

# 米国SECによる投資アドバイザーの 広告規制の近代化

～ソーシャル・メディア発展への対応～



日本証券業協会 国際規制調査室

室長 浅倉 真理

上席調査役 轟 ゆかり

## I. はじめに

米国SECは、2020年12月22日、1940年投資顧問法に基づく登録投資アドバイザー（以下、「RIA」という。）のマーケティングに関する規則の近代化を公表した。

今回、約60年前に制定された広告の定義が

### 〈目次〉

- I. はじめに
- II. 広告の定義
- III. 投資アドバイザーの広告における禁止事項
- IV. テスティモニアル等にかかる義務
- V. ブローカー・ディーラーに係るソーシャル・メディア関連の広告規制
- VI. おわりに

改められるとともに、既存顧客からの経験に基づく証言（テストイモニアル）や、非顧客からの支持や推奨（エンドースメント）をRIAが広告に用いることが認められた。いわゆるテストイモニアル広告とは、一般的には、広告などにおいて、当該商品やサービスの専門家や利用経験者の体験談、推奨文などを加えたものである。技術の進展や投資環境の変化から、RIAにおいても、その選別にあたって、このような実際の利用者からの評価が重要な判断要素となりうるが、これまで投資顧問法において、RIAが他者の証言を広告に利用することは禁止されていた。今回の改正で、これらを認めるとともに、このような広告における禁止事項や要件も定められた。同規則は2021年3月5日に官報に掲載され、2021年5月4日より発効し、遵守期限は2022年11月4日となる。本稿では、SECの今回の規則改

正の要点について概観する。

なお、この改正は、あくまでRIAに関するもので、引き続き、ブローカー・ディーラーはFINRAの広告及びコミュニケーション規則の対象となる。本稿最後にFINRAにおけるソーシャル・メディアなどにおけるコミュニケーションについても触れたい。

本稿はSECの文書に基づいて作成したものであるが、その正確性、完全性を保証するものではない。意見にかかる部分は筆者らの個人的見解であり、日本証券業協会又は証券業界としての見解を示すものではないことを申し添える。

## ■ II. 広告の定義

1940年投資顧問法（以下、「法」という。）第206条では、RIAに禁止される行為が定められており、法第206条（4）では、詐欺的、欺瞞的、相場操縦的な行為、慣行、業務が禁止され、具体的にはSECが規則及びレギュレーションにより定めることとされている。それらに該当する行為として、SECは1961年、誤解を招く可能性がある広告慣行を示した規則<sup>(注1)</sup> 206（4）- 1（「広告規則」）を定め、1979年、有償で顧客をRIAに紹介する勧誘員に関する要件を規定した規則<sup>(注2)</sup> 204（4）- 3（「現金勧誘規則」）を定めた。今般の規則改正では、これらの規則を一本化し、改正後規則206（4）- 1を「マーケティング規則」<sup>(注3)</sup> として置き換えたものである。

本章では、まず従来の広告規則及び現金勧誘規則において定められていた広告の定義等を整理したのち、今般のマーケティング規則で定められた広告の定義と主要な要素について解説する。

### 1. 改正前の広告の定義等

#### (1) 広告規則（改正前規則206（4）- 1）

広告には、一人超に宛てた通知、チラシ、レター若しくはその他書面によるコミュニケーション、又は出版物、ラジオ・テレビによる通知やその他アナウンスメントが含まれており、①証券に関する、又は証券を売買するタイミングや銘柄を決定するために使用される分析、レポート、出版物、②証券を売買するタイミングや銘柄を決定するために使用されるグラフ、数式、その他のデバイス、③証券に関するその他の投資アドバイザーサービスを提供するもの、とされていた。

#### (2) 現金勧誘規則（改正前規則206（4）- 3）

有償の勧誘員には利益相反が生じる恐れがあることを顧客が認識できるよう設けられた規則である。勧誘員は、RIAに顧客を紹介することによってRIAから金銭的報酬を得ていることなどを開示した書面を顧客に渡すことが求められる。また、そのような取り決めを定めた書面に、勧誘員とRIAが合意していない限り、RIAによる、顧客紹介に対する勧誘員への現金手数料の支払いは違法とされている。

## 2. 改正後の広告の定義

今回の改正では、マーケティング規則（規則206（4）-1）において、広告規則と現金勧誘規則に由来する2つの要素から構成される新たな定義（以下、「新定義」という。）を設けている。

〈マーケティング規則における広告の定義〉

広告とは、

- (i) RIAが、一人超に対して行う、又は仮定的パフォーマンスが含まれる場合は一人以上に対して行う、直接的又は間接的なコミュニケーションであり、RIAによって、見込み顧客（注4）に対して、証券に関する投資アドバイザーサービスとして提示されるもの、又はRIAによって、既存顧客に対して、証券に関する新規の投資アドバイザーサービスとして提示されるもの。
- (ii) RIAが直接的又は間接的に報酬を提供するエンドースメント又はテストイモニアル。ただし、法定上又は規制上の通知・届出・その他の要求されているコミュニケーションを包含する情報は含まない。

とされており、一定の場合に適用除外が設定されている。

### (1) 第1要素：広告規則に由来する内容

① 直接的又は間接的コミュニケーション  
従来の広告規則の要件では「書面による」

コミュニケーションや「ラジオ又はテレビによる」アナウンスメント等に限定されていたところ、新定義では最近の技術的進歩を反映し、Eメール、動画、ブログ、SNSといった最新のコミュニケーションが含まれるようにされた。したがって、一定の適用除外はあるものの、規則の適用範囲が拡大され、配布、提示方法は問われなくなったことから、将来、技術やコミュニケーション方法の発展があったとしても、RIAによる証券に関する全ての投資アドバイザーサービスの提供に係るコミュニケーションが対象となりうる。

なお、RIAは、見込み顧客と直接コミュニケーションすることに加え、コンサルタント、他のRIA、プロモーターといった仲介者に広告を提供することもあるが、これらの広告は、第三者による配布のためにRIAが提供したものであるため、RIAによる間接的なコミュニケーションとなる。

#### ② 一人超

本改正前から、一人に対するコミュニケーションは広告の定義から除外されており、新定義においても同様に、一人に対するコミュニケーションは除外された。しかし、一人に対するものであっても、仮定的なパフォーマンス情報が含まれている場合には、広告に該当することとなった（ただし、非勧誘の既存又は見込み顧客からの要求への回答として提供される場合は除外されており、仮定的なパフォーマンスが含まれていても広告に該当しない）。

当初規則案では、1対1を含む、一人以上に対するコミュニケーションを広告の対象としていたが、RIAと見込み顧客の対面による会話が広告に含まれる懸念があり、タイムリーな情報提供やフィデューシャリーとしての義務を果たすことが困難となる恐れがあるという意見が寄せられたことから、広告の定義は引き続き一人超とされた。なお、単一の事業体や単一の口座を代表する複数の自然人に対するコミュニケーションは、一人に対するコミュニケーションとして広告から除外される一方、テンプレート等を利用し、大部分が同一の内容であるEメールやアルゴリズムによるメッセージ等、実際には多くの投資家に配布されるものは、広告に該当する。

③ 見込み顧客 (prospective client) に対して証券に関する投資アドバイザーサービスを提示する (offer) もの

当初規則案では、「広告」には、一人以上の顧客を獲得又は維持しようとするコミュニケーションを含むと定義されていたが、最終規則では、既存顧客に対する従来の投資アドバイザーサービスにかかるコミュニケーションは対象外とされた。また、証券に関する投資アドバイザーサービスに係る提示に限定した。

④ 既存顧客に対して証券に関する新規の投資アドバイザーサービスを提示するもの

マーケティング規則では、RIAの既存顧客とのコミュニケーションは、証券に関する新

規・追加的アドバイザーサービスを提供する場合にのみ広告とみなされる。したがって、RIAが既存顧客に対して行う、口座や市場に関するタイムリーな情報提供については、マーケティング規則の対象とならない。また、ブランドコンテンツ、一般的教育資料、マーケットの解説は、広告には該当しないとされる。

⑤ 適用除外

本規則では、(i)即時・ライブ・口頭によるコミュニケーション、(ii)法定上又は規制上の通知・ファイリング・その他の要求されているコミュニケーション（当該情報が当該通知・届出・その他の要求されているコミュニケーションの要件を満たすように合理的に設計されている場合に限る。）については、広告の定義の第1要素から除外されている。

(2) 第2要素：現金勧誘規則に由来する内容

新定義には、これまで広告の定義に含まれていなかった「RIAが直接的又は間接的に報酬を提供するエンドースメント又はテストイモニアル」という第2の要素が含まれている。そのコミュニケーションが口頭か書面か、また、一人に対してか一人超に対してかを問わず、報酬を提供するテストイモニアル又はエンドースメントであれば、第2要素を満たすことになる。一方で、報酬が提供されないものは第1要素を満たしていない限り、広告には該当しないとされる。

(図表) 投資アドバイザーに対するSECのマーケティング規則の要点

広告の新定義 2つの要素	
(i) 投資アドバイザーが、一人超(仮定的パフォーマンスが含まれる場合は一人以上)に対して行う、直接的又は間接的なコミュニケーションであり、 ◆ 見込み顧客に対して、証券に関する投資アドバイザーサービスとして提示されるもの ◆ 既存顧客に対して、証券に関する新規の投資アドバイザーサービスとして提示されるもの	(ii) 投資アドバイザーが、直接的又は間接的に報酬を提供するエンドースメント又はテストモニアル。ただし、法定上又は規制上の通知・届出・その他の要求されているコミュニケーションを包含する情報は含まない。

7つの禁止事項
投資アドバイザーは、
(1) 重大な事実に関する虚偽の文言を含めてはならない。また、誤解を生ぜしめないために必要な文言を除外してはならない。
(2) 合理的根拠のない事実を含めてはならない。
(3) 重要な事実に関して、虚偽又は誤解を招くような含意若しくは推論を引き起こす可能性が高い情報を含めてはならない。
(4) 潜在的な利益にかかる重大なリスク、重大な制限について公正かつバランスの取れた取り扱いをすることなく、投資家の投資家の利益について論じてはならない。
(5) 公正かつバランスの取れた方法で示すことなく、具体的な投資アドバイスへの参照を含んではならない。
(6) 公正かつバランスの取れた方法によらず、パフォーマンス結果を含めたり除外したり、又はパフォーマンスの対象期間を示してはならない。
(7) その他、重大な誤解を招くものであってはならない。

**テストモニアル又はエンドースメントを使用する要件**

<b>開示</b>	投資アドバイザーは、定められた開示を自分自身で行うか、またはテストモニアル等を行う者が必要な開示すべてを行うと合理的に信じていなければならない。
<b>監督・コンプライアンス</b>	投資アドバイザーは、 (i) テストモニアル等がこの規則に準拠していると信じる合理的な根拠がなければならない、 (ii) テストモニアル等を行う者(関連会社affiliatesは除く)との間で、行為の範囲や報酬について書面による契約書を締結しなければならない(ただし、僅少な報酬の場合は不要)
<b>不適格者の除外</b>	投資アドバイザーは、テストモニアル等を行う人物が不適格な人物であることを、投資アドバイザーが知っている、または合理的な注意を払えば知っているはずであった場合に、そのテストモニアル等への見返りとして、直接的または間接的に報酬を支払ってはならない。

明確かつ目立つように開示すべき事項	その他の開示事項
✓ テストモニアルの場合は現在の顧客によって、またエンドースメントの場合は現在の顧客以外の者によって提供されたということ ✓ 現金または現金以外の報酬が支払われている場合は、その旨 ✓ 当該投資アドバイザーとの関係によって生じるプロモーター側における利益相反にかかる簡単な説明	✓ 直接的または間接的に、テストモニアル等のためにプロモーターに提供される(見込みを含む)報酬の説明や報酬の契約にかかる重要な条件(詳細な計算方法についてを含む必要はない) ✓ 投資アドバイザーとプロモーターとの関係、報酬契約に起因するプロモーター側の重要な利益相反にかかる説明

### ① テスティモニアル、エンドースメントの定義

テストモニアルは、既存顧客による、RIA又はその監督対象者（以下、「RIA等」という。）とその顧客との間の経験についての意見（ステートメント）である。エンドースメントは、既存顧客ではない者による意見であり、RIA等への承認、支持、推奨を示すもの、又はRIA等とその人物との間の経験を説明する意見が含まれる。

最終規則で注目すべき点として、報酬を受けて行う勧誘や紹介に係る活動がテストモニアル及びエンドースメント（以下、「テストモニアル等」という。）の定義に含まれることとなったことが挙げられる。テストモニアル等を行う代表的な者としては、企業であればRIAのために勧誘を行う証券会社や銀行であり、また個人であれば勧誘を行う企業に所属し、RIAのために勧誘を行う証券会社の登録外務員や銀行の営業員が挙げられている。さらに、オペレーターといわれるリドジェネレーション企業<sup>(注5)</sup>又はアドバイザー紹介ネットワークが行う勧誘又は紹介行為が、エンドースメントに該当するとされている。市中協議に出されたコメントによれば、オペレーターとは、非投資家によって運営されるもので、投資家を勧誘し、RIAに紹介することにより、RIAから当該オペレーターに報酬が支払われる仕組みのネットワークである。

### ② 報酬

第2要素を構成する次の要件は、RIAがテ

スティモニアル等に対し、直接的又は間接的に、現金又は現金以外の報酬を提供していることである。

本規則における報酬の形式には、運用資産又は投資額に対する一定割合の手数料、定額手数料、リテイナーフィー、時間当たり手数料、アドバイザー手数料の減額、手数料の免除、その他現金によるすべての報酬、RIAがテストモニアル等に対して提供する現金又は現金以外の報酬が含まれる。これには、投資家を勧誘したことや、商品を販売したことによる報酬又はその他賞品、テストモニアル等の報酬としてRIAが提供する旅行、その他の形式の娯楽などの接待やブローカーに対して報酬を提供するディレクテッド・ブローカレッジも含まれる。

### ③ 適用除外

第1要素と同様に、法令等の要件として作成されたコミュニケーションは、本規則における広告とみなされないが、第1要素とは異なり、即興、ライブ、口頭によるコミュニケーションは適用除外されない。また、一人に対するコミュニケーションや仮定のパフォーマンス情報を含むコミュニケーションも除外されない。

## ■ Ⅲ. 投資アドバイザーの広告における禁止事項

今回のマーケティング規則では、RIAの広告に関して、一定の禁止事項が定められてい

る(注6)。本章では、広告全般に適用される7つの一般的禁止事項及びテストモニアル、エンドースメント、第三者レーティング並びにパフォーマンスのそれぞれに該当する広告のみを対象とする禁止事項について解説する。

## 1. 一般的禁止事項

RIAが提供するすべての広告は、以下の7つの禁止事項に反するものであってはならないと定められている。

- ① 重大な事実に関する真実ではない文言を含めてはならない。また、(当該広告が作成された環境に照らして)当該広告が誤解を生ぜしめないために必要となる重要な事実についての文言を除外してはならない。
- ② 広告は、SECから求められた場合に当該RIAが立証できると信じるに足る合理的な根拠がない重要な事実を含めてはならない。
- ③ RIAに関連する重要な事実に関して、虚偽又は誤解を招くような含意若しくは推論を引き起こす可能性が合理的に高い情報を含めてはならない。
- ④ 潜在的な利益に関連する重大なリスク又は重大な制限について、公正かつバランスの取れた取り扱いを提供することなく、RIAのサービス又は運営方法に関連する、又はそれらから生じる顧客又は投資家への潜在的な利益につい

て論じてはならない。

- ⑤ 公正かつバランスの取れた方法で示すことなく、RIAによって提供された具体的な投資アドバイスへの参照を含んではならない。
- ⑥ 公正かつバランスの取れた方法によらず、パフォーマンス結果を含めたり除外したり、又はパフォーマンスの対象期間を示してはならない。
- ⑦ その他、重大な誤解を招くものであってはならない。

本規則で定義する広告に該当しない場合は、これらの禁止事項の対象にならないものの、本規則外の不正行為禁止規制やフィデューシャリー・デューティーの枠組みにおける義務などの対象となりうるので留意が必要である。さらに、これらの禁止事項への該当性の判断は、その広告の対象とする観衆の性質によるところが大きいとされている。例えば、リテール投資家に対する広告に含まなければならない情報量やその種類は、機関投資家に対するそれとは異なるであろうとされている。

## 2. 第三者によるレーティングに関する規制

米国では、YelpやGoogleのレビューなどのビジネス評価サイトにおいて、RIAの評価やレーティングが掲載されている。マーケティング規則では、一定の要件に則っていれば、

このような第三者レーティング (Third-Party Rating) を広告に利用することが認められた。第三者レーティングとは、「RIAの関係者ではない者が提供するRIAのレーティング又はランキングであり、かつその者が通常の事業プロセス (ordinary course of business) においてそのレーティング又はランキングを提供するもの」と、定義されている。 testimonial等と大きく異なる点は、第三者レーティングは提供者の通常の事業プロセスによって付されたものであるという点である。

RIAが第三者レーティングを広告に利用するには、当該RIAが「デューデリジェンス要件」及び「ディスクロージャー要件」を満たさなければならない。

#### ① デューデリジェンス要件

RIAは、第三者レーティングの作成に使用される質問票やアンケートが、調査参加者が好意的な回答と不利な回答を提供するのが等しく容易になるように構成されており、また、あらかじめ定められた結果が出るように設計又は準備されたものではないと信じるに足る合理的な根拠を持っていなければならないとされている。

では、どうすれば要件を満たすことができるのかという点が問題となってくるが、レーティング会社が独自の評価手法についてRIAに提供したがる可能性もある。SECは必ずしもRIAが、レーティングの裏付けデータや計算方法についての完全な情報を入手し評

価することまでは求めていないものの、RIAが、レーティングの手法や構成について、ある程度のデューデリジェンスを実施することなく、レーティング結果のみに依存して、広告に掲載することは、誤解を生じさせる可能性が増加するとしている。SECは、RIAがレーティング会社から、どのようにアンケートが設計、構成、運営されているかについての一般的な情報について説明を受けるか、又は同様の情報をレーティング会社が公表することで、レーティング会社の内部の評価手法を個別にRIAがアプローチして入手することなく、合理的に信じるに足る十分な情報を得ることができるだろうとしている。

#### ② ディスクロージャー要件

RIAが広告で第三者レーティングを利用する場合には、以下の項目について、RIA自身が開示するか、レーティング会社が開示していることを合理的に信じるに足る根拠がなければならない。

- (i) レーティングが与えられた日付及びレーティングの対象期間
- (ii) レーティングを作成し一覧表にした当該第三者のアイデンティティ (身元)
- (iii) (該当する場合には、) 第三者レーティングの取得又は利用に関連して、RIAにより直接的又は間接的に対価が提供されていること

これらの開示事項は明確に目立つように開示されていなければならない、少なくとも第三者レーティング自体と同程度に目立つように

表記されなければならないとされている。

### 3. パフォーマンスを含む広告の要件

従来の規則では、パフォーマンスに関する事項を含む広告に関する明示的な規定はなかったものの、今回、グロス・パフォーマンス（総業績）を含む場合はネット・パフォーマンス（純業績）を提示しなければならないなど、パフォーマンスを示す際の要件が設けられている。ネット・パフォーマンスとは、あるポートフォリオについて、RIAや対象資産の運用に係る全ての手数料や費用を差し引いて算出されたパフォーマンスのことである。当初の規則案は、ネット・パフォーマンスを算出するために勘案すべき手数料や費用について提示することを求めるものであった。しかしそれだけでは、それらが運用期間中に差し引かれ、パフォーマンスの結果に複利でどのように影響を与えるかということが伝わりづらく、投資家がそれらの手数料やコストが単にグロス・パフォーマンスのリターンから差し引かれるものであると、誤解する可能性があることから、グロス・パフォーマンスを含む場合はネット・パフォーマンスを合わせて表示しなければならないこととされた。さらに、ネット・パフォーマンスは、少なくともグロス・パフォーマンスと同じ程度目立ち、容易に比較ができるよう同じ期間、同じタイプのリターン及び方法論を使用して計算されなければならないとしている。

その他、関連するパフォーマンス、パフォ

ーマンスの一部抜粋、仮定のパフォーマンスを含む広告についても、それぞれ提示するにあたっての要件が定められている（注7）。

## ■ IV. テスティモニアル等にかかる義務

マーケティング規則では、RIAが広告にテストモニアル等を用いる際、又はテストモニアル等に対して間接的、非間接的に報酬を支払うにあたっては、ディスクロージャー要件、監督及び法令遵守、不適格者の除外の3点を遵守しなければならないとされている。

### 1. ディスクロージャー要件

RIAやプロモーター（注8）が開示しなければならない事項として、以下の5点が定められている。

- (A) テスティモニアルの場合は現在の顧客によって、またエンドースメントの場合は現在の顧客以外の者によって提供されたということ（個人名は不要）
- (B) 現金又は現金以外の報酬が支払われている場合は、その旨（SNSに掲載される場合はそれが有料のエンドースメント等である旨）
- (C) 当該RIAとの関係によって生じるプロモーター側における利益相反にかかる簡単な説明
- (D) 直接的又は間接的に、テストモニアル等のためにプロモーターに提供され

る（見込みを含む）報酬の説明・契約にかかる重要な条件（詳細な計算方法を含む必要はない。）

- (E) RIAとプロモーターとの関係、報酬契約に起因するプロモーター側の重要な利益相反にかかる説明

RIAは、上記5つの開示(A)~(E)を自分自身で行うか、又はテストモニアル等を行う者が5つの開示すべてを行うと「合理的に信じて (reasonably believe)」いなければならない。プロモーターが開示を行う場合でも、RIAは、プロモーターに開示事項を提供し、その開示が実際に投資家に提供されたことを確認することにより、合理的に信じているという要件を満たすことができるとされている。最終的に誰が開示を行うかにかかわらず、それらは、テストモニアル等が公表された時点で行われなければならない。

また、要件となる5つの開示のうち(A)~(C)は、少なくともテストモニアル等と同程度、明確かつ目立つように行われなければならない。明確かつ目立つような開示とは、テストモニアル等自体にこれらの開示が含まれていなければならない、口頭で行われる場合には、要件となる開示（口頭又は書面による）は、実際のテストモニアル等と同時に提供されなければならないとされている。つまり、単に開示事項の掲載されているページへのハイパーリンクなどを掲載するなどテストモニアル等の本体から離れた場所において開示さ

れている状態では、「明確かつ目立つように」という要件を満たさないとされる（注9）。

## 2. RIAによる監督及び法令遵守

RIAには、(i)テストモニアル等が本規則に準拠していると信じる合理的な根拠を持っていること、(ii)テストモニアル等を行う者（関連会社等は除く）との間で、合意した行為の範囲や、報酬について書面による契約を締結すること（ただし、僅少な報酬（注10）の場合は不要。）が求められている。(i)の要件を満たすか否かについては、実際の状況によって判断されるとしているが、例として、プロモーターがどのような文言で勧誘を行ったかを定期的に投資家に質問したり、テストモニアル等が規則に合致していると信じるに足るポリシーや手続きの導入についてプロモーターとの書面で契約に盛り込むことなどが例示されている。

## 3. 不適格者の除外

マーケティング規則では、テストモニアル等を行う人物が不適格者であることを、テストモニアル等が行われた時点で、RIAが知っている、又は合理的な注意を払えば知っているはずであった場合に、そのテストモニアル等への見返りとして、直接的又は間接的に報酬を支払うことが禁止されている。「不適格者」とは、SEC連邦証券法に基づいて、何らかの行為を「禁止」、若しくは一定期間停止される「資格剥奪措置」、又は特定の犯

罪の有罪判決やSEC、CFTC若しくは自主規制機関からの「資格剥奪事象」の対象となった者等とされている。この制限は報酬を支払うテストモニアル等のみを対象としていることから、そのような契約の締結に際しては、ある程度の事前審査と、契約書にそれらについての表明や誓約を盛り込むことが考えられる。

## ■ V. ブローカー・ディーラーに係るソーシャル・メディア関連の広告規制

これまで今回新たに定められたRIAに対するマーケティング規則について、解説してきたが、米国におけるFINRAの会員であるブローカー・ディーラーが投資家に対して行うコミュニケーションについては、これまで通りFINRAのコミュニケーション規則(FINRA規則2210~2220)が適用される。

FINRAの規則においては、30日間に配布・閲覧するリテール投資家が25名超(リテールコミュニケーション)か、25名以下(コレスポネンシ)かによって規制の内容が異なっており、機関投資家に対するコミュニケーションは規制の対象外とされている。SNSや電子的なコミュニケーションに関しては、規制通知<sup>(注11)</sup>において、ブローカー・ディーラー又はその従業員が作成したソーシャル・メディア・サイトやウェブサイトに対する顧客又は他の第三者による投稿は、規則2210に

基づくコミュニケーションに該当しないとしている。したがって、登録責任者による事前承認(pre-use principal approval)や内容の保管に関する規制は、これらの投稿には適用されない。

しかし、ブローカー・ディーラー又はその関係者が(1)コンテンツの準備に対し、対価の支払いを行った場合や関与した場合、(2)コンテンツを明示的又は暗示的に支持・承認した場合は、第三者による当該ブローカー・ディーラー又はその関係者のウェブサイトへの投稿はFINRA規則2210に基づくコミュニケーションに該当するとされている。

また、テストモニアルについては、投資の技術的な側面に関するものである場合、テストモニアルを行う者は、有効な意見を形成するための知識と経験を保持していなければならないとされている。さらに、ブローカー・ディーラーの投資アドバイスや商品に関するテストモニアルを提供する場合は、以下の点を明示しなければならない。

- (i) テストモニアルが他の顧客の経験を代表したものではないという事実
- (ii) テストモニアルが将来のパフォーマンス又は成功を保証するものではないという事実
- (iii) テストモニアルに対して100ドルを超える対価が支払われた場合、対価が支払われたテストモニアルであるという事実

## ■ VI. おわりに

従来のRIAの広告に関する規則は、主に書面やテレビ、ラジオを想定したものであったが、今回のマーケティング規則によって、現在広く利用されているSNSなどのメディアにおける様々な情報発信手段による広告についても対象とされた。このことについて、投資アドバイザー協会チーフ・エグゼクティブカレン・バー氏は、「大転換であり、この新しい規則は投資アドバイザーを21世紀によみがえらせるものだ」<sup>(注12)</sup>と述べている。

今回の最終規則で特筆すべき点として、広告の事前審査が義務付けられなかった点がある。市中協議案においては、規則の要件が守られることを確実にするために重要なプロセスであるとして、広告が直接的又は間接的に提供される前にRIAの指定した従業員が審査を実施し、承認を行うことを、新たに明示的に義務付ける案が提案されていた。しかし複数の業界団体より、小さな会社に大きな負担となる、また既にほとんどのRIAが、既存のコンプライアンス規則<sup>(注13)</sup>を遵守するために、社内規定でリスクに応じた事前レビューを導入しており、それらと重複することへの懸念、さらには事前承認を義務化する場合、ソーシャル・メディアでのインタラクティブなコミュニケーションをタイムリーに実施するためには、そのような広告に限って事前審査義務の対象外とするべきであるといった意

見が出され、最終規則においては、義務化しないこととされた。とはいえ、RIAは、広告が規則に則って提供されるよう、また違反があった場合にはそれを検知し、発生してしまった違反を適切に是正することができるよう、各社の事情に則したコンプライアンス・プログラムを作り、導入することが求められることに変わりない。つまり、SECは事前審査、承認という形式を義務付けるのではなく、プリンシプルベースでの規則としたものである。

あるRIAのコンプライアンス責任者は、「これは大規模な事業になるであろう。対応には一年かかると予想している。各社は、多くの点を考慮し計画しなければならない」という<sup>(注14)</sup>。RIAはこれまでの広告の棚卸を行い、新たな規則に合致しているか検討が必要であると同時に、新たに認められた手法を活用することで、より効果的な営業戦略が検討されることとなるだろう。

(注1) SEC (1961), Advertisements by Investment Advisers [https://archives.federalregister.gov/issue\\_slice/1961/11/9/10547-10549.pdf#page=2](https://archives.federalregister.gov/issue_slice/1961/11/9/10547-10549.pdf#page=2)

(注2) SEC (1979), Requirements Governing Payments of Cash Referral Fees by Investment Advisers <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-1979-07-18/pdf/FR-1979-07-18.pdf>

(注3) SEC (2020), Investment Adviser Marketing <https://www.sec.gov/rules/final/2020/ia-5653.pdf>

(注4) 規則原文では、プライベートファンドの投資家に対するコミュニケーションも明示的に含まれているが、本稿では割愛する。

---

(注5) 自社の商品・サービスの購入に関心を示す個人や企業を見込み顧客として集め、情報提供や提案をして購入につなげる活動全般を指す。

(注6) その他、記録保持義務も強化されている。

(注7) 規則206(4)-1 Investment Advisor Marketing, (d) Performance 参照

(注8) プロモーターとは、報酬の有無にかかわらず、テストモニアル又はエンドースメントを提供する者を指す。

(注9) 前述の第三者レーティングのディスクロージャー要件における、「明確かつ目立つように」という要件も同じ。

(注10) 僅少な報酬とは、テストモニアル等の提供に対する報酬として、過去12か月間にUS\$1,000以下(又は非現金報酬の場合、同等相当)の場合と定義されている。

(注11) Regulatory Notice 17-18 Guidance on Social Networking Websites and Business Communications  
<https://www.finra.org/rules-guidance/notices/17-18>

(注12) “Clock starts ticking o November 2022 compliance for SEC ad rule” InvestmentNews, 2021/3/8 <https://www.investmentnews.com/clock-starts-ticking-on-november-2022-compliance-for-sec-ad-rule-203682>

(注13) 規則206(4)-7において、口座報告書や広告を含む、投資家、顧客及び当局に開示する書類の正確性を保つための社内手続きやポリシーを導入すべきであるとしている。

(注14) 注12と同じ。

