supplement (Part 2B of Form ADV) requires similar disclosure relating to the advisory personnel's integrity.¹⁵³

Item 18 of Part 2A requires disclosure of specified financial information about an adviser under certain circumstances. Specifically, an adviser that requires prepayment of fees of more than \$1,200 in fees per client and six month or more in advance must give clients an audited balance sheet showing the adviser's assets and liabilities at the end of its most recent fiscal year. The item also requires an adviser to disclose any financial condition reasonably likely to impair the adviser's ability to meet contractual commitments to clients if the adviser has discretionary authority over client assets, has custody of client funds or securities, or requires or solicits prepayment of more than \$1,200 in fees per client and six months or more in advance. The Commission has stated that disclosure may be required where a judgment or arbitration award was sufficiently large that payment of it would create such a financial condition.¹⁵⁴ Item 18 requires an adviser that has been the subject of a bankruptcy petition during the past ten years to disclose that fact to clients.

The Commission has stated that advisers that are not required to deliver a firm brochure (e.g., they have clients to whom they provide impersonal advice) are required by their fiduciary duty to disclose all material information relating to their disciplinary

¹⁵¹ See Advisers Act Rule 204-2(a)(12)-(13).

¹⁵² See Release 3060, supra note 67 at note 103. These requirements incorporate into the brochure the client disclosure regarding disciplinary information previously required by Advisers Act Rule 206(4)-4 (now rescinded).

¹⁵³ The list parallels the list of legal and disciplinary events in Item 9 of Part 2A that must be disclosed in the firm brochure and which are derived from the prior disclosure requirements set out in Advisers Act Rule 206(4)-4.

¹⁵⁴ See Release 3060, supra note 67 at 43-44 ("Under these circumstances, clients are exposed to the risk that their assets may not be properly managed — and prepaid fees may not be returned — if, for example, the adviser becomes insolvent and ceases to do business.")

history and their abilities to meet their contractual obligations. Failure to do so may violate, among other things, Advisers Act Sections 206(1) and/or (2).¹⁵⁵

Proxy Voting

The Commission adopted Advisers Act Rule 206(4)-6 to address the adviser's fiduciary duties to its clients when the adviser has authority to vote their proxies. In adopting the rule, the Commission stated:

Under the Advisers Act, an adviser, as a fiduciary, owes each of its clients duties of care and loyalty with respect to all services undertaken on the client's behalf, including proxy voting. The duty of care requires an adviser with proxy voting authority to monitor corporate events and to vote the proxies.¹⁵⁶

To satisfy its duty of loyalty, the adviser must cast the proxy votes in a manner consistent with the best interest of its client and must not subordinate client interests to its own.

Specifically, Advisers Act Rule 206(4)-6 requires an adviser that is registered with the Commission or required to be registered with the Commission and that has voting authority over client securities to:

- Adopt and implement written policies and procedures that are reasonably designed to ensure that the adviser votes proxies in the clients' best interests,¹⁵⁷ and that must specifically address conflicts of interest that may arise between the adviser and its clients;
- Describe its voting policies and procedures to clients, deliver a copy of the policies and procedures to clients upon request, and inform clients how they can obtain information on how the adviser voted their securities; and
- Keep certain records relating to voting of client securities.

¹⁵⁵ See Release 3060, supra note 67 at note 103.

¹⁵⁶ See Release 2106, supra note 85, citing to Capital Gains, supra note 82.

¹⁵⁷ The Commission stated that "an adviser should have procedures in place designed to ensure that it fulfills its duties of monitoring corporate actions and voting client proxies. However, an adviser that fails to vote every proxy would not necessarily violate its fiduciary obligations. There may even be times when refraining from voting a proxy is in the client's best interest, such as when the adviser determines that the cost of voting the proxy exceeds the expected benefit to the client. An adviser may not, however, ignore or be negligent in fulfilling the obligation it has assumed to vote client proxies." See Release 2106, supra note 85.

The Commission has brought enforcement actions against advisers alleging that they failed to disclose to clients the advisers' proxy-related conflicts.¹⁵⁸

Contractual Requirements

- Fees

Advisers are required to disclose to clients how they are compensated for their services. Part 2A of Form ADV, Item 5 requires that an adviser describe in its firm brochure how it is compensated for its advisory services, provide a fee schedule, and disclose whether fees are negotiable.¹⁵⁹ An adviser must disclose whether it bills clients or deducts fees directly from clients' accounts, and how often it assesses fees (or bills clients).¹⁶⁰ The item also requires each adviser to describe the types of other costs, such as brokerage, custody fees and fund expenses, that clients may pay in connection with the advisory services provided to them by the adviser.¹⁶¹ An adviser charging fees in advance must explain how it calculates and refunds prepaid fees when a client contract terminates.¹⁶² The Commission staff has taken the view that as part of their fiduciary duties, advisers must charge fees that are fair and reasonable, and when an adviser's fee is higher than others, an adviser must disclose this.¹⁶³

¹⁵⁸ See In the Matter of Deutsche Asset Management, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2160 (Aug. 19, 2003) (settled order) and In the Matter of INTECH Investment Management, Investment Advisers Act Release No. 2872 (May 7, 2009) (settled order).

¹⁵⁹ See Item 5.A of Part 2A.

¹⁶⁰ See Item 5.B of Part 2A.

¹⁶¹ See Item 5.C of Part 2A.

¹⁶² See Item 5.D of Part 2A. Item 18 of Part 2A also requires the disclosure of certain financial information about an adviser that requires prepayment of fees of more than \$1,200 per client and six months or more in advance.

¹⁶³ See, e.g., Shareholder Service Corp., SEC Staff No-Action Letter (Feb. 3, 1989) stating:

With respect to Section 206 and fees in general, the staff believes that an investment adviser who charges a fee for his services larger than that normally charged by other advisers (taking into consideration factors such as the size, location, and nature of the advisory businesses to be compared) has a duty to disclose to his clients that the same or similar services may be available at a lower fee. Beyond that disclosure obligation, the staff generally believes that whether a particular fee violates section 206 depends upon whether the fee is reasonable in relation to the services provided, which necessarily involves examining the facts and circumstances surrounding a particular adviser/client relationship. Among the factors to be considered are (1) the customary fees charged by other advisers for comparable services, (2) whether the same services could be obtained by the client directly without the adviser's assistance and cost, and (3) whether the adviser has a reasonable belief that his services would generate gains in excess of the fee charged.

Item 5 of Part 2A of Form ADV also requires an adviser that receives compensation attributable to the sale of a security or other investment product (e.g., brokerage commissions), or whose personnel receive such compensation, to disclose this practice and the conflict of interest it creates, and to describe how the adviser addresses this conflict.¹⁶⁴ Such an adviser also must disclose that the client may purchase the same security or investment product from a broker that is not affiliated with the adviser.¹⁶⁵

Generally, investment advisers that are registered or required to be registered with the Commission are prohibited by Advisers Act Section 205(a)(1) from entering into a contract with any client that provides for compensation based on a share of the capital gains or appreciation of a client's funds, i.e., a performance fee.¹⁶⁶ Section 205(a)(1) is

See also H&H Investments, SEC Staff No-Action Letter (Sept. 17, 1981) (adviser charged fee of 6% per month (72% per year), implying that H & H has a reasonable belief that it can produce gains in excess of 6% per month. The staff believed that in the absence of a reasonable basis for such a belief, which should be disclosed to potential clients, H & H's fee would violate Advisers Act Section 206).

¹⁶⁴ See Item 5.E of Part 2A. Because of this conflict of interest, the Commission has brought enforcement actions under the antifraud provisions of the Advisers Act charging advisers with failures to disclose receipt of transaction-based compensation. See, e.g., In the Matter of Financial Design Associates, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2654 (Sept. 25, 2007) (settled order); In the Matter of IMS, CPAs & Associates, Investment Advisers Act Release No. 1994 (Nov. 5, 2001) (petitioners' appeal denied in Vernazza v. SEC, 327 F.3d 851 (9th Cir. 2003)).

As discussed in Section II.B.2 *infra*, the Exchange Act generally requires brokers and dealers to register with the Commission and become members of at least one self-regulatory organization. Exchange Act Sections 15(a) and 15(b)(8), Exchange Act Section 3(a)(4)(A) generally defines a "broker" as any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others. The Commission staff has taken the position that a person's receipt of transaction-based compensation in connection with effecting transactions in securities for the account of others is a hallmark of broker-dealer activity. See Letter from Catherine McGuire, Chief Counsel, Division of Market Regulation, to Thomas D. Giachetti, Stark & Stark, regarding 1st Global, Inc. (May 7, 2001) (reiterating the staff's position that "the receipt of securities commissions or other transaction related [sic] compensation is a key factor in determining whether a person or an entity is acting as a broker-dealer. Absent an exemption, an entity that receives commissions or other transaction-related compensation in connection with securities-based activities that fall within the definition of 'broker' or 'dealer' ... generally is required to register as a broker-dealer." (internal citations omitted)). Investment advisers receiving transaction-based compensation would also need to consider whether they are obligated to register as broker-dealers under Exchange Act Section 15 or whether they can avail themselves of an exception or exemption from registration.

¹⁶⁵ See Item 5.E.2 of Part 2A. In addition to the requirement in Item 5.E.2 of Part 2A, an adviser that receives more than half of its revenue from commissions and other sales-based compensation must explain that commissions are the firm's primary (or, if applicable, exclusive) form of compensation. See Item 5.E.3 of Part 2A. An adviser that charges advisory fees in addition to commissions or markups to an individual client must disclose whether it reduces its fees to offset the commissions or markups. See Item 5.E.4 of Part 2A.

¹⁶⁶ Advisers Act Section 205(a)(1). The Commission staff has taken the position that Section 205(a)(1)'s prohibition of investment advisory contracts that contain performance fees extends to

designed, among other things, to eliminate “profit sharing contracts [that] are nothing more than ‘heads I win, tails you lose’ arrangements,”¹⁶⁷ and that “encourage advisers to take undue risks with the funds of clients,”¹⁶⁸ to speculate, or to overtrade.¹⁶⁹ There are several exceptions to the prohibition, mostly applicable to advisory contracts with institutions and high net worth clients.¹⁷⁰

Registered advisers also are required to provide certain disclosures to their clients if they charge performance-based fees. Item 6 of Part 2A of Form ADV requires an adviser that charges performance-based fees or that has a supervised person who manages an account that pays such fees to disclose this fact in its firm brochure. If such an adviser also manages accounts that are not charged a performance fee, the item also requires the adviser to discuss the conflicts of interest that arise from its (or its supervised person’s) simultaneous management of these accounts, and to describe generally how the adviser addresses those conflicts.

- Assignment

Any advisory contract entered into by an adviser that is registered or required to be registered with the Commission must provide in substance that it may not be assigned without consent of the client.¹⁷¹ An assignment generally includes any direct or indirect transfer of an advisory contract by an adviser or any transfer of a controlling block of an

investment advisory contracts that provide for “contingent fees.” Contingent Advisory Compensation Arrangements, Investment Advisers Act Release No. 721 (May 16, 1980). A contingent fee is “an advisory fee [that] will be waived or refunded, in whole or in part, if a client’s account does not meet a specified level of performance” or that is contingent on the investment performance of the funds of advisory clients. Dodd-Frank Act Section 928 amended Advisers Act Section 205(a)(1) to make it applicable only to advisers that are registered or required to be registered with the Commission and thus make it inapplicable to state-registered investment advisers.

¹⁶⁷ S. Rep. No. 1775, 76th Cong., 3d Sess. 22 (1940).

¹⁶⁸ H.R. Rep. No. 2639, 76th Cong., 3d Sess. 29 (1940). The section was designed to eliminate the possibility of an investment adviser entering into a contract in which he or she “does not participate in the losses, but participates only in the profits.” Investment Trusts and Investment Companies; Hearings on S. 3580 Before a Subcomm. of the Senate Comm. on Banking and Currency, 76th Cong., 3d Sess. 320 (1940) (statement of David Schenker, Chief Counsel of the Commission’s Investment Trust Study).

¹⁶⁹ See Securities and Exchange Commission, Investment Counsel, Investment Management, Investment Supervisor and Investment Advisory Services, H.R. Doc. 477, 76th Cong., 2nd Sess. at 30 (1939).

¹⁷⁰ These exceptions include, among others, fulcrum fees, and performance fee arrangements of business development companies, an issuer that would be an investment company but for Investment Company Act Section 3(c)(7), and non-U.S. clients. See Advisers Act Section 205(b)(2)-(5).

¹⁷¹ Advisers Act Section 205(a)(2).

adviser's outstanding voting securities.¹⁷² The legislative history indicates that the assignment provision was meant to address concerns about fiduciaries trafficking in investment advisory contracts.¹⁷³

- Hedge and Indemnification Clauses

Advisers Act Section 215(a) voids any provision of a contract that purports to waive compliance with any provision of the Advisers Act. The Commission staff has taken the position that an adviser that includes any such provision (such as a provision disclaiming liability for ordinary negligence or a "hedge clause") in a contract that makes the client believe that he or she has given up legal rights and is foreclosed from a remedy that he or she might otherwise either have at common law or under Commission statutes is void under Advisers Act Section 215(a) and violates Advisers Act Sections 206(1) and (2).¹⁷⁴ The Commission staff has stated that the issue of whether an adviser that uses a hedge clause would violate the Advisers Act turns on "the form and content of the particular hedge clause (e.g., its accuracy), any oral or written communications between the investment adviser and the client about the hedge clause, and the particular circumstances of the client."¹⁷⁵ The Commission has brought enforcement actions against advisers alleging that the advisers included hedge clauses that violated Advisers Act Sections 206(1) and (2) in client contracts.¹⁷⁶

Historically, the staff expressed the concern that mandatory pre-dispute arbitration clauses in investment advisory contracts might mislead clients to believe that they have waived rights available under the Advisers Act that, by law, are not waivable.¹⁷⁷ The

¹⁷² Advisers Act Section 202(a)(1). A transaction that does not result in a change of actual control or management of the adviser (e.g., a corporate reorganization or certain public mergers of the adviser's parent company) would not be deemed to be an assignment for these purposes. See Advisers Act Rule 202(a)(1)-1.

¹⁷³ See, e.g., Investment Company Act of 1940 and Investment Advisers Act of 1940, S. Rep. No. 1775, 76th Cong., 3d Sess. 22 (1940); and Investment Trusts and Investment Companies: Hearings on S. 3580 Before a Subcomm. of the Senate Comm. on Banking and Currency, 76th Cong., 3d Sess. 253 (1940).

¹⁷⁴ See Opinion of the General Counsel, Investment Advisers Act Release No. 58 (Apr. 10, 1951) ("While the language of these hedge clauses varies considerably, in substance they state generally that the information furnished is obtained from sources believed to be reliable but that no assurance can be given as to its accuracy. Occasionally language is added to the effect that no liability is assumed with respect to such information.").

¹⁷⁵ See Heitman Capital Management, LLC, SEC Staff No-Action Letter (Feb. 12, 2007). Historically, the staff has taken the position that would, for example, preclude an adviser from purporting to limit its culpability to acts involving gross negligence or willful malfeasance, even if the hedge clause explicitly provides that rights under federal or state law cannot be relinquished.

¹⁷⁶ See, e.g., In the Matter of Brian J. Sheen, Investment Advisers Act Release No. 1561 (Apr. 30, 1996) (settled order); In the Matter of Olympian Financial Services, Inc., Investment Advisers Act Release No. 659 (Jan 16, 1979) (settled order).

¹⁷⁷ See McEldowney Financial Services, SEC Staff No-Action Letter (Oct. 17, 1986).

staff expressed the view that an investment advisory contract containing an arbitration clause should disclose that the clause does not constitute a waiver of any right provided in the Advisers Act, including the right to choose the forum, whether arbitration or adjudication, in which to seek resolution of disputes.¹⁷⁸ Those positions, however, largely predated Supreme Court decisions upholding pre-dispute arbitration clauses under the federal securities laws, and a subsequent federal district court opinion citing those decisions upheld the validity of a pre-dispute arbitration clause in an advisory client agreement.¹⁷⁹ Advisers Act Section 205(f), added by the Dodd-Frank Act, authorizes the Commission to prohibit or restrict mandatory pre-dispute arbitration provisions in client agreements, but the Commission has not proposed or adopted such a rule at this time.¹⁸⁰

- Termination Penalties

The Commission has stated that an advisory client has a right at any time to terminate the advisory relationship.¹⁸¹ The Commission has also brought enforcement actions regarding the right of advisory clients to receive a refund of any prepaid advisory fees that the adviser has not yet earned.¹⁸²

Remedies

Advisory clients generally have no private right of action for damages and other monetary relief against an investment adviser under Advisers Act Section 206.¹⁸³ Rather, advisory clients have only a limited private right of action under Advisers Act Section 215 to void an investment adviser's contract and obtain restitution of fees paid.¹⁸⁴

¹⁷⁸ Id.

¹⁷⁹ Bakas v. Ameriprise Financial Services, Inc., 651 F. Supp. 997 (D. Minn. 2009).

¹⁸⁰ See Advisers Act Section 205(f), providing that “[t]he Commission, by rule, may prohibit, or impose conditions or limitations on the use of, agreements that require customers or clients of any investment adviser to arbitrate any future dispute between them arising under the federal securities laws, the rules and regulations thereunder, or the rules of a self-regulatory organization if it finds that such prohibition, imposition of conditions, or limitations are in the public interest and for the protection of investors.”

¹⁸¹ See also Electronic Filing by Investment Advisers Proposing Amendments to Form ADV, Advisers Act Release No. 1862 (Apr. 5, 2000) (in a proposing release, the Commission stated that advisers must refund prepaid unearned advisory fees).

¹⁸² See, e.g., In the Matter of J. Baker Tuttle Corp., Initial Decision Release No. 13 (Jan. 8, 1990) and In the Matter of Monitored Assets Corp., Investment Advisers Act Release No. 1195 (Aug. 28, 1989) (settled order).

¹⁸³ Transamerica, supra note 78.

¹⁸⁴ Id.

Accordingly, clients cannot sue their adviser in federal court for damages based on a violation of the Advisers Act.¹⁸⁵

A client may privately enforce claims against an investment adviser under the Exchange Act. If the client has a fraud claim in connection with the purchase or sale of a security, the client may make bring an action under Exchange Act Section 10(b) and Exchange Act Rule 10b-5. In order to be successful, the client will have to prove scienter (i.e., acting with a mental state embracing intent to deceive, manipulate or defraud), reliance and damages.¹⁸⁶ Rule 10b-5 has been used successfully by such clients in private actions regarding scalping, failure to disclose conflicts of interests, misrepresentation and suitability violations.¹⁸⁷

Other remedies a client has against prohibited action by an investment adviser depend on applicable state law. A client could make a state common law claim that the adviser has violated its fiduciary duty,¹⁸⁸ was negligent¹⁸⁹ or committed fraud.¹⁹⁰ In addition to these claims, a number of states have adopted statutes regulating investment advisers that provide private rights of action for fraud.¹⁹¹ All states have a securities

¹⁸⁵ But see Dodd-Frank Act Section 929Z(a), providing that the “Comptroller General of the United States shall conduct a study on the impact of authorizing a private right of action against any person who aids or abets another person in violation of the securities laws.”

¹⁸⁶ In 1976, the Supreme Court expressly reserved the question whether reckless behavior is sufficient for civil liability under Rule 10b-5. Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 194, n. 12 (1976). The Court has not subsequently addressed this question. “Every Court of Appeals that has considered the issue has held that a plaintiff may meet the scienter requirement by showing that the defendant acted intentionally or recklessly, though the Circuits differ on the degree of recklessness required.” Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd., 551 U.S. 308, 319 n.3 (2007) (citing Ottmann v. Hanger Orthopedic Group, Inc., 353 F.3d 338, 343 (4th Cir. 2003) (collecting cases)).

¹⁸⁷ See, e.g., Zweig v. Hearst Corp., 594 F.2d 1261 (9th Cir. 1970); Laird v. Integrated Resources, Inc., 897 F.2d 826 (5th Cir. 1990); Carl v. Galuska, 785 F. Supp. 1283 (N.D.Ill. 1992); and Levine v. Futransky, 636 F. Supp. 899 (N.D.Ill. 1986). See also note 236 *infra* discussing scalping in more detail.

¹⁸⁸ See, e.g., Carl v. Galuska, 785 F. Supp. 1283 (N.D.Ill. 1992); Duniway v. Barton, 237 P.2d 930 (Sup. Ct. Or. 1951); Stokes v. Hensen, 217 Cal. App. 3d 187, 265 Cal. Rptr. 836 (1990); Johnson v. John Hancock Funds, 217 S.W.3d 414 (2006); State of New Mexico v. Colonial Penn Insurance Co., 812 P.2d 777 (1991); Levin v. Kilborn, 756 A.2d 169 (2000).

¹⁸⁹ See, e.g., Garrett v. Snedigar, 359 S.E.2d 283, 286-88 (S.C. App. 1987) and Talansky v. Schulman, 2 A.D.3d 355, 770 N.Y.S.2d 48 (2003).

¹⁹⁰ See, e.g., Lazzaro v. Holladay, 443 N.E.2d 1347 (Mass. App. Ct. 1983) and Ohio Bureau of Workers’ Compensation v. MDL Active Duration Fund, 476 F. Supp. 2d 809 (2007).

¹⁹¹ See Investment Adviser Industry Reform, Hearings before the House Subcommittee on Telecommunications and Finance, No. 102-128 (June 10, 1992) (statement of Lewis W. Brothers, President, North American Securities Administrators Association) at 140. See, e.g., Lehn v. Dailey, 2002 WL 449842 (Conn. Super. 2002).

statute with antifraud provisions in connection with the purchase or sale of a security. State law claims may at times provide for broader liability than federal law provides, such as aiding and abetting liability in cases of fraud.¹⁹² State law fraud claims also do not always require a showing of scienter.¹⁹³ Clients often will not be able to make a class action lawsuit claim, however, as most such claims have been preempted by the Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998.¹⁹⁴ In addition, clients may also elect to arbitrate their disputes.

2. Broker-Dealers

a) Overview of Commission and SRO Regulation

Exchange Act Section 15(a) generally requires brokers or dealers¹⁹⁵ that effect securities transactions, or that induce or attempt to induce the purchase or sale of securities, to register with the Commission, absent an exception or exemption. In addition, broker-dealers are required to become members of at least one SRO,¹⁹⁶ and

¹⁹² See, e.g., Cal. Corp. Code §25403 (b) (extending liability to any “person that knowingly provides substantial assistance to another person in violation of any provision of this division or any rule or order thereunder”).

¹⁹³ See Thomas Lee Hazen, LAW OF SECURITIES REGULATION (2009) at Sec. 8.1. See, e.g., Kittilson v. Ford, 608 P.2d 264, 265 (Wash. 1980).

¹⁹⁴ 15 U.S.C. §78bb(f)(1). In Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith v. Dabit, 547 U.S. 71 (2006), the Supreme Court held that state law plaintiff class action claims alleging a breach of fiduciary duty and misrepresentation or omission of a material fact in connection with the purchase or sale of a publicly traded security are preempted by the Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998.

¹⁹⁵ The Exchange Act generally defines a “broker” as “any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others,” and a “dealer” as “any person engaged in the business of buying and selling securities for such person’s own account through a broker or otherwise.” Exchange Act Section (3)(a)(4)(A) and Section (3)(a)(5)(A).

Broker-dealers that effect transactions in securities futures products are subject to registration both with the Commission under the Exchange Act and with the Commodity Futures Trading Commission (“CFTC”) under the Commodity Exchange Act. However, broker-dealers that are registered under the Exchange Act, may avail themselves of a notice registration procedure to register with the CFTC for the limited purpose of trading securities futures products, and such broker-dealers are exempted from many of the provisions of the Commodity Exchange Act and the rules thereunder and are not required to become a member of any registered futures association. See Commodity Exchange Act Section 4f(a)(2) and (a)(4).

¹⁹⁶ Exchange Act Section 15(b)(8) and Exchange Act Rule 15b9-1. The Commission and the SROs conduct examinations of broker-dealers to evaluate compliance with federal securities laws and with standards of integrity, competence, and financial soundness, and may discipline broker-dealers and associated persons that fail to comply with applicable requirements. See *infra* Appendix A for more detailed discussion of the role of SROs, including the Commission’s oversight of SROs.

金融商品取引法研究会名簿

(平成 29 年 3 月 29 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	学習院大学法務研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯 田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学大学院法学研究科教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
オブザーバー	齋 藤 馨	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	森 忠 之	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	鎌 塚 正 人	S M B C 日興証券法務部長
〃	陶 山 健 二	みずほ証券法務部長
〃	本 井 孝 洋	三菱 U F J モルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	石 黒 淳 史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	山 本 悟	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	富 田 英 揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013 年 10 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014 年 6 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 —「新規な説明義務」を中心として—」 2014 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014 年 10 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015 年 1 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015 年 3 月
報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金 —金融商品取引法と預金保険法の交錯—」 2015 年 5 月
報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015 年 7 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015 年 8 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題 —流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」 2015 年 10 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016 年 3 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016 年 5 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016 年 7 月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016 年 9 月
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける
価格決定請求と公正な対価」 2016 年 11 月

報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 59 号「平成 26 年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」 2017 年 1 月

報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授

第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」 2017 年 3 月

報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 61 号

米国における投資助言業者
(investment adviser) の負う信認義務

平成 29 年 5 月 26 日

定価 (本体 500 円 + 税)

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03 (3669) 0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-677-8 C3032 ¥500E