

米国証券取引委員会、私募規制の改正を採択

-投資家保護を維持・強化しつつ、発行体・投資家の資本市場へのアクセスを向上させるため、SEC は、私募規制のフレームワークを簡素化、調整、改善する改正規則を採択しました。

デイヴィッド・S・バクスター、ロバート・B・ロビンズ

- 私募・公募の並行募集を可能にするため、私募・公募の「統合」(integration)に関するSECの規則が改正されました。
- 私募を行う前に利害関係人への一般的勧誘を行うことが解禁され、また、「デモ・デー」に関する新たな免除が導入されたことで、発行体が投資家とより対話できるようになりました。これらの措置は、新興企業の証券法コンプライアンスに関する懸念の解消につながり得ます。
- 特に、機密情報の保護を認める「競争上の害悪」の基準が、最近の最高裁判決により合わせるかたちで改正されました。

2020年11月2日、米国証券取引委員会(SEC)は、レギュレーションD及びレギュレーションAを含む、私募規制の改正(以下「本改正」)を採択しました。本改正の多くは、既存の制度を調整するもので、ほとんどの種類の私募について、基礎的なルールを大きく変えるものではありません。本改正による最大の変更点として、統合(integration)の判断枠組みが新たに作られました。このフレームワークは、募集が統合される場面を限定しようとするSECの長期的なトレンドを維持しつつ、基準を明確化するものです。

ほとんど注目を集めなかった変更点として、1933年証券法(以下「証券法」)におけるルール506(c)の募集における適格投資家(accredited investor)の「認定」基準が緩和されました。この変更により、マーケットが当初期待されたような関心を示さなかったルール506(c)が、より広く受容されることになるかもしれません。

本改正は、多くの技術的・形式的修正を含みますが、本稿では、重要と思われる点を中心に解説します。官報(Federal Register)による公布60日後に施行される本改正は、2021年の第一四半期に施行されます。

SECのリリースに掲載されている、私募の登録免除の早見表は、とても有用です。この表を調整したものを、本稿の添付Aに掲げていますのでご参照ください。とりわけ、この表では、SECによる証券募集の最大額の引き上げが以下のとおり反映されています。

- レギュレーション A の第二区分 (Tier 2): 5000 万ドルから 7500 万ドルに引き上げ
- レギュレーション A の第二区分 (Tier 2) におけるセカンダリーの売買: 1500 万ドルから 2250 万ドルに引き上げ
- ルール 504: 500 万ドルから 1000 万ドルに引き上げ
- レギュレーションクラウドファンディング: 107 万ドルから 500 万ドルに引き上げ

統合 (integration) に関する新たなフレームワーク及びセーフハーバー

一見別々の 2 つ以上の有価証券の募集が、実は適用除外を満たさないのではないか、あるいは、証券法上の登録が必要となる 1 つの募集の一部である (統合されている) のではないかという問いに SEC は長年取り組んできました。統合の問題は、例えば、発行体が私募の後に直ちに登録義務のある公募を行った場合や、その逆の場合に生じ得ます。仮に、2 つの募集が統合され、又は、単一の募集の一部とみなされれば、統合された募集は、証券法セクション 5 に違反することになります。なぜなら、統合された募集のうち公募の部分について、一般的勧誘・広告がなされていることは、私募の適用除外を利用できないことを意味するからです (証券法におけるルール 506 (c) に従って一般的勧誘・広告を利用する直接引受である場合を除きます。)。加えて、公募に先立って私募の勧誘・販売をすれば、いわゆる「ガン・ジャンピング」規制 (募集の前にマーケットに影響のある行為やコミュニケーションを禁止する規制) の問題が生じます。

従前、証券法におけるルール 502(a) は、レギュレーション D の募集の 6 か月より前又は後に行われた募集・売出しについて、セーフハーバーを設けていましたが、市場参加者は、その他の場面について、5 要素からなるテストを用いて統合の有無を判断しなければなりません。そのため、市場参加者は、多大な法的分析を伴う事実関係の分析をしなければならず、明確で安心感のある結論が得られるとは限りませんでした。

本改正では、統合に関する証券法のルールが大幅に見直されました。概要としては、新たな統合のフレームワークは、異なる募集間の統合についての一般原則を設けるとともに、各募集における発行体の行為が他の各募集に適用される要件と根本的に矛盾しないと SEC が判断した場合に異なる募集間が統合されないというセーフハーバーを確立しています。従来の原則の多くは、数十年の実務のなかで徐々に形成されたものでありますが、新たなルールは歓迎すべき明確さを備えています。

以下で詳しく述べるとおり、証券法におけるルール 152 (以下「ルール 152」) では、

- 統合に関する一般原則の記述 (ルール 152(a))
- 4 つのセーフハーバー (ルール 152(b))

を規定するものです。

統合 (Integration) の一般原則

ルール 152(a) の一般原則において、二つ以上の募集が統合されるか判断するにあたっては、ルール 152(b) のセーフハーバーが適用されない場合であっても、発行体が、各募集の証券法の登録要件を満たしていること又は登録免除が利用可能であることを、個別具体的な事実関係のもとで立証すれば、募集は統合されることが規定されています。

一般的勧誘を禁止する私募 (exempt offering) が、一般的勧誘が認められる私募あるいは公募と統合されないためには、ルール 152(a)(1)上、発行体が一般的勧誘を禁止する私募の各購入者について、発行体が(i)一般的勧誘を使用して当該購入者を勧誘しなかった(例えば、発行体が、当該購入者又はその代理人と公募以外の方法で直接接することは、一般的勧誘を構成しません。)、又は(ii)一般的勧誘を禁止する私募の開始前に当該購入者と実質的な関係を確立したと信じるに足る合理的な理由があることが必要とされます。また、SEC は、改正後のルール 152 が、同時又は近接した時期に発生した 1 つ以上の企業結合及び/又は増資取引にも、等しく適用されることを明らかにしました。

ルール 152(a)(2)上、全ての募集が他の各募集それぞれの要件を重要な点において満たしている場合には、並行私募が許容されています。

統合 (Integration) からのセーフハーバー

ルール 152(b)は、募集が統合されない場合として、4 つのセーフハーバーを例示列挙しています。

ルール 152(b)(1)上、発行体が、一般的勧誘が認められている募集の後に行われた一般的勧誘が禁止されている私募の各購入者について、(i)一般的勧誘を使用して当該購入者を勧誘しなかった、又は(ii)一般的勧誘を禁止する私募の開始前に当該購入者と実質的な関係を確立したと信じるに足る合理的な理由がある限り、他の募集の 30 日より前又は 30 日より後に行われた募集は、セーフハーバーの対象となると規定されています。本改正に関するリリースにおいて、発行体がすでに実質的な関係を持っている投資家には、以下の者が含まれ得るとされています。

- 発行体の現在又は過去の投資家
- 発行体の経営陣が関与していた過去の取引における投資家
- 発行体の支配者 (Control Person) の友人・家族
- 登録された証券会社又は投資助言業者の顧客で、証券会社又は投資助言業者が、私募に参加する前から、実質的な関係を確立していた者

ルール 152(b)(2)では、証券法上のルール 701 のもとで免除となる従業員給付制度に従ってなされた募集、又は、レギュレーション S に従ってなされた募集は、他のいかなる募集とも統合されないという既存のルールが維持されています。

ルール 152(b)(3)は、(ルール 152(b)(3)が取って代わる)既存の Rule 155 と整合性を保ちながら、証券法に基づいて登録届出書が提出されている募集が、以下のいずれかの要件を満たす場合に、先行する私募と統合されないというセーフハーバーを規定しています。

- 先行する私募の中止又は完了後に行われ、かつ、当該私募において一般的勧誘が認められていないこと
- 先行する私募の中止又は完了後に行われ、一般的勧誘が適格機関購入者 (qualified institutional buyers) 又は、機関投資家である適格投資家 (institutional accredited investors) のみになされていること
- 先行する私募の中止又は完了から少なくとも 30 日以上後に開始すること

また、SEC は、ルール 152(b)(4)のセーフハーバーを通じて、一般的勧誘が認められている免除に基づいて行われた募集・売出しが、中止又は完了した過去の募集と統合されることはないという実務上一般的な見解を肯定しました。

統合 (integration) のまとめ

SEC のリリースでは、統合に関する新たなフレームワークを要約した 2 つの表が掲げられています。この表を結合し調整したものを、本稿の添付 B に掲げています。

明快な一般原則及び 4 つのセーフハーバーを中心とする新たな統合のルールは、不明確な要素が散見されていた分野を明確化するものであり、資金調達を促進すると考えられます。今後、ほとんどの場合に統合の問題は、募集が他の募集の 30 日以内に行われたい限り、もはや障害とならず、発行体は異なる種類の募集をより柔軟に検討することができるようになると思われます。

機密扱いの基準

SEC は、従前の「競争上の害悪」(“competitive harm”)の基準を、最高裁が近年明らかにした「機密」(“confidential”)の定義により整合する基準に替えることで、登録者が開示書類の添付書類として提出する必要がある重要な契約を編集して(黒塗り等して)秘匿できる場合の扱いを調整しました。特に、発行体が習慣的・現実的に、私的扱い・機密扱いをしている、重要でない種類の情報は、秘匿できることになりました。

デモ・デー

証券法の新たなルール 148 により、一定の「デモ・デー」における投資家との対話は、証券法の登録要件から除外されます。このルールは、発行体が「デモ・デー」イベントで潜在的投資家と事業計画について議論するにあたり、登録免除の要件に違反していないかを明確に判断できるようにして、柔軟な資金調達を可能にすることを意図しています。ルール 148 は、デモ・デーの開催者の身元に関してなど、いくつかの制限が存在し、当該免除を検討している市場参加者はご留意ください。

一般的不特定勧誘 (Generic Solicitation of Interest) に関する免除要件

SEC は証券法における新たなルール 241 を設け、このルールにより、証券法のルールに従って一般的不特定勧誘の資料を用いる発行体は、証券法セクション 5(c)に基づき登録届出書の提出前の募集禁止が免除されます。SEC はこの需要調査 (“testing-the-waters”) のルールを、発行体がマーケットの関心を測り、規模その他募集の条件を(場合によっては潜在的投資家からの反応に)合わせるように設計し、私募を実施するコストを減らしました。発行体が一般的不特定勧誘の後に私募を進める場合、発行体は、登録免除要件を遵守しなければなりません。

ルール 152 の統合に関する新たなフレームワークのもとで、発行体が事実関係に基づき、発行体(発行体のために行っている者)が (i) 一般的勧誘を使用して当該購入者を勧誘しなかった、又は(ii) 一般的勧誘を禁止する私募の開始前に当該購入者と実質的な関係を確立したと信じるに足りる合理的な理由がない限り、一般的不特定勧誘の後に、一般的不特定勧誘を認めない私募(現状登録免除を受けるための主流の方法であるルール 506(b)に基づく募集など)を行うことはできません。発行体がルール 241 を利用し、そしてルール 506(b)に基づき有価証券を 30 日以内に非適格投資家 (non-accredited investors) に販売する場合、発行体は当該非適格投資家に対し、発行体が利用した一般的不特定勧誘の資料を書面で交付しなければなりません。

ブルースカイ法(各州が独自に制定した証券取引法)に基づく州法登録義務の排除はルール 241 に従ってなされた募集について規定されておらず、このことは、ルール 241 によりマーケットが利用可能になった手法に萎縮効果を及ぼし得ることにご留意ください。

適格投資家該当性の確認

販売が適格投資家 (accredited investors) のみに行われるルール 506 の募集の場合に一般的勧誘を認めるルール 506(c)は、マーケットにおいて一般的な手法とはならず、市場参加者は、ルール 506(b)が一般的勧誘を禁止しているにもかかわらず、主にルール 506(b)を依拠することが多いのが現状です。その主な理由は、ルール 506(b)の募集が適格投資家該当性に関する投資家自らの表明保証を受け入れるという円滑なアプローチを採っているのに対し、ルール 506(c)では発行体が購入者の適格投資家該当性を「確認」するため合理的手段を講じることを必要とされているからであるといわれます。この「確認」要件は、発行体・証券会社が避けようとする不確実性を生み出していると考えられてきました。

この問題に対し、今般 SEC は、ルール 506(c)を活用する発行体が、発行体が過去 5 年間の投資家の適格投資家該当性を確認する合理的な措置を講じていた場合、投資家が引き続き適格投資家の要件を満たすこと、これに反する情報を認識していないことを書面で表明保証すれば、その後の販売の時点で投資家が引き続き適格投資家であると判断することを認めることとしました。ルール 506(b)からルール 506(c)への移行を促進するのに十分であるかは今後の動向を見極める必要がありますが、正しい方向への一歩といえます。

他のレギュレーション D の改正

(統合のフレームワークの変更に照らして)複数のルール 506(b)の募集が短い期間に集中する場合に対応するため、SEC は、現在、ルール 506(b)の募集で購入を行う非適格投資家の人数を 90 日間で 35 人以下に制限しています。さらに、非適格投資家に提供されなければならない財務情報が、発行体がレギュレーション A に基づく募集において提供しなければならない情報に沿うかたちに変更されました。

レギュレーションクラウドファンディング及びルール 504

上記のとおり、本改正において、ルール 504 の募集の募集額の上限が 1,000 万ドルに、クラウドファンディング募集の募集額の上限が 500 万ドルにそれぞれ引き上げられました。当該制度を利用しようとする市場参加者は、当該制度に関する他の変更点を全て見直すべきですが、ほとんどの資金調達の場合においては、格段に柔軟かつ負担が少ない免除規定が他にあることから、本改正のみを理由として、レギュレーションクラウドファンディング又はルール 504 の活用が大幅に増えることは想定されません。

本稿の原文(英文)につきましては、[SEC Adopts Amendments to Exempt Offering Rules](#) をご参照ください。

添付 A
私募の適用除外の概要

以下の表は、本改正が採択された SEC のリリース 33-10884 の 9 ページからの表 1 に基づきます。この表は、資本調達に関する適用除外に限定されており、以下の事項は含まれていない点、ご注意ください。

- ルール 701(従業員向け報酬に関する福利厚生制度)
- レギュレーション S(米国外の売買の適用除外)
- ルール 144A(当初の募集ではなく有価証券の転売に関する規制)

募集の種類	12 か月の募集制限	一般的勧誘	発行体要件	投資家要件	SEC 届出要件	転売制限	州法登録義務の排除
セクション 4(a)(2)	なし	不可	なし	発行体による取引が公募を伴わないこと	なし	転売制限付き有価証券 (Restricted securities)	排除されない
ルール 506(b)	なし	不可	一定の非適格要件 ("Bad actor")	適格投資家は人数制限なし、投資に関する知識・経験がある非適格投資家は 90 日間において 35 名まで	フォーム D	転売制限付き有価証券 (Restricted securities)	排除される
ルール 506(c)		可能		発行体は全ての購入者の適格投資家該当性を確認する責任ある措置を講じる必要			
レギュレーション A: Tier 1	2000 万ドル	可能	米国又はカナダの発行体であること	なし	フォーム 1-A、2 年分の財務諸表を含む終了報告書	なし	排除されない
レギュレーション A: Tier 2	7500 万ドル セカンダリーの売出しは 2250 万ドル	需要調査 ("Testing the waters") は要件充足の前に可能	様々なタイプの発行体が除外されている 一定の非適格要件 ("Bad actor") ABS ("Asset-backed securities") は不可	上場有価証券でない限り、非適格投資家は、年収及び純資産の大きい方に基づく投資制限の対象	フォーム 1-A、2 年分の監査済み財務諸表を含む 年次報告書、半期報告書、現状報告書及び終了報告書		排除される

募集の種類	12 か月の募集制限	一般的勧誘	発行体要件	投資家要件	SEC届出要件	転売制限	州法登録義務の排除
ルール 504	1000 万ドル	限られた場面でのみ可能	1934 年法の報告会社その他一定の発行体を除く 一定の非適格要件 (“Bad actor”)	なし	フォーム D	限られ場場合を除き、転売制限	排除されない
レギュレーションクラウドファンディング	500 万ドル	フォーム C 提出前の需要調査 (“Testing the waters”) が可能 フォーム C 提出後は、広告制限付きで、可能 登録仲介業者を介し、インターネット上で募集しなければならない	米国の発行体でない者、1934 年法の報告会社 その他一定の発行体は除外される 一定の非適格要件 (“Bad actor”)	適格投資家に投資制限はなし 非適格投資家は、年収及び純資産の大きい方に基づく投資制限の対象	フォーム C、二年分の監査証明済、レビュー済又は監査済の財務諸表を含む 進捗報告書及び年次報告書	12 か月の転売制限	排除される
セクション 3(a)(11)	連邦法の制限はないが、州法上おおむね 100 万ドルから 500 万ドルの範囲で制限を課している	募集は、州の居住者に行わなければならない	事業を州内で行い、州内で設立された州の居住者 登録された投資会社は除外される	被勧誘者及び購入者は、州内の居住者である必要	なし	有価証券は、州内の居住者に保有され続ける必要	排除されない
ルール 147						6 か月間、転売は州内のみ可能	
ルール 147A		可能		購入者は、州の居住者である必要		6 か月間、転売は州内のみ可能	

添付 B
統合 (Integration)

下表は、本改正が採択された SEC のリリース 33-10884 の 15 ページ表 2(a)及び 16 ページ表 2(b)に基づきます。

ルール 152(a)の一般原則	
統合 (Integration) の一般原則	ルール 152(b)のセーフハーバーの適用がない場合、証券法のもとで、2 つ以上の募集が、登録を要し又は登録免除の要件を満たしているかの判断との関係で一つであると扱われるかどうか判断するにあたっては、個別の事実関係に基づき、発行体が、各募集が証券法に基づく登録要件を遵守していること又は当該募集において登録免除が利用可能であることを立証することができるれば、募集及び売出しは、統合されない。
ルール 152(a)(1): 一般的勧誘が禁止された私募への一般原則の適用	発行体は、個別の事実関係に基づき、一般的勧誘が禁止されている私募の各購入者について、発行体(又は発行体の代理人)が、 (i) 一般的勧誘を使用して当該購入者を勧誘しなかった、 (ii) 一般的勧誘を禁止する私募の開始前に当該購入者と実質的な関係を確立した のいずれかであると信じるに足りる合理的な理由がなければならない。
ルール 152(a)(2): 一般的勧誘がそれぞれ認められている同時並行の私募への一般原則の適用	依拠している特定の登録免除の要件を満たすことに加えて、1 つの募集のための一般的勧誘の資料で、他の私募の重要な条件に関する情報を含むものは、当該他の私募における有価証券の募集を構成することがあり、したがって、当該募集は、当該他の私募が依拠している私募の全ての要件及び制限(書面交付要件及びコミュニケーションの制限を含む)を遵守しなければならない。
ルール 152(b)の例示列挙されたセーフハーバー	
ルール 152(b)(1)	他の募集の開始の 30 暦日より前、又は、他の募集の中止若しくは完了後 30 暦日より後に行われるあらゆる募集は、当該他の募集と統合されない。但し、一般的勧誘が認められる募集の 30 暦日以上後の、一般的勧誘が認められない私募については、ルール 152(a)(1)の規定が適用される。
ルール 152(b)(2)	ルール 701、従業員給付制度、又は、レギュレーション S に従ってなされた募集・売出しは、他の募集に統合されない。
ルール 152(b)(3)	証券法の登録届出書が提出された募集は、以下のいずれかの後に行われた場合には、統合されない。 (i) 中止若しくは完了した一般的勧誘が認められていない募集 (ii) 中止若しくは完了した、適格機関購入者及び機関投資家である適格投資家にのみなされた一般的勧誘が認められている募集 (iii)登録された募集の開始の 30 暦日より前に中止若しくは完了した、一般的勧誘が認められている募集
ルール 152(b)(4)	一般的勧誘が認められている登録免除に依拠した募集・売出しは、中止若しくは完了した募集の後になされた場合、統合されない。

本稿の内容に関する連絡先

木本泰介（日本語版監修）
725 South Figueroa Street, Suite 2800
Los Angeles, CA 90017-5406
+1.213.488.7113
taisuke.kimoto@pillsburylaw.com

保川 明（日本語版作成協力）

David S. Baxter
31 West 52nd Street
New York, NY 10019
+1.212.858.1222
david.baxter@pillsburylaw.com

Robert B. Robbins
1200 Seventeenth Street, NW
Washington, DC 20036
+1.202.663.8136
robert.robbins@pillsburylaw.com

Legal Wire 配信に関するお問い合わせ

田中里美
satomi.tanaka@pillsburylaw.com

This publication is issued periodically to keep Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP clients and other interested parties informed of current legal developments that may affect or otherwise be of interest to them. The comments contained herein do not constitute legal opinion and should not be regarded as a substitute for legal advice.

© 2021 Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP. All Rights Reserved.