



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所 **セーラ・ビーム**

—連載（第4回）—

レギュレーション・クラウドファンディングについて

1. 概要

- 本年5月16日、クラウドファンディングを通じて企業が有価証券の募集を行うことを認めるルール「レギュレーション・クラウドファンディング」が施行された。
- 新興企業はクラウドファンディングを通じて、12ヶ月間の合計で最大100万ドルまで有価証券の募集を行うことができる。
- 一方、8月8日までに有価証券の募集を行った企業は約70社に留まり、目標調達額も合計で約850万ドルとなっている。一部の業界関係者は、規制遵守のための企業側のコストが高すぎる等から、その利用が促進しない可能性があることを懸念している。

2. クラウドファンディングの開始

2016年5月16日、いわゆる“クラウドファ

ンディング”を通じて企業が有価証券の募集を行うことを全米で認めるSECルール「Regulation Crowdfunding（レギュレーション・クラウドファンディング）」が施行された。JOBS法^{（注1）}にてクラウドファンディングが認可されてから4年を要したことになる。当該ルールの施行が遅れた要因の1つに、クラウドファンディングによって、新興企業への投資を行う投資家が高い損失を被る可能性があることを、SECと消費者擁護団体が懸念していたためであると言われている。

3. クラウドファンディングの背景

2012年4月にサインされたJOBS法のタイトルIIIは、1933年証券法^{（注2）}のもと、一定要件下で、新興企業に対してオンラインベースのクラウドファンディングによる資金調達を許容するものであった。クラウドファンディングを認めることで、連邦議会とオバマ



大統領は、新興企業に対する資金供給をサポートし、ひいては新たな雇用を生み出すことを望んでいた。また、小規模の投資家に対して新興企業に対する投資機会を提供するという期待も寄せられていた。なお、これ以前においては、新興企業に対する投資は、1933年証券法のもと、原則として富裕層の個人等を含む「認定投資家 (accredited investors)」と呼ばれる投資家のみが行うことが可能であった。

オバマ大統領によってサインされた超党派法案であったにもかかわらず、複数のSEC関係者は、JOBS法タイトルIIIが投資家保護を損なうとして不快感を示していた。例えば、SECのルイス・アギラー委員は2013年に、クラウドファンディングが“社会の脆弱なセグメント”の餌食のうえで用いられることに関する懸念を表明している。また、彼は、スマートフォンビジネスへの投資は極めて流動性が低くなりがちであり、その結果、クラウドファンディングによる投資家は、投資リスクをいつまでも抱えることに備えなければならないとも指摘している。同じく2013年、全米消費者連盟^(注3)の投資家保護部ディレクターであるバーバラ・ローパー氏は、クラウドファンディングはインターネットを通じて経験の浅い発行者と洗練されていない投資家を結びつけるものであり、そのコンセプトには大きな懸念を抱いていると述べている。

JOBS法はSECに対して、その施行から270日以内、すなわち2012年12月31日までにクラ

ウドファンディングのルールを提案するように求めていたが、SECは、2013年10月23日まで当該ルールを提案していなかった。最終的なルールは2015年10月30日に採用され、当該ルールが連邦官報にて公表されてから180日後に効力発生することとなった。一方、レギュレーション・クラウドファンディングの施行に長い時間を要したことから、30以上の州は、別途、州内に限ったクラウドファンディングの独自のルールを施行することで、州内におけるクラウドファンディングを許容してきた。

■ 4. レギュレーション・クラウドファンディングのキーポイント

○調達限度額

- 有価証券を発行する企業は、12ヶ月間の合計で最大100万ドルまで調達することができる。

○投資家の投資限度

- 個人投資家は、12ヶ月間の合計で、以下の金額を上限に投資することができる。
- 個人投資家の年間所得又は純資産の額が10万ドル未満の場合、以下(1)又は(2)のいずれか大きい方。
 - (1) 2,000ドル
 - (2) 年間所得の5%又は純資産の額の5%のうち、いずれか小さい方
- 個人投資家の年間所得及び純資産の額



の両方が10万ドル以上の場合、年間所得の10%又は純資産の額の10%のうち、いずれか小さい方。ただし、年間所得又は純資産の額に関わらず、上限は10万ドル。

○保有期間

- クラウドファンディングの取引によって購入された有価証券は、一般的に1年間は転売することができない。

○レギュレーション・クラウドファンディングの適用を受けることができない企業

- 非米国企業
- 1934年証券取引法^(注4)に基づく報告や開示を行っている企業
- 特定の投資会社
- 募集の届出を行う直前の2年間において、レギュレーション・クラウドファンディングに定める年次報告要件を満たすことができなかった企業
- 具体的なビジネスプランを有していない又はそのビジネスプランが不特定企業とのM&Aに関与するものであることを示唆している企業
- その他レギュレーション・クラウドファンディングの規定に適合しない企業

○企業に求められる情報開示

- 有価証券の募集価格又は価格決定の方法、目標募集金額、目標募集金額に到達するまでの期限、及び目標金額を越える投資金額に対する許容の有無
- 企業の財政状況に関する解説

- 納税申告書が付されている、公認会計士のレビューを受けている、又は独立監査人の監査を受けている財務諸表^(注5)

- 業務の説明及び募集額の使途
- 役員及び取締役並びに株式を20%以上保有する保有者に関する情報
- 特定の関連当事者間取引に関する情報
- SECに提出されたアニュアル・レポート

○取引方法及びクラウドファンディングのプラットフォーム

- レギュレーション・クラウドファンディングによる募集は、1つのオンライン・プラットフォームにて独占的に行われなければならない。なお、当該プラットフォームを運営する仲介業者は、ブローカー・ディーラーか、「Funding Portal (ファンディング・ポータル)」という新しい所定様式に基づきSECとFINRAに登録される必要がある。
- 発行者は、投資家が購入する有価証券の合計が当該投資家の投資限度を超えることのないよう、仲介業者の協力を得ることができる(ただし、投資家が、募集有価証券を購入限度額を超えて購入しているか否かを、発行者が把握していない場合に限る)。



■ 5. クラウドファンディングの利用状況

レギュレーション・クラウドファンディングが本年5月16日に施行されて以降、これまでそれほど大きな動きは見られていない。本年8月8日までに、クラウドファンディングを通じて有価証券の募集を行った企業は約70社に留まり、目標調達額も合計で約850万ドルとなっている。

クラウドファンディング業界のある関係者は、クラウドファンディングが新興企業に対して資金へのアクセス手段を提供し、小規模の投資家に対して新興企業への投資手段を提供する一方で、当該規制を遵守するための企業側のコストが、その利用を妨げる可能性があることに懸念を示している。業界関係者によると、そのコストは5万ドルから20万ドル程度になるとのことであり、当該ルールの下で12ヶ月間に100万ドルしか調達できない新興企業にとって、非常に大きな額に相当することが利用に際しての障害になっているとの意見もある。

[出典]

- ・ <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html>
- ・ <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>
- ・ https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_crowdfunding.html
- ・ <https://www.sec.gov/News/PublicStmt/Detail/>

PublicStmt/1370542558567

- ・ <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/reg-crowdfunding-interps.htm>
- ・ <https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>
- ・ <https://www.sec.gov/info/smallbus/secgrccomplianceguide-051316.htm>
- ・ <http://www.finra.org/industry/funding-portals>
- ・ <http://www.finra.org/about/funding-portals-we-regulate>
- ・ <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.501>
- ・ http://www.nytimes.com/2012/12/27/business/smallbusiness/why-the-sec-is-likely-to-miss-its-deadline-to-write-crowdfunding-rules.html?_r=0
- ・ <http://www.reuters.com/article/us-startups-crowdfunding-idUSKCN0Y92EN>
- ・ <http://www.npr.org/2013/11/26/247170871/small-firms-may-soon-turn-to-crowdfunding-to-sell-shares>
- ・ <http://www.bloomberg.com/news/audio/2016-08-09/sec-crowdfunding-rule-off-to-slow-start>

- (注1) Jumpstart Our Business Startups Act
- (注2) Securities Act of 1933
- (注3) Consumer Federation of America
- (注4) Securities Exchange Act of 1934
- (注5) 当該企業が12ヶ月間のうちに行った募集総額やクラウドファンディングによる募集の頻度に応じて、要件が変わる。

