

英国の投資型クラウドファンディング規制

松尾 順介

はじめに

世界的なクラウドファンディングの拡大が見られるとともに、国内でも周知性が高まっている。クラウドファンディングの拡大は、ビジネス・起業、社会奉仕、科学、芸術、環境、エネルギーなどさまざまな分野に及んでおり、広範かつ多様な領域において、社会的インパクトを有するものと考えられる。特に、投資型クラウドファンディングにおいては、従来金銭的リターンだけを求めてきた投資資金に、社会や環境改善に貢献する可能性が見いだされたことから、投資の新しいあり方として注目される。

ただし、クラウドファンディング全体の中で、投資型クラウドファンディングの割合は、必ずしも高いものではない。その要因として考えられるのが、法制度による規制の要因である。投資型クラウドファンディングに関しては、寄付などとは異なり、どの国の法制度においても金融・投資規制の対象となる可能性が高い。投資型クラウドファンディングといえども、通常の投資の一類型に含まれ、投資者保護などの規制下に置かれるからである。しかし、投資型クラウドファンディングの場合、投資規模が少額であり、投資収益も少額にとどまる反面、規模の大小に関わらず、通常の規制が課されると、その規制を満たすための規制コストの負担は相対的に大きなものとなり、収益が圧迫される。その結果、投資スキームが成立しなくなる可能性が生じる。したがって、投資型クラウドファンディングが拡大・成長するためには、投資に関する規制緩和の必要性がある。しかし、過度な

規制緩和は、投資者保護を疎かにし、市場の信頼性を低下させる危険性も含んでいる。したがって、市場育成のための規制緩和と、投資者保護のための規制整備ないし強化とのバランスが公共政策上重要な課題となる。つまり、両者の側面を適切に配慮し、過剰規制も過小規制も排した、適切な法制度のあり方が検討されなければならない。

ところで、クラウドファンディングに関する制度改革のパイオニアは、二〇一二年四月にJOBS法を制定した米国であるが、同法に基づくSEC規則は未だ公表されておらず、制度改革が遅延が見られる。その間、わが国では、二〇一四年五月に金融商品取引法が改正された後、第二種金融商品取引業協会規則が制定された。他方、英国でも規制改革が進められている。特に英国では、規制改革を進めるとともに、自らの規制に関するレビューも行っており、今後の規制のあり方を検討する上で有益であると考えられる。

そこで、本稿では、英国のクラウドファンディング規制について検討し、その特徴を考察する。

1 FCAによる規制レビューの公表

英国では、投資型クラウドファンディング規制は、二〇一三年四月に設立された、金融行為監督機構(Financial Conduct Authority: FCA)によって担われている。

通常、投資型クラウドファンディングは、株式型と集団投資スキーム型に大別されるが、この二つのうち、集団投資スキーム(いわゆるUnregulated collective investment scheme: UCIS)を利用するクラウドファンディングに関しては、以下の規制が適用されている。その規制によると、UCISへの投資勧誘は、①プロフェッショナルな顧客、②認定された、もしくは洗練された投資者として自己申告している投資者、③富裕層として認定

されたリテール顧客に制限している⁽¹⁾。したがって、日本で見られるような、匿名組合形態による集団投資スキームを利用したクラウドファンディングは、英国の規制の下では、かなり難しいと考えられる。この規制が、英国で株式型クラウドファンディングの利用を促進した誘因のひとつと推測される。

その一方、株式型クラウドファンディングに関しては、従来の規制では、かなり柔軟に対応可能といわれてきたが、二〇一四年三月、FCAは新規制を導入した。この新規制について、FCAは調査レビュー⁽²⁾を公表しており、規制の概要と現状を説明している。以下、同レビューに依拠しつつ、英国の規制を概観する。

2 規制対象と投資者・業者規制

同レビューでは、投資型および貸付型クラウドファンディングに関して、FCAが規制上の責任を負っていることを確認した上で、投資型クラウドファンディングを、事業者によって発行された非上場株式および債券にクラウドファンディング・プラットフォームを通じて投資するものと定義している。ここでの資金調達手段は、登録された株式市場に上場されず、相当なリスクを有するものとされ、同レビューでは、これを「非流動性証券 (non-readily realisable securities)」と称している。

まず、FCAの規制は、この種の証券がインターネットその他の手法を通じて売買されることから、投資型クラウドファンディング・プラットフォームによるか否かに関わらず、これらの証券の分売全般を対象とするものとなっている。したがって、この規制は、これらの証券の売付けに関する新規の消費者保護規制の導入を意味している。そこで、この規制では、一定の基準を満たす消費者に対してのみ、業者は直接募集を行なうことができる⁽³⁾と定められている。その消費者とは、以下である。

- ① 規制上の助言を受けた者
- ② 富裕層または洗練された投資家として認定された者
- ③ この種の証券に対する投資額が純資産の一〇％以下であることが確認された者のうち、いずれかに該当する者

なお、F C Aは、業者に対して、顧客が規制上の助言を受けていない場合、そのリスクを認識しているかどうか確認することを義務付けている。

次に、クラウドファンディング事業の認可申請書を受理する際、F C Aの求める情報提供を要求しており、事業開始について以下のステップを踏むよう奨励している。

- ① 規制に即した適切かつ詳細な事業計画（およびそれに関連するリスク）、予算、経営資源（人的、システム関連および資金）を提出すること
- ② 適切な非財務的資源を有すること（すなわち、役員会は金融規制に関して適切な知識と経験を有していること）
- ③ 申請書類の提出に際して、適切な資金を有すること（これは基準を満たすための将来の資金調達計画であってはならない）
- ④ 稼働中または適切に準備された段階にあるウェブサイト（試験サイトやアプリケーション、計画されたウェブサイトのスクリーンショットやアプリケーションを含み、ユーザーの入手可能なインターフェイスやファンクショナルティを明示するもの）を有しており、当該業者が認可された場合、そのウェブサイトがどのように稼働するのかを明示すること

⑤ 申請に際して、FCAの認可基準および条件項目について理解しており、完全な申請書類を提出すること

特に投資型クラウドファンディングの認可申請において、二〇一四年FCAは、申請者が整った内容の申請書類（上記の全項目の確認を含む）を提出すれば、速やかに決定を下してきたが、過去においては、FCAは業者がほとんど空白の申請書類を提出したり、当該事業にとって不必要な規制上の取組を行なうような問題に直面してきたことを同レビューは指摘している。

3 FCAによる監督のあり方

第三に、FCAによる監督については、同レビューは次のように説明している。二〇一四年、投資型クラウドファンディング・プラットフォームに対する監督は、当該業者の上級経営者の採用、ウェブサイトへのモニタリング、月次業務報告書（MI）の精査を行なった。この監督手法では、いくつかの点で規制上の介入が行なわれ、適切な消費者保護が確保された。つまり、この監督手法を採用したことで、適切な顧客だけが投資できること、さらに投資対象資産の属性やパフォーマンスおよび投資者の転売機会に関して、金融商品の勧誘は、透明かつ公正で、誤解を生じさせないものであることを確保する効果があった。

特にFCAは、潜在的投資者が情報を得た上で投資決定を行なえるよう、これらのプラットフォームが適切な情報開示を行なっていることについて確認するように尽力しているという。また、この情報は誤解を生じさせるようなものであつてはならない。例えば、プラットフォーム上で一般投資者にオファーされた株式がベンチャーキャピタリストによつて保有される株式と同一種類であるという業者側の主張は、真実であるべきである。つまり、これらの主張が正しいことを検証できず、業者側が誤解を生むような情報を一般投資者に与えて株式の購入

を促したのであれば、FCAは重大な関心を払うことになる。もしベンチャーキャピタリストが投資の成功によって利益を上げることができるとする反面、クラウドファンディングの投資者が当該株式の希薄化によって、同程度の利益を配分されないならば、深刻な事態となるからである。

人々が知識を共有するために、プラットフォームは投資者が投資機会についてコメントできるようにしておく必要がある。市場関係者によれば、否定的なコメントは、いくつかのサイトでは消去され、そこでは適切なリスクが看過されるように仕向けられる可能性があるという。FCAも英国内で適切な認可なしに規制上の投資業務を営んでいた数社に対して調査を行なっているとしている。

4 ウェブサイトおよび勧誘に関する規制

第四に、ウェブサイトおよび勧誘に関するレビューについては、以下の通りである。二〇一四年を通して、FCAは将来のことを考えて、クラウドファンディングの投資促進行為についてモニターするとともに、業者がFCAの基準に達していない場合には措置を講じた。その際、日常業務の監督に加えて、クラウドファンディングのウェブサイトに対して特定のレビューを行なった。二〇一四年の四月から一〇月の間、二五のウェブサイト（貸付型および投資型クラウドファンディングの双方を含む）では、透明、公正かつ誤解を生じさせないという、金融商品勧誘ルールおよび規定に対する違反が見られたとされている。

なお、投資型クラウドファンディングのプラットフォームでは、ほとんどのサイトで何らかの問題が確認されたことが指摘されている。そこで確認された問題は、以下である。

① バランスの欠如・利益は強調されているものの、明らかにリスク指標が欠如していた。

② 情報の不十分さ、欠落または選り好み…潜在的に誤解を生じさせるもの、あるいは投資について非現実的で楽天的印象を与えるものが含まれていた。

③ 重要情報の過小評価…例えば、全く資金が失われていないというクレームによってリスク警告が消去されたり、適切なリスク警告がパフォーマンス情報よりも目立たないようになっていた。

したがって、F C Aは該当するすべての業者に接触し、透明、公正かつ誤解を生じさせず、F C Aのルールを受け入れていることが確認できるよう、ウェブサイトに必要な変更を加えるよう指導した。その結果、F C Aが指導した業者は指導に従い、速やかに要請された修正を実行したという。したがって、F C Aはこの分野での金融商品の勧誘のモニタリングを継続し、基準に合致しない業者に対しては措置を講じるとしている。

5 小型社債に関する規制

第五に、F C Aは小型社債 (mini-bond) の勧誘に関しても、レビューしている。これは、社債の一種であり、小規模企業によって発行され、一般的に満期は三年から五年で、利率は六%～八%である。最近、この小型社債を小規模企業がクラウドファンディング・プラットフォーム上で発行し、事業のために資金調達する事例が増えているが、これらの企業は、銀行借入が困難なものや、資金調達を模索するスタートアップ企業である。

この小型社債は、投資者の間で知られるようになり、高利回りゆえに人気を博しているが、小規模企業の倒産率は高いため、潜在的な投資者にとつては、リスクを理解することが重要である。また、発行会社が倒産しても金融サービス保証制度によって保護されていない。したがって、これらの証券を不特定多数に販売する業者は、潜在的な投資者にリスクを明確に説明する必要がある。

FC Aがこの小型社債の販売をレビューした（これにはクラウドファンディング・プラットフォームと直接販売の双方を含む）ところ、下記の懸念材料が見いだされた。

① 小型社債は投資家の資金をリスクにさらすものであり、預金や元本保証の金融商品ではないという点が明確にされていないものが含まれている。

② 勧誘がバランスの良いものであることの重要性、特に元本リスクと金融サービス保証制度の対象外であることが明示されなければならない。

③ 公募社債（証券取引所上場の社債など）と比較されるが、そこには決定的な相違があること、例えば、小型社債は流動性がなく、保有者は満期まで保有せざるを得ないことは、投資者に明確にされねばならない。

④ 認可業者が非認可業者から金融商品の勧誘を要望された場合、当該認可業者は、金融商品の勧誘が公正、透明かつ誤解を生じさせないものであるという基準を充足していることを確認しなければならない。もしFC Aのルールを満たしていない場合、非認可業者が勧誘することを認めてはならない。

6 ソーシャルメディアに関する規制

第六に、二〇一四年八月、FC Aはソーシャルメディアによる金融商品の勧誘に対する監督手法に関するコンサルテーションを公表した。そのコンサルテーションでは、デジタルメディアによる消費者通信に関するFC Aの監督手法の概要が示されている。FC Aのルールは、消費者と業者との接触の最初の時点から、公正かつバランスの良い方法で、消費者に対して最小限の情報が与えられることを保証することを目的としており、それはインターネットであれ、その他のメディアであれ、メディアの種類に関係なく適用される。さらに、FC Aのルー

ルは、セクターに特化した条項を含んでいるが、その局面でも透明、公正かつ誤解を生じさせない情報交換を行なうべきことを包括的な方針としている。

7 新規制の評価

最後に、新規制の評価について、FCAは新規制導入後もクラウドファンディング市場が急速に拡大し続けていることを確認した上で、まだ判断するには時期尚早としつつも、消費者保護の強化を図りつつ、業者側に対する規制緩和を進めるためには、クラウドファンディング規制を変更する必要性は認められないとしている。ただし、引き続きクラウドファンディング市場と規制のあり方に関するレビューを行ない、規制の変更の必要性があるかどうかを判断するため、二〇一六年段階でレビューを公表するとしている。

なお、英国での投資型クラウドファンディングの成長は、二〇一二年三九〇万ポンドであったのに対し、二〇一三年二八〇〇万ポンド、二〇一四年八四〇〇万ポンドと拡大しており、今後どのように新規制の影響が見られるのか注目されるところである。

8 日米英の規制の比較

以上のように、英国のクラウドファンディングに関する規制を見た上で、日本の第二種金融商品取引業協会規則および米国のクラウドファンディング法と比較すると、以下の共通点を挙げることができる。

第一に、プラットフォームの運営業者について、日本では、金融商品取引業者として規制を受けるため、資金規制が課されるが、その最低基準の緩和によって、参入促進を企図している。また、英国も資本金規制を導入

し、その充足を求めている。これらと比較すると、米国はブローカーまたはファンディング・ポータルとしての登録を求めており、やや規制のあり方は異なっている。しかし、運営業者に対して認可を求めている点においては共通している。その点では、通常規制対象から除外されている購入型や寄付型プラットフォームとは、規制上異なる取り扱いとなっている。

第二に、投資者に対する規制について、米国と日本は、具体的に投資金額要件を設定し、上限までの範囲での投資に制限しているが、英国では金額要件についてはややあいまいで、比較的緩い印象を与えるものとなっているが、投資者に対する規制を設けている点では一致している。

第三に、情報開示について、米英日のいずれにおいても、かなり詳細な開示規制が定められており、情報開示によって投資者保護を図ろうとする姿勢は共通していると考えられる。つまり、市場の公正性・透明性を確保することで、市場の信頼を高めることを重視していると考えられる。

第四に、業者の体制整備について、日本の規制だけを見ると、かなり厳しい体制整備が要求されるように思われるが、米英においても体制整備に関する規制を導入しており、必ずしも日本だけが厳格な規制を敷いているわけではないようである。しかし、体制整備に関する規制は、業者にとってコスト要因に直結するだけに、市場の拡大を左右する要因になる。この規制がどの程度影響をもたらすかは、今後の推移を見なければ判断できないが、注目されるところである。

まとめ

最後に、英国の規制の特徴を挙げると以下の通りである。

第一に、規制対象をインターネットに限定せず、投資型クラウドファンディング・プラットフォームによるか否かに関わらず、これらの証券の分売全般を対象としている。これはクラウドファンディングをインターネット上の資金調達に限定し、規制上の業態を設定して規制する、日本の規制手法と大きく異なっている。クラウドファンディングをインターネットに限定するかどうかは、単なる講学上の定義だけでなく、規制上の課題である。

第二に、投資者に対する規制について、英国では具体的な投資上限金額は設定されておらず、かなり緩やかな内容となっている点である。日本では、投資型クラウドファンディングには、一顧客あたり五〇万円未満とすることが規定されているが、金額基準を設定することの有効性を考える上で参考になるだろう。

第三に、業者やウェブサイトに對する監督のあり方という点で、当該業者の上級経営者の採用、ウェブサイトへのモニタリング、月次業務報告書（M I）の精査などを行っており、かなりきめ細やかな監督を行なっているといる点である。特に、F C A は基準に合致しない業者に対しては措置を講じるなど、かなり踏み込んだ監督を行なっているように見受けられる。今後の規制当局のあり方を考える上で参考になるだろう。

さらに、小型社債がクラウドファンディングの投資対象となっており、規制上の課題となっていることも特徴であろう。

現在、米国のクラウドファンディング法に基づくS E C のレギュレーションが公表されない状況下で、先進国でクラウドファンディングに関する規制が機能しているのは、英国のみといえる状況にあることから、英国の規制がどのような効果を発揮するか、注目されるところである。

注

- (1) Financial Conduct Authority (FCA) [2013] "CP13/13: The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities)" p. 37
- (2) Financial Conduct Authority (FCA) [2015] "A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media" pp. 1-12. なお、本稿では、煩瑣を避けるため以下、同レビューの該当ページの表記を割愛した。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)