

日本取引所金融商品取引法 研究

第 1 号

2013年10月25日 開催

証券市場規制等を巡る最近の状況と当面の課題について

金融庁総務企画局市場課長 齋藤 通雄 1

2013年11月22日 開催

デリバティブ取引の投資勧誘規制【ドイツ】

東京大学大学院法学政治学研究科教授 山下 友信 41

2013年12月27日 開催

デリバティブ取引の投資勧誘規制【日本】

早稲田大学大学院法務研究科教授 黒沼 悦郎 79

2014年3月28日 開催

デリバティブ取引の投資勧誘規制【英国】

立教大学法学部教授 松井 秀征 115

2014年4月25日 開催

デリバティブ取引の投資勧誘規制【米国】

東京大学大学院法学政治学研究科准教授 加藤 貴仁 193

2015年10月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー(五十音順)

2015年4月1日現在

氏名	所属
飯田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田 眞 得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖 史	同志社大学法学部教授
片木 晴 彦	広島大学大学院法務研究科教授
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	同志社大学法学部教授
岸田 雅 雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村 雅 史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
久保 大 作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
小 出 篤	学習院大学法学部教授
近藤 光 男	関西学院大学法学部教授
志谷 匡 史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博 史	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩 司	同志社大学法学部准教授
前田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀 征	立教大学法学部教授
松尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森 田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
森 本 滋	同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友 信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一 人	神戸大学大学院法学研究科教授

特別会員

氏名	所属
河本 一 郎	神戸大学名誉教授・弁護士
龍 田 節	京都大学名誉教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

証券市場規制等を巡る最近の状況と当面の課題について

2013年10月25日(金) 15:00~17:07

大阪証券取引所5階取締役会会議室及び東京証券取引所15階第一会議室にて

出席者(五十音順)

飯田	秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	真 得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖 史	同志社大学法学部教授
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	同志社大学法学部教授
岸田	雅 雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅 史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
久保	大 作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
近藤	光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
志谷	匡 史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎	博 史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授・弁護士
船津	浩 司	同志社大学法学部准教授
前田	雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀 征	立教大学法学部教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友 信	東京大学大学院法学政治学研究科教授
行澤	一 人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

証券市場規制等を巡る最近の状況と当面の課題について

金融庁総務企画局市場課長
齋藤 通 雄

目 次

- | | |
|------------------|------------------------------|
| I. 成長戦略等への対応 | (4) 中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制 |
| 1. リスクマネーの供給 | |
| 2. 総合取引所 | 2. 金融市場インフラに係る原則 |
| II. 国際的な動向への対応 | 3. 実効的な破綻処理の枠組み |
| 1. 店頭デリバティブ改革 | 4. LIBOR 問題に端を発した金融指標を巡る問題 |
| (1) 清算集中制度 | |
| (2) 取引情報の保存・報告義務 | 討論 |
| (3) 電子取引基盤の利用 | |

○黒沼 それでは、本日のご報告をお願いしたいと思います。

本日は、金融庁総務企画局の齋藤市場課長に「証券市場規制等を巡る最近の状況と当面の課題について」というテーマでご報告をお願いしています。

それでは、齋藤課長、よろしく願いいたします。

○齋藤市場課長 ただいまご紹介いただきました、金融庁で市場課長をしております齋藤でございます。どうぞよろしく願いいたします。本日はこのような場にお招きをいただきまして、まことにありがとうございます。

実は、初めに正直に申しますと、今年の6月末の人事異動で金融庁に初めて参りまして、今の市場課長というポストに着任いたしました。今年の6月までは、財務省のほうで国債の発行にかなり長く携わっておりました。そういう意味では、マーケット周りの特に実務のところはそれなりにわかっているつもりではあるのですが、金商法の世

界というのは、実はこの6月末以降、新しく私が業務として携わってきたところでございます。

今回この研究会にお招きいただきお話をさせていただくに当たって、先生方のお名前を拝見すると、私が学生時代から研究者としてご活躍されている方もいらっしゃいます。そんな方々を前に、いくら担当課長だからといって、私が金商法について何か解説をするのはあまりにもおこがましいと思ひまして、今回は、市場課長として、まだ短い期間ですけれども、これまで業務をやってきた中で、今金商法を取り巻く環境がどのような状況にあるのか、あるいは私ども担当課がどのようなことに注意を払い、労力を注ぎながら仕事をしているのかというあたりについて少しご紹介をさせていただければと思っております。

私がこれからお話しさせていただく内容は、一番近いところでは来年の通常国会、それから再来年以降、金商法だったり、あるいはその下位法令である政令だったり、内閣府令だったりということに反映されてくる部分もかなりあるかと思

いますので、そういう意味では、研究者の先生方にとって何がしかご参考になればと思っております。どうぞよろしくお願ひいたします。

それでは、資料をご用意させていただいておりますので、この資料に沿って話を進めさせていただければと存じます。

まず、私が市場課長に着任し、特に近年の金商法の改正の中身を見てきたときに、改正に至った契機と申しますか、あるいは金商法改正を行うことになった原因、動機というようなところが大きく分けて3つぐらいにまとめられるのではないかと考えています。

まず、先のほうに進んでいただいて、資料の36ページをごらんいただけますでしょうか。今年の6月、直近のものですけれども、金商法等の一部を改正する法律について、その概略をまとめた資料をつけさせていただいています。中身としては、金商法だけではなくて、ほかの法律の改正も含まれているわけですが、今年の金商法等の改正法の中に、最近の金商法改正の契機になっている大きく分けて3つぐらいの原因というか、背景というか、そうしたものが含まれていると思います。

3つぐらいの金商法改正の契機ということですが、1つ目は、何がしか問題となるような事案が発生したときに、それに対応して法改正、制度改革を行うというものです。今年の法改正の中で言いますと、一番左側の部分の四角で囲んである2つです。公募増資インサイダーの問題が起きて、これに対応する形で法改正を行った部分、それから、AIJの事件が発生し、これに対して規制の見直しを行ったというのが、今年6月の法改正の中に含まれているものです。このように、何がしかマーケットで問題事案が起きたときに、それに対応していくという形で法改正を行っていくというのが1つ目の類型です。

2つ目の類型としましては、例えば成長戦略への対応というような形で、東京あるいは日本のマーケットの発展を期する、あるいは東京、日本のマーケットの使い勝手をよくしていくというよう

な観点からの規制の見直し、制度の改革というものです。今年6月の改正、36ページの資料の図で言いますと、一番右下の部分、投資法人の資金調達あるいは資本政策手段の多様化というようなものが、今申し上げたように、マーケットの使い勝手をよくし、マーケットを発展させ、ひいては日本経済の成長に資する、そうしたタイプの制度改革です。

3つ目の類型としましては、国際的なさまざまな動向、規制の枠組みの変化というものに対応する形での金商法等の法改正、制度改革という類型があらうかと思ひます。36ページの図で申しますと真ん中の部分です。今年6月の場合で申し上げれば金商法ではなくて、預金保険法の世界ですけれども、同じような背景、国際的な枠組みの変化への対応ということで、金商法についても近年見直し、改正が行われてきているというのは先生方もご存じのとおりかと思ひます。そうした国際的な変化への対応というのが、大きく言って3つ目の類型なのではないかと思ひます。

それでは、資料2ページの目次のところにお戻りいただきます。そうした近年の金商法改正の背景になっている3つの類型の中で、何か問題が起きたときにそれに対応するというのはやや受け身の話ですし、どういう問題が起きるのかによって中身が変わってきますし、今後どうしたものが起こり得るかというのは予想しがたい部分もあります。ですので、これは今日はちょっと置いておいて、私が先ほど申し上げた3つの類型の中の2つ目と3つ目、すなわち成長戦略等への対応という部分、それから国際的な動向、国際的な規制の枠組みの変化への対応ということについて、今全体としてどんな動きが起きているのかということをご紹介させていただければと考えております。

I. 成長戦略等への対応

昨年政権交代が起きました後、ご存じのとおり、安倍内閣のアベノミクス「三本の矢」ということで、金融政策、財政政策、そして3本目の矢として成長戦略、日本再興戦略というものが今年

の6月に閣議決定されて取りまとめられたわけです。ここからご紹介をさせていただくのは、その日本再興戦略などの中で閣議決定された、政府の方針として決められた文章の中で位置づけられているものの中で、金商法の世界にこれから影響が出てくる部分、あるいは反映されてくる部分と言ったほうがいいでしょうか、それが予想されている部分についてのご紹介です。

1. リスクマネーの供給

我が国の経済成長ということを考えたときに、新たなビジネスがきちんと立ち上がってくる、そのところにお金もうまく供給されていくようなメカニズムをつくっていくということが、経済成長を考えていく上で非常に重要なポイントかと思えます。そうした意味では、企業ができてから拡大し、最終的に上場を遂げていくという企業の発展段階に応じてどうした形でお金が流れ込んでいくのかというところを図解する形で整理をしたのが、資料の5ページの図です。

例えば、新たな技術を開発した、あるいは新しい商品、サービスを思いついたということで新しいビジネスを起こそうと思った方が、実際にビジネスを起こしていく際に最初の段階で問題になるのが、まさにきちんとビジネスとして事業化できるのかどうか。事業化するに当たっての資金が調達できるのかどうかということが大きなハードルになってくるわけです。この部分について、なかなか資金調達が難しいということで「死の谷」というような呼び方がされたりするわけですが、この非常に初期の段階でまさに事業が立ち上がっていくところで、海のものとも山のものともつかないような、そういう意味でリスクがある事業の立ち上げに対して資金がうまく供給されていくのかどうかというところの供給のメカニズムとして考えられているものが、これからご紹介させていただくクラウド・ファンディングというものです。

6ページにお進みいただきますと、先ほどちょっとご紹介させていただいたように6月に閣議決定されました日本再興戦略、成長戦略の中でも、

下線を引いてある部分ですが、「技術やアイデアを事業化する段階でのリスクマネーの供給を強化するとともに、地域のリソースを活用するための方策の一つとして、クラウド・ファンディング等を通じた資金調達の枠組みについて検討する」ということで、制度改革が必要な事項について金融審議会でも検討を行い、本年中に結論を得るとということが書かれています。

実は、このリスクマネーの供給に関するワーキンググループを金融審議会のほうでつくっていただいて、これまでご検討をいただいているところです。この研究会のメンバーの黒沼先生にも入っていただいています。きょうの午前中にもワーキンググループの第7回が開催されたところです。

そこで取り上げられている資金供給の一つの方法として、クラウド・ファンディングというのは何なのかということです。7ページですが、クラウド・ファンディングとは、一般に「新規・成長企業と投資家をインターネットサイト上で結びつけ、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組み」という言い方がなされています。インターネット上でお金を集めるということですが、お金を出してくれた出資者に対してどういう形で報酬、リターンを与えるのかというところで、大きく3つの類型に整理されています。お金を出してくれた人に対して特段見返りがない「寄付型」。それから、金銭以外の形でリターンが与えられるもの。特に何かものをつくるような場合に、実際に完成した製品を提供するというようなタイプの「購入型」。3つ目の「投資型」と言われるものが、出資者に対して金銭でリターンを与えるというものです。

現状、日本においては、金銭によるリターンを伴わない形態での取り扱いが中心であり、言い換えれば「寄付型」あるいは「購入型」が多いということです。

クラウド・ファンディングが世の中に知られるようになった一つのきっかけは、東日本大震災だったのかなという感じがしています。被災地の企業が事業を再開するに当たって、それに必要な資

金を集めるといふときに、インターネット上で被災地の企業を応援してくれる人を募るといったことが行われました。その被災地の企業が、例えば水産加工の工場が津波で流されてしまっ、工場を再建するに当たってお金を出してください、お金を出してくださった方には、工場ができて再稼働したときには、そこでつくられた水産加工品をお渡ししますといったタイプのものです。

これは、実は被災地に限らず、日本のいろいろな地方の老舗の企業などが、例えば今治のタオルといった伝統産業が各地にあります、そうした企業が経営がうまくいかなくなっ資金繰りが苦しくなっとき、一方で、そうした伝統的な地方の老舗には昔からの愛好者もいらっしゃるということで、そうした愛好者の方に、企業の再建というのでしょうか、応援を募り、出資してくださった方には製品をお渡しするという形でお金を集めるといふようなことも行われています。

ただ、先ほど申し上げたように、日本において金銭でリターン、見返りを与える投資型というのは、あまり行われていないというのが実情です。特に日本の場合、現行の金商法制度のもとで株式という形を出資を募るとなると、いろいろと法制的な問題があり得るわけです。そのあたり、投資型クラウド・ファンディングについての金商法上の論点について、8ページ以降の資料でご紹介をさせていただきます。

先ほど、日本において投資型のクラウド・ファンディングというのはいりありませんと言いましたが、若干行われているものが、8ページ上の図に書かれている、匿名組合という形式を用いたクラウド・ファンディングです。インターネット上でプラットフォームを開設し資金を募る業者は、第二種の金商業者としての登録を受け、プラットフォーム上に募集概要を掲載して投資家からお金を募り、その募ったお金を事業者に対してお渡しするといふようなスキームです。

他方、この出資のところを株式形態で行っているものといふのは、実例もありません。先生方は専門でいらっしますので、ご存じのとおりで

す。仮に株ということになりますと、プラットフォーム運営業者の行為は有価証券の募集、私募の取り扱いということになりますので、第一種の金商業の登録が必要となっくるといふことで、なかなか取り扱う業者にとってもハードルが高くなっくるといふ部分があります。

それから、非上場株式については、グリーンシート銘柄を除いて、原則として一般投資家への投資勧誘は禁止されているといふことですので、そうした面でも、現行の法制的な枠組みの中で、特に株式形態でクラウド・ファンディングを扱うということについては制約、ハードルが大きいといふことが言えるかと思ひます。そうした中で、投資型クラウド・ファンディングというものについてももう少しいろいろな形で活用してもらえように枠組みの見直しをできないだろうかといふことで、今ワーキンググループでご議論をいただいているといふ状況です。

クラウド・ファンディングについては、これを活用して新規のビジネスにもお金が流れるようにしていくといふことを考えますと、当然、企業あるいはインターネット上で資金を募るプラットフォームの運営業者にとってある程度参入しやすい枠組みをつくってあげることが必要なわけですが、他方で、インターネット上で割と手軽にお金を集められるとなると、詐欺等、このスキームを悪用されるおそれといふものも当然出てきます。したがって、そうしたことが起こらないように投資家保護をどのように図っていくのかといふ観点からも、その制度設計をしていかなければいけないといふ面がございます。

そうした両面から考えていくとどのような仕組みが考えられるかといふことで、これまでワーキンググループで私ども金融庁、事務方のほうから説明させていただいたものとして、9ページですが、投資家の保護を図るといふ観点からは、募集総額あるいは1人当たりの投資額といふことについて制限を設けることが適当ではないかといふ議論をさせていただいております。このクラウド・ファンディングについて、いわば法制的な枠

組みの先例でもあるアメリカの JOBS 法においても、募集総額あるいは1人当たりの投資額について上限が設けられているところです。そうしたことも参考にしながら、募集総額あるいは1人当たりの投資額に上限を設けることについてご議論をいただいているということです。

それから、他方で、仲介者にとって参入が容易な制度とするという観点からはどのようなことが考えられるかということですが、株式の募集の取り扱いということになりますと、原則は、先ほど申し上げたように第一種金商業者ということになります。ただ、クラウド・ファンディングという形態の場合には、若干参入しやすいように第一種金商業の特例として位置づける、それから匿名組合型の場合には二種業の特例として位置づけることで、業務の特性や実態に応じた規制を課すことが考えられるのではないかとということで、具体的には、10 ページ下段のほうに書いてありますように、財産規制の緩和ですとか、あるいはいわゆる前書面（契約締結前交付書面）の簡素化ということが考えられるのではないかとご議論をいただいているところです。

このクラウド・ファンディング、あるいはそれを含めたリスクマネーの供給について今ワーキンググループでご議論をいただいているところについては、先ほどの成長戦略にも書かれていましたように、年内に取りまとめをするということで、それを目指してワーキンググループで精力的にご議論いただいているところですので、私どもとしては、年内に取りまとめ、その中で法律的に手当てをすべきことについては、来年の通常国会に金商法の改正案ということで提出をさせていただきたいと、そんなスケジュールで今検討を進めているところです。

2. 総合取引所

成長戦略との絡みでご紹介させていただきたい話の2つ目のテーマは、総合取引所です。今回まさに日本取引所グループ（JPX）の金商法研究会ということでもありますし、実はこれ、金商法の改

正自体は既に終わっていますけれども、総合取引所の話というのは、今私がおります課の業務の中でかなりウエートが大きくなっているといえますか、職員の事務量として負担がやや増えているところでもありますので、その背景を若干ご紹介させていただければと思います。

先生方もご存じのとおり、資料 12 ページですけれども、我が国の広い意味での取引所の世界というのは、大きく言って、金融の世界と商品（コモディティー）の世界で分かれているわけです。金融の世界については、現物の株式等、それから金融のデリバティブで、いずれも金融庁、私どもの所管であり、法律的な枠組みとしては金融商品取引法があるということです。これに対して商品の世界は、商品先物取引法があり、省庁で言うと経済産業省、農林水産省が所管をしているという構図になっています。

ただ、世界の取引所の状況を見てみますと、取引所間の合従、連衡、あるいはグループ化というのがさまざまな形で進んでいます。そうした中で、日本のように金融と商品が完全に分かれたままということではなくて、金融についても、商品についてもどちらも取り扱う取引所、あるいはどちらも取り扱う取引所グループというものがどんどんできてきているというのが国際的な状況です。

そうした国際的な状況の中で、まさに取引所同士の競争という面が出てきているわけですけれども、日本の取引所がそうした国際的な競争の中で伍していけるようにということで、金融と商品をまたがって取り扱える取引所をつくってほしいというのが総合取引所の議論です。

日本においては、金融の世界では、東京と大阪の2つあった大きな取引所が、まさに JPX ができるといって一つのグループになり、現物のほうは東京に集中していく、デリバティブのほうは大阪に寄せていくということで、いわば機能別に再編が行われている過程にあるというのが今の状況です。13 ページの図のとおりです。

14 ページは、先ほど口頭で説明させていただきましたが、海外に目を転じますと、一つの取引所

あるいは一つの取引所グループで金融と商品とにまたがって扱っているところがどんどんできてきているということです。そうした中で、我が国においても金融と商品の両方にまたがって取り扱える取引所を創設しようということですが、15ページ、平成24年の金商法の改正で、既に法律的な手当てはできているわけです。

具体的なその手当ての仕方ですけれども、金商法の世界にある金融商品取引所においてコモディティのデリバティブも取り扱えるようにすること、それから、そのような場合には、コモディティであっても、内閣総理大臣、金融庁もとの監督下に置くという形に法律上の制度が整えられました。もちろん、中身が商品の世界ということですので、これまでの所管である農林水産大臣あるいは経済産業大臣と協議、連携をしていくという規定が入っていますけれども、取引所あるいは業者の方が金融庁と経産省、農水省それぞれにばらばらに何かお伺いを立てなければいけないというような不便なことはなくして、窓口としては金融庁に一元化をすることで、法律的な枠組みは整ったということです。

この法律が公布されたのが今年の9月ですけれども、1年半以内に施行ということで、来年の3月までに施行することになっていまして、現在は、法の施行に向けまして、法律の下位法令である政令あるいは内閣府令といったものについていろいろと検討作業を進めているところです。

ただ、現在の状況としては、調整の相手方である経済産業省、農林水産省にもいろいろ思いがあるようでして、そうした省庁間の調整というようなこともあって、私ども担当者の事務量というのか、あるいは言い方を変えると残業時間が増えているというようなことも、正直申し上げてあるというのが現状です。

JPXの研究会だから申し上げるわけではありませんが、取引所の担当課長ということになって、これまで主として見てきた国債あるいは金融のマーケットだけではなくて、商品(コモディティ)のマーケットも多少見えてきているわけですから

も、日本のコモディティのマーケット、あるいは先ほど出てきたコモディティを取り扱っている東京商品取引所の取引高を見ますと、残念ながらじり貧傾向にあるのは否めません。今のままでは、日本のコモディティのマーケット、あるいは商品の取引所を活性化するというのは単体のままでは厳しいのかなという感じがしていますので、省庁間の権限争いというようなことに陥らず、日本全体のマーケット、あるいは経済の発展という観点から考えても、商品と金融の両方を取り扱える取引所をつくっていくというのは喫緊の課題だと思いますし、その具体的な形態としては、東京商品取引所とJPXが一緒になっていくというのが恐らく一番現実的なあり方かと思っておりますので、そうした方向でこれから物事が進んでいけばということ、担当課長としても強く願っている次第です。

II. 国際的な動向への対応

それから、金商法改正を巡る大きな契機の2つ目の類型として、国際的な動向への対応ということについてご紹介させていただきたいと思っております。一部はしりながら、ポイントだけ説明させていただきます。

まず、現在の国際的なさまざまな金融に関するルールあるいは制度の枠組みの見直しの契機になったものは何かということですが、資料18ページにありますように、いわゆるリーマン・ショック、2008年(平成20年)以降の世界的な経済・金融危機が大きな契機になっていたということは否定できない事実です。そうした世界的な経済・金融危機の中で、国際的な議論の枠組みであるG20において国際的な金融規制の改革を進めて、リーマン・ショックのときと同じような経済・金融危機が再発しないように、きちんと制度的な枠組みを整えるべきではないかということで、国際的にさまざまな場でこれまで議論が進められてきたわけです。

19ページ、今年9月のG20の会議でも、これまで5年間にわたって進められてきた議論、それか

らその取り組みが評価される一方で、まだ必要な改革は終結をしていないということで、さらなる推進が合意されたという状況にあります。きょうは、こうした金融改革、金融の枠組みの見直しの中で、大きなテーマとして2つほどお話しさせていただこうかと思っています。一つは店頭デリバティブの話、もう一つは金融市場のインフラであります清算機関、いわゆる CCP (central counterparty) 等に関する監督周りのお話ということです。

1. 店頭デリバティブ改革

私が前職で国債のマーケットを担当していたときに、まさにマーケットに携わっていて非常に強く感じていたことですが、従来、金融のマーケットというと、何となく取引所における取引というのがマーケットである、あるいは、金商法の担当課長になって金商法をいろいろ勉強させていただいてやや違和感を抱いたところがあって、それは金商法の言葉遣いの中で、取引所における取引を「市場取引」というふうに書いている部分です。実は、国債という有価証券、債券は、日本の場合、取引所に上場されているのですけれども、取引所における国債の取引はほぼゼロです。東証のほうに国債の先物取引というものがあまして、先物の取引は取引所でやっただけですが、現物の国債の取引というのは、ほぼ100%店頭取引であると言っていいような状況です。そういう意味では、店頭における取引と取引所における取引のウェイトとかバランスを考えたときに、恐らく一昔前までは、取引所における取引というのが主流だったのかもしれませんが、近年は取引所よりもむしろ店頭におけるさまざまな取引というものが量的にも増え、それから取引の種類という意味でも、非常にさまざまな種類の取引が行われているようになってきていると思います。

そういう意味では、金融に関する規制を考える上でも、取引所における取引あるいは取引所に関する規制というものを考えるだけでなく、店頭取引についてどのように規制をしていくのかと

いうのが非常に重要な要素になってきているわけです。特にデリバティブと言われているような少ない元手で大きなポジションを持てる取引、これが店頭でかなり行われているわけですが、今申し上げたように、少ない元手で非常に大きなポジションを張れるということですので、そこに何がしかの問題が発生したときの波及の度合いというのは非常に大きいわけです。そういう意味では、店頭で行われるデリバティブ取引についてどのように規制の中に取り込んでいき、金融システムの危機というようなものを招かないようにしていくのかというのは、各国の監督当局にとって非常に大きな課題になっていると思います。

21 ページに、G20 の首脳声明を掲げさせていただいています。これまで G20 の場で店頭デリバティブについてどのようなことが決められてきたのかというのをご紹介させていただいていますが、店頭デリバティブについて、「2012 年末までに、標準化された全ての店頭デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引され、中央清算機関を通じて決済されるべきである」、それから「店頭デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関に報告されるべきである」というようなことが書かれています。すなわち、店頭で行われるデリバティブ取引については、取引の行い方としては、取引所あるいは電子取引基盤を通じて行うようにということ、それから決済については、中央清算機関を通じてできるだけ行うように、そして、契約に関する取引情報というものを蓄積し報告する必要があるのではないかということです。

こうしたことを受けまして、我が国においても、これも既に法改正が済んでいる部分ですが、金商法の中で中央清算機関の利用あるいは取引の報告義務というものが規定され、既に昨年 11 月から動き出していますし、それから、今後取引については電子取引システムを使うことを義務づけるという部分について、これも法改正は済んでいて、施行は 2015 年までのタイミングで予定をされています。

まず、今申し上げた清算集中義務、あるいは取引情報の報告義務というところを22ページから数ページにわたってご紹介をさせていただきたいと思います。

(1) 清算集中制度

まず、清算集中の義務づけということの意義ですけれども、店頭デリバティブ取引で取引の相手方が破綻をするという場合に、当然それは単に相手方だけに及ぶのではなくて、連鎖的にマーケット全体にリスクが波及していくおそれがあるわけです。23ページの左下のほうの図ですけれども、複数の市場参加者の間でさまざまなデリバティブの契約が成立しているときに、どこか1社が破綻すると、その破綻したところを相手方としていた業者からすると、例えば破綻したところから何がしか受け取るのを前提に自分も売のようなことを予定していた場合には、それが受け取れなくなったことによって、自分が売という約定をしていたものについても、場合によっては履行できなくなってしまっておそれがあるということで、マーケットの中で連鎖的に影響が及んでいくことも懸念されるわけです。そうしたものについて清算機関の利用を義務づけることによって、一つは、相手方を清算機関に一本化することで、それぞれの市場参加者が持っているポジションというものをネットアウトして縮減するということ、それから、相手方が清算機関になることで、どこかが破綻したときに、それがマーケット全体に波及することを防ぐということが考えられたわけです。

現状、我が国においてどのようなところについて清算の集中の義務づけが行われているのかというのが24ページですけれども、まずは、ある程度定型化されていて取引量が多いものについて集中の対象にしていこうということで、一つは、円金利スワップのプレーンバニラと言われるような一番オーソドックスなタイプの金利スワップというものと、それからクレジット・デフォルト・スワップの中の市場取引のいわば代表的なもの、この2つについて、現状、清算集中義務をかけている

という形になっているわけです。

この清算集中の対象範囲については、将来的には、さらにほかの取引に拡大していくということも考えていかなければいけないだろうなと思っています。

(2) 取引情報の保存・報告義務

25ページですが、こちらのほうは、清算集中の義務づけと違しまして、全ての店頭デリバティブ取引を対象として義務づけを行っていますが、全ての店頭デリバティブ取引について金融機関は取引情報を蓄積・保存し、当局に報告をしなければいけないというスキームがつくられています。

報告の仕方は、金融機関が独自に直接当局に報告をすることも可能ですし、取引情報の蓄積機関を利用している金融機関は、そこを経由して提出をすることも可能な仕組みになっています。この取引情報の保存・報告というスキームも、今年の4月から既に動き出していて、金融庁の市場課にこのデータが順次報告をされてきているというのが今の状況です。

(3) 電子取引基盤の利用

こちらは既に法律は成立していますが、未施行の部分で、店頭デリバティブ取引に関する電子取引基盤の利用というものです。いわゆる店頭取引というのは、もともとは、まさに金融機関の店頭窓口で取引をしていたということなのだろうと思いますが、今行われているいわゆる店頭取引というのは、別に金融機関の窓口、カウンターで行われているわけではなくて、金融機関同士、例えばいわゆるディーラーと言われる人同士が電話で話をして取引をするというようなものもあります。あるいは、ボイスブローカーと言われるようなところが間に入って、電話、まさに音声でやりとりをして取引をするというようなものがあるわけです。もちろん一方では、コンピューター上でスクリーンで行う取引というものもあるわけですが、全てが電子化されてコンピューターのシステム上で行われているわけではなくて、

現在は依然として電話でやりとりをしているようなものもあるということ。そうした電話などで引き続き行われている取引については、もうそうしたボイスなどでやるのをやめて、電子取引で全てやりましょう、コンピューターシステム上でやりましょうということを義務づけているわけです。

コンピューターシステム上での取引に順次切り換えていくことによって、取引の契約を約定する段階から決済する段階まで全て電子的に行うようなことが可能になりますので、もろもろのリスクが低減される、あるいは事務が効率化されるというようなメリットが、これは業者自身にとってもあるわけです。そうしたことから、店頭デリバティブ取引についても、まずはこちらのほうも、先ほどの清算集中と同様に円金利スワップからということで考えていますけれども、全て取引を電子化しましょうということで、現在、電子化するための準備期間というのが要るので、公布から施行までやや長い時間を置いているわけですが、電子化のための準備作業を今、市場関係者に進めてもらっているという状況です。

(4) 中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制

それから、店頭デリバティブ取引については、ほかにも幾つか国際的な動向がありまして、一つは、先ほど清算集中ということを申し上げましたけれども、清算集中義務がかかっていない店頭デリバティブ取引というのは引き続きあるわけです。そうした清算機関を通さないものについて、マーケットにおけるリスクを小さくしていくためにどうということが考えられるかということで議論が進んでいるのが、証拠金に関する規制の導入というものです。

デリバティブ取引を行った当事者間で、かみ砕いて申し上げると、相手方が万一破綻したときにも、その損失をある程度カバーできるように、言ってみれば担保というものをやりとりしておきましょうと、そういう考え方です。ある程度担保を

とっておけば、相手方が破綻したときにもその損失、リスクをカバーできるということで、言ってみれば担保に当たる部分が、27ページに書かれている当初証拠金と呼ばれる部分と変動証拠金と呼ばれるものです。

当初証拠金というのは、まさに当初と名前がついていますとおり、取引を約定した時点、最初の時点でやりとりをしておく担保の部分とお考えいただければよろしいかと思います。変動証拠金というのは、取引を結んだ後、マーケットの状況、市況がいろいろ動いていく、あるいは金利がいろいろ変化していく中で、デリバティブ取引の契約を結んだ当事者間で、言ってみればポジションの勝ち負けみたいなものが市場の変動に応じて生じていくわけです。その市場の変化に応じて勝ち負けが発生していった部分を担保していくものが、この変動証拠金と言われているものです。

実は現状、今のデリバティブ取引においても、変動証拠金のやりとりというものは、マーケットの実務として既に行われています。日々値洗いをし、証拠金のやりとりをするというのは行われているのですが、当初証拠金のほうは、現状、残念ながらマーケットの実務としては入っていません。このため、証拠金についての導入は、28ページにありますように、証拠金規制の移行期間が設けられていて、変動証拠金については、今申し上げたように既に市場の実務としてある程度行われているものですから、段階的にではなく、2015年12月から直ちに実施をすることになっているのに対して、現状、市場でまだ行われていない当初証拠金のほうは、大手が行っている取引から順次段階的に導入をし、拡張していくということでスケジュールが組まれているわけです。

ちなみに、28ページに、当初証拠金の段階的適用ということで、想定元本が何ユーロ以上の主体同士の取引だといつからというのを紹介していますが、これだけだとイメージがなかなかわきにくいですので、具体的に我が国の金融機関について今の取引規模を前提とすると、いつから当初証拠金の適用対象になってくるのかというのを

紹介させていただきますと、2015年12月、最初の段階で適用対象となってくることが見込まれる我が国の金融機関のグループは2つあります。一つは、三菱東京UFJ銀行のグループ、銀行とその証券子会社ということです。もう一つは、みずほ銀行、みずほ証券のみずほグループです。その次に、2016年から適用対象になりそうなのは野村証券です。2017年のところが一つ飛んで、2018年から対象になってくるのが、三井住友銀行とその証券子会社であるSMBC日興証券、ですから三井住友グループと申し上げてもいいのかもしれませんが、そこと大和証券が2018年から対象になってくると、そんなイメージかなと思います。したがって、大手のところから順次ということで、当初証拠金について段階的に適用されていくことが予定されているということです。

それからもう一つ、店頭デリバティブ取引周りについて議論されているのは、LEI (Legal Entity Identifier) というものです。先ほどもちょっとご紹介をさせていただいたように、店頭デリバティブ取引については、報告義務も課されてきている中で、じゃあデリバティブ取引を行っている主体は誰なのかということについて、データを集約する上でナンバリングがされていればデータの集約がしやすいじゃないかと。まさに税務署において税務情報を集約する上で納税者番号がついていると便利だということと同じような発想かと思えますけれども、こちらのほうは、29ページに書いてありますように、金融取引主体である法人に世界共通の識別方式、識別番号を振るということで、世界共通の法人の総背番号制みたいなイメージでお考えいただければいいかと思えます。

こちらはまだ議論をしている段階で、具体的にいつからどういうふうにするのかというあたりは、まだこれからという状況ですけれども、我が国からは金融庁と日本銀行がメンバーとして参加をして、どのような形で法人総背番号制を運用していくのか、どのようにその整備を進めていくのかというあたりについて議論を行っているという状況です。

2. 金融市場インフラに係る原則

金融市場のインフラですが、具体的にその対象として想定しているのは、31ページ上から2つ目の大きな四角で囲ってあるところです。清算機関、それから有価証券をペーパーレスで振替決済するために設けられている振替機関、あとは資金のほうの清算機関、それから、先ほどちょっとご紹介させていただいたデリバティブ取引についてその取引情報を蓄積する機関、こうした機関が金融市場インフラ (Financial Market Infrastructure) というふうに呼ばれていて、こういった金融市場のインフラである諸機関についてどのように監督をしていくのかというようなことについて国際的に議論が行われ、昨年4月に、そうした金融市場のインフラに関する監督・規制の原則というようなものが国際的に定められました。

この国際的に定められた原則を受けて——それを日本語に訳した部分もかなりあると思っていただいてもいいのですけれども——、その原則を踏まえて、これまで日本の金融庁としても整備をしていなかった清算機関、振替機関等に対する監督の指針というものを現在策定しようとして進めている段階です。監督指針の概要ということでお示しをしていますが、今まさにパブリック・コメントにかけてご意見をいただいているような段階ですので、パブコメを終えて、私どもとして、その国際的な議論も踏まえて、きちんと監督指針を整備していきたいと思っています。

3. 実効的な破綻処理の枠組み

それでは、時間の関係で少しはしょらせていただいて、33ページ以降の破綻処理の関係です。先ほど36ページを一度ごらんいただきましたが、今年の6月に成立した金商法等の一部を改正する法律の中で、真ん中の部分ですけれども、金融機関の秩序ある処理の枠組みということで、いわゆる大き過ぎてつぶせないと思われていた金融機関について、そこが破綻したときにどのような形で処

理をするのかという枠組みの整備を進めてきているところでは、

36 ページにありますように、今年の6月の法律では、まず対象として、銀行だけではなくて、保険会社あるいは証券会社、金融持株会社といったところまでを対象として枠組みの整備が行われました。これは預金保険法の中で行っていきまして、預金保険法あるいは預金保険機構というまさに名前のとおり、もともとは預金者保護という観点でつくられていた仕組みですけれども、その預金保険の対象となるような預金取扱金融機関からさらにその枠を超えて、保険会社あるいは証券会社というようところが破綻した場合についてまで、その破綻の枠組みとして預金保険機構を使うということで制度的な整備がなされたのが、今年の6月の段階です。

実は、先ほど来ご紹介させていただいている金融市場のインフラである清算機関とか振替機関といったところが破綻した場合についても、同じような形で枠組みを整備していくべきではないかということで、国際的に議論が行われています。ここはまだ国際的な議論は完結していませんが、恐らくそう遠くない将来、来年の通常国会ということはないと思いますけれども、預金保険機構の中に、預金取扱金融機関だけではなくて、保険あるいは証券にまで拡張した破綻処理の枠組みの中に、さらに清算機関や振替機関といったものの取り込んでいくような改正をしていかなければいけないときが来るのではないかと考えています。

4. LIBOR 問題に端を発した金融指標を巡る問題

LIBOR の問題は、新聞、テレビ等のニュースでも報道されていきましたので、ご存じの先生方も多いかとは思いますが、LIBOR、あるいは日本で言うと TIBOR と呼ばれるもの、銀行間でお金を貸し借りするということを想定した場合の目安となる金利の水準について、銀行協会のほうが金融機関からデータを出してもらって、集計をして公表する、それがさまざまな取引の基準、指標として使われるということになっているわけですが、こ

こについて、報告する金融機関のほうが悪意で、やや実勢とは異なる金利を提示する形でその指標となるべき金利水準を操作しようとするという問題事案が起きました。

そうした問題事案の発生を受けて、39 ページにありますように、我が国の金融庁、あるいは欧米の当局のほうからさまざまな形で処分が行われるとともに、金融指標は今のままのような算出の仕方ではよくないのではないかということで、金融指標を算出する主体について、それから金融指標の算出に当たってデータを提示する金融機関に対してどのような規律を求めるべきかということについて、国際的に議論が行われてきました。そのあたりが 40、41 ページです。

40 ページにありますように、国際的な場では、IOSCO において、あるいは FSB において、今年の夏あたりに金融指標についての考え方というものが整理され、報告書が公表されています。それから、イギリスにおいては、LIBOR に問題があったということで、イギリス自身で法律的な枠組みをきちんと整えるということが既に行われたとともに、LIBOR の算出を行う業務を銀行協会から外に出して、取引所の子会社に移管するという発表が行われています。これはもう今年の7月に行われました。

そうした中で、我が国においても、TIBOR という日本の、東京市場の銀行間の指標となる金利を算出している全銀協が、その TIBOR の運営のあり方について7月に中間的な取りまとめを行い、さらに、どのような形で公正かつ適正な手続で指標金利が算出されるようにすべきか検討を進めています。41 ページにありますように、そのデータを提示するリファレンス・バンクの側のガバナンスをどのように強化していくのかということ、それから、算出をする側の全銀協自身についてもどのような形でガバナンスを強化していくのかということについて検討を全銀協が進めているということです。

TIBOR の運営のあり方についても、実は今、私ども、こうした形で全銀協自身に取り組みを進め

てもらっただけではなくて、何がしか法制的な枠組みをきちんと整備する必要があるのではないかとということで検討を行っているところです。先ほど申し上げたように、イギリスにおいては、LIBORを念頭に置いて、金融指標に関する法制的な枠組みが既に手当てをされています。ユーロ圏におきましては、40 ページにありますように、今年9月ですけれども、金融指標に関する規制案が公表されています。こちらのほうはまだ案の段階ですけれども、規制の案が示されています。

こうした諸外国の状況も考えますと、我が国としても、算出基盤である全銀協任せにしておくのではなくて、そうしたTIBORに代表されるような金融指標についてその算出がきちんとした体制のもとで行われるようにということで、何がしかの法制的な枠組みをきちんと整備する必要があるのではないかと、今、私どものところで検討を進めているところです。この点についても、来年かどうかは必ずしもわかりませんが、もしかするとそう遠からず、法制的な案をつくり、お示しをしていくことになるのかなというふうに思っているところです。

資料については以上ですけれども、今ご説明しましたように、金融商品取引法は近年、事案への対応というやや受け身的な取り組みだけではなくて、我が国のマーケットの発展、経済の成長といった観点からの見直し、それから国際的なさまざまな動向への対応ということで随時の改正が行われてきている状況です。そうした中で、金商法全体の体系については、これは私自身がというよりは、金融庁におります金商法に長く携わってきている先輩の言葉ですけれども、今の金商法は、もともとあった旧館にさらに本館とか新館とか、いろいろな形で増改築を重ねて、複雑な形で建物が入り組んでいる老舗旅館みたいになっているのではないかと、そういう意味で、この後の討議の時間で、私の説明に対するご質問だけではなく、金商法を研究されている先生方の目からごらんになって、今の金商法が全体としてどんなふうに見えるのか、あるいは今の金商法の

体系にも何か問題があるのだとしたら、どういふところに問題があるとお感じになっているのか、そうした点についてもご意見を頂戴できれば、私どもの今後の業務の参考にさせていただけると考えておりますので、そうしたところについても何かご意見、コメントを賜れば幸いです。

長い時間、どうもありがとうございました。時間を超過して申しわけございませんでした。

~~~~~

### 【討 論】

○黒沼 齋藤課長、ありがとうございました。

これから討論に入りますが、議論を整理しやすいようにするために、まず報告者のいる会場からご質問、ご意見を伺って、同じ論点については自由に発言していただいて構わないのですけれども、一通りそれが終わりましたら、報告者のいない会場からのご質問、ご意見をいただくという形式ですすめたいと思います。

それでは、東京会場からどうぞ。

○岸田 私はまとめて3つほどお伺いしたいのですが、最初にお話しいただいた金商法の最近の改正の3つの柱と言われた中で、不祥事に対応するというのがございましたけれども、その問題と最後におっしゃった成長戦略が必ずしも一致しないのではないか、矛盾するのではないかと考えられます。例えばAIJの問題とか、第二種金融商品取引業者等のいろんな問題が最近出て来ています。先ほどおっしゃったクラウド・ファンディングでは、それをちょっと普及させようとする、必ず不祥事が起こるような気がしますので、一方で規制を厳しくして、一方で緩やかにするのは、何か非常に難しいのではないかと、というのが1つ目です。

2つ目は取引所の問題で、先ほど大証と東証の統一が行われたことをおっしゃいましたが、この後、名古屋とか札幌、福岡はどうなるのかということについて、もしおっしゃれる範囲であればお伺いしたいと思います。

3つ目は、デリバティブの問題ですが、ご存じのように、大証のデリバティブ取引高は世界で17番目ぐらい。現物だと東証は2番ですけども、日本は非常に低くて、第1位は、アメリカ、韓国、中国、ドイツ、インドとかです。なぜそうなるかということ、デリバティブ専門家に聞きますと、日本は規制が厳し過ぎるとの意見があります。ですから、日本がデリバティブ市場でも世界に伍していくためには、規制は緩やかなほうがいいのか、インサイダーも含めてもっと厳しくすべきなのかとの意見があると思います。金融庁の立場として、あるいは個人的なご意見でも結構ですので、教えていただければと思います。よろしくお願ひします。

#### 【規制緩和と規制強化との兼ね合い】

○齋藤 先生がおっしゃった1つ目の論点は、まさにそうなのだと思います。というのは、不祥事が起きて、それに対して何がしか対応するというのは、方向性としては大体規制を強化する方向に行くわけです。それから、成長戦略で日本のマーケットの使い勝手をよくしようという話になってくると、これはどちらかという規制緩和の方向に行くわけです。それから、3つ目の国際的な動向というのは、どちらかという規制をかけていく方向ですので、そういう意味では、まさにおっしゃるとおり、方向性として規制を緩めていく部分と厳しくしていく部分の両方が混在しているというのが今の状況なのだと思います。

ただ、じゃあそこは矛盾しているのかということ、必ずしもそうでもなくて、そこは、まさに担当者として我々がきちんとどういう目線でマーケットと向き合っていくのかということ意識していかなければいけないと思います。マーケットがきちんと機能する、しかし、そこで過剰な規制があって使い勝手が悪くなってしまったりは避けられず、逆に規制が緩すぎて悪用されたり問題が起きたりということではいけないわけですから、そういう意味では、悪用を防ぎつつ、過剰にならない規制の水準がどこなのかということ、常に意識しながら

ら、制度整備に取り組んでいかなければいけないなというふうに思っている次第でございます。

そういう意味では、両方向があってもなかなか難しいのですが、常に意識すべきは、過剰にならないように、緩過ぎることにもならないようにということ、どこに持っていくのかということだと思います。そういう意味では、法制的な金商法の中での整合性というのはもちろんあるのですが、それと同時に、マーケットの実務なりということ、きちんとして踏まえて、実際に取引を利用する人たちの使い勝手、あるいは取引の実情ということも踏まえながらルールづくりをしていかなければいけないと思っております。

#### 【地方取引所の今後の動向】

○齋藤 それから、お尋ねいただいた2点目、地方の取引所についてですけども、そもそも大前提として、取引所について一緒になれとか、なるなとかということ、私どもがあれこれ言う立場ではありませんので、東証と大証と一緒になられたのがまさにそうだと思いますけれども、取引所の経営判断の問題として、独自でもやっていけるということをお考えになるのか、一緒になることを通じてさらに統合のシナジーみたいなものを生かしてより発展していくほうがいいのか、そこは私どもとして指導などをするような立場ではないと思っております。

その上で、実際に札幌だったり名古屋だったり福岡の取引所の方々がどうお考えになっているのかということですけども、札幌、名古屋、福岡、それぞれ地方の取引所は地元の経済界といろんな結びつきなどもありますので、そうしたそれぞれの地方の独自性を生かし、地元経済界といろんな形で結びつき協力をしていく中で、何とか独自の取引所として運営をしていければということ、考えているようです。

#### 【デリバティブ市場の現状と規制の厳格さ】

○齋藤 それから、3つ目にお尋ねいただいたデリバティブのマーケットについて、大証が国際



的な金融のデリバティブのランキングで見ると、残念ながらあまり順位が上のほうではないというところですが、私もランキングの表をよく拝見するのですけれども、本当にあのランキングの順位がデリバティブ市場の規模をきちんとあらわしているのかどうかということについて、実は私は若干疑問を持っております。と申しますのは、あれは金額ベースではなくて、取引の枚数でランキングをつけているものですから、一取引単位の金額を下げた同じボリュームの取引をしようと思ったときに、枚数が増えるような形で運営をされている取引所は、おのずと年間の総取引枚数が増えて順位が上のほうに行くという傾向があるわけです。

枚数で見たランキングですと、確かに中国だったりインドといった新興国の取引所が上のほうにいたりするのですけれども、取引の枚数ベースでつけられているランキングを金額ベースに換算するというのは、必ずしも簡単ではありませんが、私どものほうで一部実験的に計算してみたところ、例えば上のほうに中国とかがいたりするのですけれども、金額ベースに置き直してみると、やはりロンドンとかニューヨークのほうが明らかに中国の取引所などよりも上なのです。恐らく、大証の順位ももうちょっと上なのではないかなと。十何位というのは、必ずしも大証のデリバティブマーケットの実力を正しくあらわしていないのではないかなという感じはしております。

その上で、規制が厳し過ぎるかどうかということですが、きょうも少し長々ご紹介させていただきましたけれども、金融に関する規制ルールが目線というのは、かなり国際的にいろんな形でそろってきています。例えば、日本とシンガポールとか香港とかと比べたときに、シンガポールとか香港のほうがいろいろ緩い面というのは多分あると思いますけれども、少なくとも先進国の間では、金融に関するルールの目線というのはかなり近いところに来ているのかなというふうに思っております。もちろん、今の私どもがつくっているルールが完璧だなどと申し上げるつもりは全然ありませんし、使い勝手の悪いところがあれば、直

していかなければいけないと思っておりますが、少なくとも、大証のランキングが下のほうにいる原因が何か日本の規制が厳し過ぎることにあるとまで言われると、ちょっと違うのではないかなという感じが正直いたしますけれども。

#### 【リスクマネー供給のための環境整備】

○黒沼 東京会場ではほかにありませんか。なければ、時間も少なくなってきましたので、大阪会場からご質問、ご意見をお願いしたいと思っております。  
○森田 最近の市場を巡る規制の問題についていろいろご報告いただいて、最後におっしゃった問題ですが、我々関西から見ていると、規制がすごく厳しくなってきたように思います。他方、ベンチャービジネスの資金調達といった話になりますと、規制緩和をしなければならないというようなことがあって、どうすればいいのかなと思っております。

私もずっと勉強してきましたけれども、アメリカと日本を比べたときに、規制をした結果、投資者が保護されているというような現実的な成果があると思うのです。ところが、日本の場合は、規制を守ったからといって、投資家が必ずしも報われていないとか、保障されていないというようなことがありました。ただ、金融商品販売法ができて、あれは私法秩序に金商法的側面からの修正を加えたと思っております。

それで、ベンチャービジネスも、私、大分前に調べてみたのですが、実情をお伺いすると、例えば規制緩和である程度資金調達が可能になると、そしたらその金でベンツを買いよるねんというわけです。(笑) そうなると、資金調達で規制緩和をしていたって、結局投資者はだまされてしまうことになる。そうすると何が足らんのかと随分と考えているわけですが、やはり私法秩序に対してのバックアップとか、協同をしないと、単なる行政規制だけでは解決できないのではないかと。

アメリカの場合は、ご承知のように、フィデューシアリー・デューティーというのがものすごくあ

りますから、それでもって、また 10b-5 を使って、何かよほどのときはそれでいけるとか、私法秩序とある程度連携したようなものになっています。日本の資本主義の展開はとまったままで、ここから先に行かないのではないかと私も思っていますので、課長がそういうご懸念をお持ちでしたら、ぜひとも……。

そしてあと、日本で一般的な投資家がリスクをとれないところを官民ファンドならリスクをとれるからやるとか、とんでもない話が今起こっているのですね。その事態をどうすれば打開できるか。日本の法人にはお金がたくさんあるのですけれども、それが投資でリスクをとれない状況になっているというところも、私法秩序（会社法）を直すべきだと私は思っています。そうでないと、資金源はたっぷりあるのに、流れていかないわけでしょう。やはり会社のガバナンスとしてのリスクテイクができない状況というのを直していかなければいけないのではないかというふうに思っています。

言い過ぎかもしれませんが、初回だから大きな話でいいかもしれません。以上、私の感想でした。

○黒沼 齋藤課長から何かコメントがあれば、お願いします。

○齋藤 ありがとうございます。

問題を起こす者、悪いことを考える者というのは当然いるわけで、制度をつくる上で、私どもも性善説に立った制度設計というのは必ずしもできないだろうと思っておりますし、本当に悪いものについてきちんと司法の力も借りて取り締まっていくというのは当然必要なのだろうとは思っています。ただ、例えばリスクマネーの供給を増やしていくとか、そういったところまで何がしか国の権力的なものを発動してやっていくということも、これはまたちょっといかがなものかなと私自身は実は思っております、市場におけるさまざまな行動というものは、基本的に経済原理に基づいてさまざまな市場における主体が判断し行動していくというのが基本だと思います。そういう意味では、何がしか経済的にインセンティブを与えると

か、そういうことはあり得るのだろうとは思いますが、何がしか権力的な要素を発動して行動を促すというのは、経済の世界においてはあまりとるべきではないことかなというのは、申しわけございません、実は私自身の感じているところでございます。

その上で、リスクマネーの供給、あるいは必要なところになかなかお金がうまく回らなかった今までの日本の状況というのは、バブル崩壊以降の長期にわたる日本経済の停滞というものと決して無縁ではないのではないかと思っております、それは、例えば株を上場することを企業が考えたときに、証券会社の人、サクセスストーリーが要りますというような言い方をされるわけですね。すなわち、IPO をして株を公開し、投資家に買ってもらうと思うのであれば、この企業はこれからこういうふう発展していきますよ、だからこの企業を買ってくださいというその企業の将来性、将来の発展に関するストーリーがないと、やはり投資家がお金を出してくれないと。そういう意味では、長期にわたる経済の停滞で、日本全体でそうしたサクセスストーリーみたいなものが見出しにくくなっている中で、リスクをとれない人たちが残念ながら増えてきてしまっていたのかなというような感じがしているわけです。

そういう意味では、これは金融庁の担当課長という立場を離れますけれども、マーケットにかかわる業務をこれまでもしてきましたし、今もレギュレーターとしてかかわっているわけですが、マーケットにかかわっている一人の人間として感じますのは、別に今の総理だからどうこうということも申し上げるわけではありませんが、政権交代以降、いわゆるアベノミクスと言われるものの中で、マーケットの雰囲気明らかに変わってきているというのは、恐らく紛れもない事実だろうと思っております。そういう意味では、もちろん、実体経済のほうはどれだけついてきているのか、あるいは実際に国民の所得がどれだけ増えてきているのかというようなことで考えれば、まだまだマーケットの期待が先行していて、実体経済はつい

ていっていない部分はあるかと思いますが、少なくとも長期の停滞から抜け出していくための兆しみたいなものはいろんなところで見えてきているのではないかなと思っております。ですので、今の方向にさらに進んでいく中で、経済全体がいい方向に回転をしていき、そうした中でこれまでよりもリスクをとるような行動というのがいろんな経済主体で出てくれば良いかと、そんなことを期待しているところでございます。

#### 【総合取引所の創設に向けた課題】

○黒沼 ほかにいかがでしょうか。

○川口 非常に大きなお話の中で、細かい点で恐縮ですが、まず、総合取引所創設の件でお尋ねがあります。法律は一応整備されており、今後政省令の作成の段階に入っているということでした。担当課長として、金融商品取引法上の金融商品として政令で何を指定するのかという点で苦労されているということですが、全ての商品を金融商品に取り込めないとすると、その理論的な論点はどこにあるのかというのが第一の質問です。

もう一点は、他省庁との調整以外にも、法律間の調整、つまり金融商品取引法と商品先物取引法の規定自体の整合性をとる必要がある場面があるのではないのでしょうか。本日も言及があった閣議決定の中でも、「行為規制の整備について垣根を取り払い横断的に市場環境を整備する必要がある」とされています。この点について、具体的にどういふものを整合的にされようとしているのでしょうか。実は、不招請勧誘規制をどうするのかという点、特に、知りたいところですが、これに限らず、金融商品取引法と商品先物取引法の規制内容の違いをどのように調整されようとしているのか、その方針などをお伺いできればと思います。

○齋藤 まず、1つ目のご質問の点、すなわち、先ほど私がご説明した中で、金融商品取引法の政省令整備について、やや省庁間の調整が難航しているところがあるというふうに申し上げた点についてですが、これは法理論的なものでは全くありません。

例えば東日本大震災の後、日本にとってエネルギーあるいは電力というものをどのように確保していくのかということが非常に大きな国家的な課題になっている中で、経済産業省は、エネルギー市場の整備を、金融庁の監督下に入ってしまう総合取引所ではなくて、自分たちの監督下にある取引所で実現していきたいというふうに思っている節があって、そうした点について、省庁間での議論がやや進まなくなっているということでございます。

それから、2つ目にお尋ねの金商法と商先法の行為規制等の整合性という点ですが、私どもの基本的な考え方は、金融商品取引所で商品も扱うことになるということですので、その世界の規律としては、基本的には、今の金商法の世界にある規律をそのまま適用していくべきではないかというふうに思っています。言い方を変えると、金融商品取引所の中で、商品が異なるからといって、そこで別の規律を課すというのは、一つの取引所、一つの業者で扱うにもかかわらず規律が変わってくることとなりますので、扱う業者にとっても、お客さんになる投資家にとってもやや混乱する部分があるかと思えます。そういう意味で、金商法の中でできるだけ差を設けないような形にしたいと思っております。

ただ、不招請勧誘に関しては、商品先物について、過去いろいろと問題が発生してきたのも事実ですし、そうしたことを受けて、弁護士会の方々、あるいは消費者団体の方々からいろんな形で、私どものところに総合取引所における不招請勧誘の緩和ということはしないでほしいという要望も寄せられております。

私どもとしては、不招請勧誘の禁止が外れることに対して懸念をお持ちの方々に、きちんと説明ができるよう、まさに具体的にどういふ措置を講じていくのかというところを部内で検討を進めているところでございます。

【クラウド・ファンディングへの規制の方向性／国際的な規制と市場間競争】

○黒沼 ありがとうございます。ほかにいかがでしょうか。

○久保 なぜこの研究会に私が呼ばれたのかわからないぐらい、私は金商法に関して初心者ですので、本当に初歩的なことを教えてくださいという感じのことなのですが、2点ほど質問させていただきたいと思います。

一つはクラウド・ファンディングのところの話でして、なるべくクラウド・ファンディングのような形でリスクマネーの供給がなされるようにしようという政策判断がなされているということですが、そのときに、半分感想めいたような質問ですけれども、できるだけ仲介者にとって参入が容易になるような制度にしようということだとすると、10 ページあたりですが、そのときに、逆に投資家がだまされるということに対してどう対応しようかという問題が出てくるかと思うのですね。そのときに一つ焦点になるだろうと思うのは、仲介者にどれだけ民事責任を負わせるかということか、今で言うと、募集とかをやるときにある意味ゲートキーパーのような役割を果たしている人たちですけれども、参入が容易になるようにといったときに、今やっているようなクラウド・ファンディングを見ていたときに、じゃあ実際に事業に対して仲介者がチェックしているかということ、ほとんどチェックしていないような感じがしなくもない。それを、一般的に投資型クラウド・ファンディングを導入しようというときに、仲介者にどれだけの責任を負わせるか。今と同じように民事責任をきちぎちに負わせるのですか、それとも緩和する方向でいこうと思っているのですかという、そのあたりが少し気になりますので、もしそういう方向性で何かお考えがあるのだったら、一点お聞かせいただきたい。

もう一つは、国際的な規制に関するざっくりした話ですけれども、先ほどデリバティブ取引のところでは規制が緩い、きついという話との関係で、国際的な規制の動向が今そろいつつあるというお話があったかと思いますが、もしそういうふうに国際的な観点で言うと規制がそろい始めたとすると、

いわゆる規制間競争みたいなものはなくなるということになったときに、これは本当に素人の質問で申しわけないのですが、金融市場同士の競争、つまりうちの市場で調達してくれたほうが有利ですよというときの競争はどのようなポイントで起こるのかなあというのが、ど素人としてはちょっとわからないというところがありますので、その市場間競争というのがどういうところで行われるのかということ伺いたしたいと思います。素人の質問で申しわけありませんが、よろしく願いいたします。

○齋藤 1つ目のご質問の点ですけれども、きょうの資料にはおつけしていないのですけれども、クラウド・ファンディングについて、仲介業者の参入を容易にするというのはもちろんそうなのですが、それと同時に、説明の中でもちょっと申し上げたように、詐欺的なことというのでしょうか、悪用をどう防ぐかという観点も当然重要であると思っています。そういう意味では、仲介業者にインターネット上できちんとお金を集めている事業の中身等について説明をしてもらおうというか、開示をしてもらおうというか、それはやってもらう必要があるだろうというふうに思っているところでございます。

それから、国際的なところで規制がそろってきたときに市場間の競争が何で起こるのかということですが、確かにこれまでですと、規制が緩い、厳しいというところでお金が集まったり集まらなかったりというのがあったのですが、一つは、金融的な規制のところはある種差がなくなってくるとしても、税制面の差というのは引き続き多分あると思うのですね。そういう意味では、どこで取引をしたときにどれぐらいの税負担を負うのかということで、ご存じのとおり、残念ながら日本の場合はやや日本でビジネスをした場合の税負担が重いと言われているわけですけれども、逆にタックス・ヘイブンみたいなことになると、それはそれで問題だと思います。そういう意味で言うと、全部規制の一種だと思えば、金融以外のところの規制のあり方みたいなことが一つ市場間での競争

の要因になってくると思います。

それからもう一つ、これはむしろ日本にとって有利な点かと思えますけれども、そのマーケットにどれぐらいお金があるのかということです。やはりお金があるところにお金を求めてさまざまな金融商品が販売されに来て、金融商品を販売するための金融機関も進出をしてくることとなりますので、そういう意味では、個人金融資産1,500兆円という日本のマーケットは、どれぐらいお金がそこにあるのかという観点では、世界的に見ても魅力的なマーケットなのだろうと思いますし、そういう意味では、国際的にも競争力を持ち得るのかなと思っております。

大ざっぱな説明で恐縮ですけれども、以上でございます。

○久保 ありがとうございます。

○黒沼 ほかにないようでしたら、時間も超過していますので、討論はこれぐらいにしたいと思います。

齋藤市場課長、ご報告、どうもありがとうございました。

次回の予定ですけれども、11月22日に、山下教授にご報告をお願いしています。テーマとしては、デリバティブ取引の投資勧誘規制【ドイツ】のご報告を予定しています。

それでは、本日の研究会はこれで終了いたします。

# 証券市場規制等を巡る最近の状況と 当面の課題について



平成25年10月25日  
金融庁総務企画局市場課長  
齋藤 通雄

## 目次

|                            |    |
|----------------------------|----|
| I. 成長戦略等への対応               | 3  |
| (1) リスクマネーの供給              | 4  |
| ① クラウドファンディング              | 7  |
| (2) 総合取引所                  | 11 |
| II. 国際的な動向への対応             | 17 |
| (1) 店頭デリバティブ改革             | 20 |
| ① 清算集中制度                   | 23 |
| ② 取引情報の保存・報告義務             | 25 |
| ③ 電子取引基盤の利用                | 26 |
| ④ 中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制 | 27 |
| ⑤ LEI(取引主体識別子)             | 29 |
| (2) 金融市場インフラに係る原則          | 30 |
| ① 清算・振替機関等向けの総合的な監督指針      | 31 |
| ② 欧州規制との同等性評価              | 32 |
| (3) 実効的な破綻処理の枠組み           | 33 |
| (4) LIBOR問題に端を発した金融指標を巡る問題 | 37 |

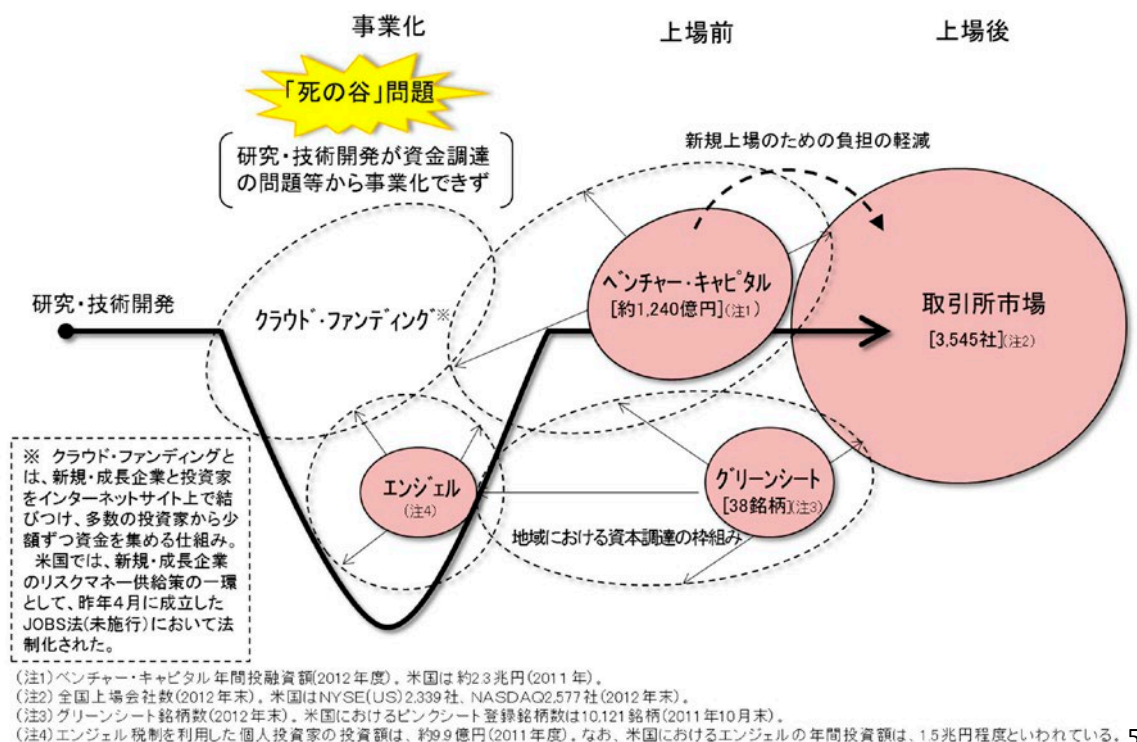
## I . 成長戦略等への対応

3

### (1) リスクマネーの供給

4

## 新規・成長企業へのリスクマネーの供給について



## 日本再興戦略 – JAPAN is BACK – (6月14日閣議決定)(抄)

### 第Ⅱ. 3つのアクションプラン

#### 一. 日本産業再興プラン ～ヒト、モノ、カネを活性化する～

##### 1. 緊急構造改革プログラム(産業の新陳代謝の促進)

##### ③ 内外の資源を最大限に活用したベンチャー投資・再チャレンジ投資の促進

##### ○ 資金調達の多様化(クラウド・ファンディング等)

技術やアイデアを事業化する段階でのリスクマネーの供給を強化するとともに、地域のリソースを活用するための方策の一つとして、クラウド・ファンディング(※)等を通じた資金調達の枠組みについて検討する。市場関係者等のニーズや投資者保護に配慮しつつ、制度改革が必要な事項について、金融審議会で検討を行い、本年中に結論を得る。

※ 新規・成長企業と投資家をインターネットサイト上で結び付け、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組み。

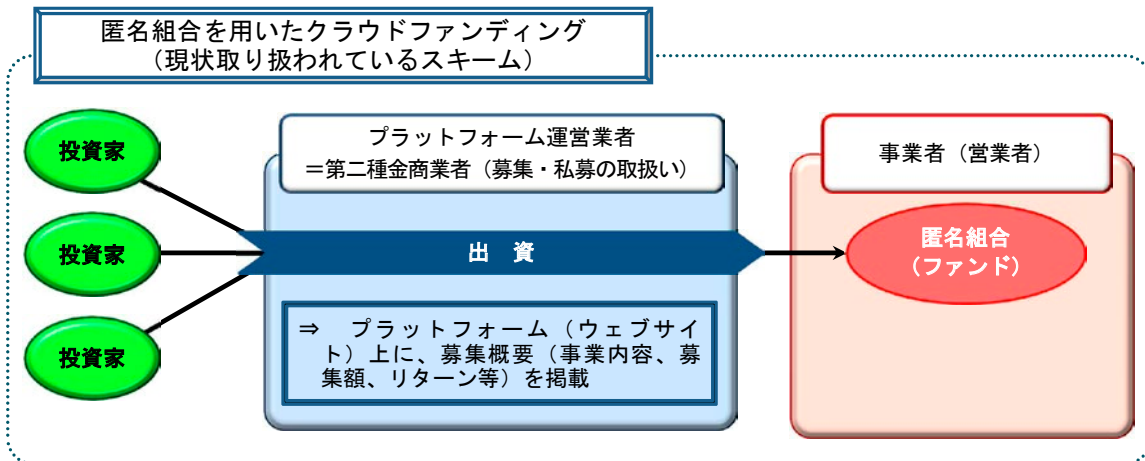


## クラウドファンディングとは

- クラウドファンディングとは、一般に、「新規・成長企業と投資家をインターネットサイト上で結びつけ、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組み」と言われている。
- 出資者に対するリターンの形態により、主に「寄付型」、「購入型」、「投資型」が存在
  - ◆ 「寄付型」:リターンなし  
(例:ウェブサイト上で寄付を募り、寄付者向けにニュースレターを送付する 等)
  - ◆ 「購入型」:金銭以外のリターン  
(例:購入者から前払いで集めた代金を元手に製品を開発し、購入者に完成した製品等を提供する 等)
  - ◆ 「投資型」:金銭によるリターン  
(例:運営業者を介して、投資家と事業者との間で匿名組合契約を締結し、出資を行う 等)
- 現状、日本においては、金銭によるリターンを伴わない形態での取扱いが中心であり、投資型は限定的。また、出資の形態としては、商法上の匿名組合契約によるものが中心であり、株式形態での資本調達は取り扱われていない。

7

## 投資型クラウドファンディングの金商法上の位置付け



《現行制度の下で、株式形態のクラウドファンディングを取り扱う場合(実例なし)》

- プラットフォーム運営業者の行為は、1項有価証券の募集・私募の取扱いに該当し、**第一種金商業登録**が必要となる(金商法2条8項9号、28条1項)。なお、**非上場株式**については、グリーンシート銘柄を除き、原則として、一般投資家に対する**投資勧誘は禁止**されている(日本証券業協会・店頭有価証券に関する規則3条)。

※ 株式募集の総額が1億円以上の場合には、事業者において、原則として**有価証券届出書**(公衆縦覧)の提出が必要(金商法4条、5条)。(募集総額が1億円未満の場合でも、1千万円を超える募集に際しては、財務局への**有価証券通知書**の提出が必要(金商法4条6項)。)

8

## 投資型クラウドファンディングの導入に係る主な論点

(「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」(第4回)事務局説明資料より抜粋)

投資者保護を図る等の観点から、「募集総額」や「一人当たり投資額」等について、制限を設けることが適当ではないか。

- 「募集総額」について、上限を設けることとしてはどうか。
  - － 米JOBS法における募集総額上限は、100万ドル。
  - － 我が国の金商法では、1億円に満たない株式・ファンド持分の募集については、有価証券届出書の提出が求められない。
  - － 上記を踏まえ、募集総額について、例えば1億円を上限とすることが考えられるか。
- 「一人当たりの投資額」についても、上限を設けることとしてはどうか。
  - － 米JOBS法における一人当たり投資額上限は、収入・純資産に応じて設定。
  - － 簡素な形にするため、収入等にかかわらず定額(例えば50万円)とすることが適当か。又は、現行の金商法上の投資者類型(例えば「適格投資家」)を利用して、投資額上限に差異を設けることも検討するか。
- 詐欺的募集を防止する観点から、クラウドファンディングで一般に取り入れられている目標募集額制度(目標募集額に達しない場合には資金の提供をしない)を導入することとしてはどうか。

9

## 投資型クラウドファンディングの導入に係る主な論点

(「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」(第5回)事務局説明資料より抜粋)

できるだけ「仲介者」にとって参入が容易な制度とする観点から、投資型クラウドファンディングに係る業務をどのように位置付けるべきか。

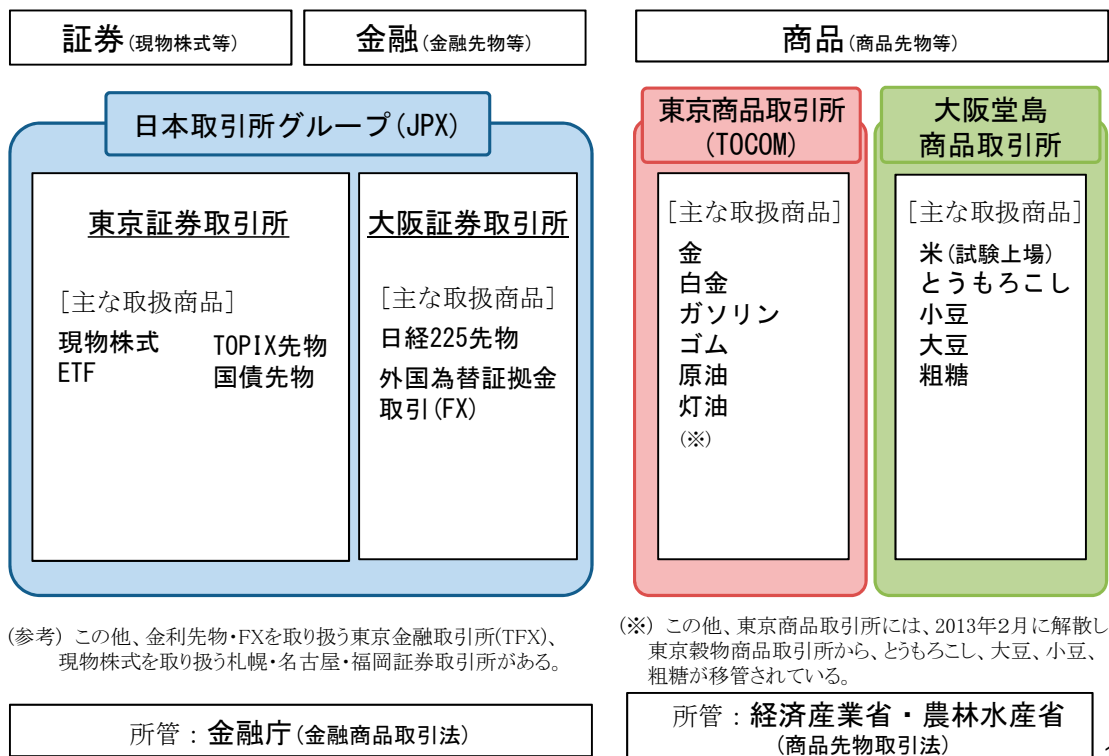
- 「仲介者」にとって参入が容易な制度とする観点から、募集総額及び一人当たり投資額の上限を設けることを前提に、
  - 「株式型」に係る募集の取扱いは「第1種金商業の特例」、
  - 「匿名組合理型」に係る募集の取扱いは「第2種金商業の特例」として位置付け、業務の特性や実態に応じた規制を課すことが考えられるのではないかと。
- 具体的には、
  - ① 財産規制を緩和することや、
    - － 現行法の下では、資本金について第1種金商業は5,000万円以上、第2種金商業は1,000万円以上とされている
  - ② 「発行者」に関する一定の情報を「仲介者」のウェブサイト上で開示させることを前提に、契約締結前交付書面の記載事項の簡素化を図ることなどが考えられるのではないかと。

10

## (2) 総合取引所

11

### 我が国の金融商品取引所・商品取引所の現状

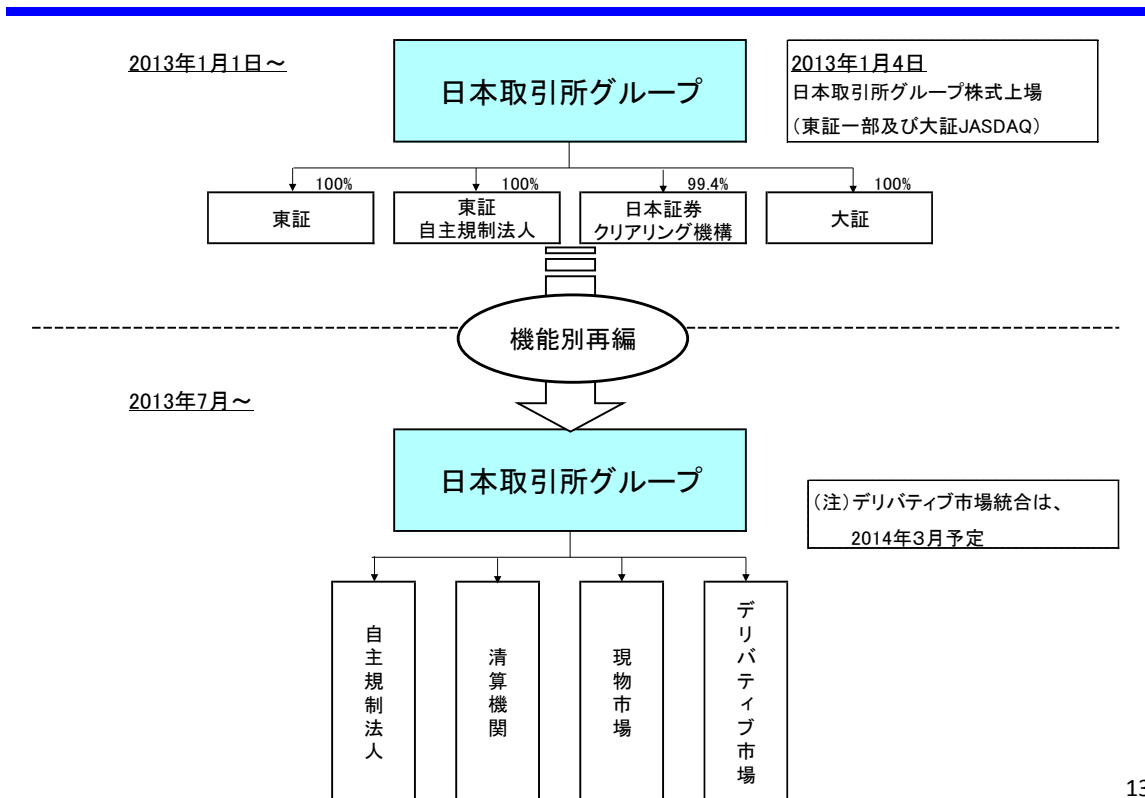


(参考) この他、金利先物・FXを取り扱う東京金融取引所(TFX)、現物株式を取り扱う札幌・名古屋・福岡証券取引所がある。

(※) この他、東京商品取引所には、2013年2月に解散した東京穀物商品取引所から、とうもろこし、大豆、小豆、粗糖が移管されている。

12

### 東証・大証の統合スキーム



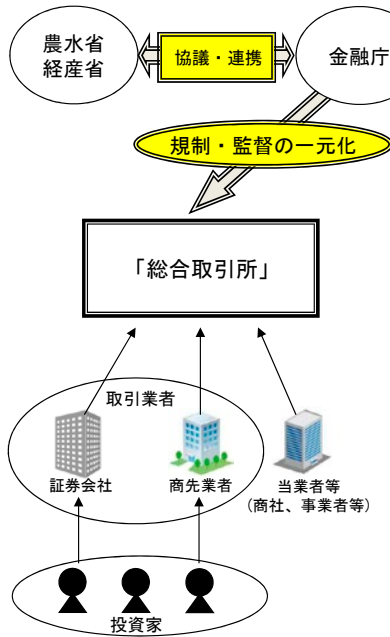
13

### 海外主要取引所の取扱商品の状況

| 国      | 取引所                | 証券<br>(現物株式等)               | 金融<br>(金融先物等) | 商品<br>(商品先物等) | 取引の<br>規制当局        |
|--------|--------------------|-----------------------------|---------------|---------------|--------------------|
| 北<br>欧 | ナスダックOMXグループ       | ナスダックOMXオスロ                 |               | ○             | Finanstilsyn<br>et |
|        |                    | OMX                         | ○             | ○             |                    |
|        |                    | ナスダック取引所                    | ○             |               |                    |
| 米      | CMEグループ            | シカゴマーカンタイル取引所 (CME)         | ○             | ○             | CFTC SEC           |
|        |                    | シカゴ商品取引所                    |               | ○             |                    |
|        |                    | ニューヨークマーカンタイル取引所<br>(NYMEX) |               | ○             |                    |
|        | ICEグループ※1          | ICEフューチャーズ・US               |               | ○             |                    |
|        |                    | ニューヨーク証券取引所 (NYSE)          | ○             |               |                    |
| 仏      | NYSE・ユーロネクストグループ※1 | ユーロネクスト・パリ                  | ○             | ○             | AMF                |
|        |                    | ユーロネクスト・ライフ                 |               | ○             |                    |
| 英      | ICEグループ※1          | ICEフューチャーズ・ヨーロッパ            |               | ○             | FCA                |
| 伊      | ロンドン証券取引所グループ      | ロンドン証券取引所                   | ○             |               | CONSOB             |
|        |                    | イタリア証券取引所                   | ○             | ○             |                    |
| 独      | ドイツ取引所グループ         | フランクフルト証券取引所                | ○             |               | BaFin※2            |
|        |                    | ユーレックス                      |               | ○             |                    |
|        |                    | ヨーロッパ・エネルギー取引所              |               | ○             |                    |
| 星      | シンガポール取引所グループ      | シンガポール証券取引所                 | ○             |               | MAS                |
|        |                    | シンガポールデリバティブ取引所             |               | ○             |                    |
| 中      | 香港取引所              | ○                           | ○             | ○             | SFC                |
|        | 上海証券取引所            | ○                           |               |               | CSRC               |
|        | 上海先物取引所            |                             |               | ○             |                    |
| 韓      | 韓国取引所              | ○                           | ○             | ○             | FSC                |

14

**「総合取引所」に対する一元的な規制・監督** (金商法等改正 平成24年9月公布、平成26年3月までに施行)



証券・金融、商品を横断的に一括して取り扱う「総合取引所」の実現に向け、平成24年金商法等改正により、以下の制度整備。

**商品・取引所に関する規制の整備**

- > 商品<sup>(※1)</sup>デリバティブ取引を、金融商品取引所において取り扱えることとする
- > 「総合取引所」における商品デリバティブについては、**金融商品取引法に基づき、内閣総理大臣（金融庁）が一元的に監督<sup>(※2)</sup>**

**農林水産大臣・経済産業大臣との連携**

- > 「商品の生産・流通」に対する悪影響の発生の防止のため、農林水産大臣・経済産業大臣との事前協議等の規定を整備し、相互連携を確保

**業者等に関する規制の整備**

- > 仲介業者、清算機関等についても、証券・金融、商品を横断して取り扱うことができる制度を整備

⇒ **「総合取引所」の実現・利用者の利便性の向上**

(※1) 当面、コメ等を除く

(※2) 金商法の規制・監督の対象となるのは、金融商品取引所が、商品デリバティブ取引を取り扱う場合。それ以外の商品取引所については、引き続き、商品先物取引法の規制・監督の対象。

**「総合取引所」の創設に関する閣議決定**

**日本経済再生に向けた緊急経済対策(抄)** (平成25年1月11日 閣議決定)

第3章 具体的施策

- II. 成長による富の創出 4. 金融資本市場の活性化等
  - ・アジアNo.1市場の構築:「日本総合取引所」の創設に向けた取組の促進

**規制改革実施計画(抄)** (平成25年6月14日 閣議決定)

5 創業等分野

II 分野別措置事項

(1) 規制改革の観点と重点事項

① リスクマネー供給による起業・新規ビジネスの創出

我が国の閉塞感を打ち破る起爆剤として、起業や新規ビジネスの創出を促すため、事業者が技術やアイデアを事業化する段階において必要とされるリスクマネーの供給を促進するとともに、総合取引所の創設を通じて市場における取引を活性化するための環境整備を行う。

(2) 個別措置事項

① リスクマネー供給による起業・新規ビジネスの創出

9 総合取引所の実現に向けた取組の促進 [平成25年度検討・結論]

昨年9月に成立した改正金商法の着実な実施を始め、総合的な取引所の実現に向けて所要の整備に積極的に取り組む。

10 行為規制の整備 [平成25年度検討・結論]

行為規制については、垣根を取り払い横断的に市場環境を整備するとの基本的な考え方の下で、関係法令を整備する。

11 ヘッジ会計指針の明確化 [平成25年度検討・結論]

商品先物取引について、ヘッジ会計における実務指針に関する具体的なニーズを調査・把握し、所要の対応を検討する。

## Ⅱ．国際的な動向への対応

17

### 国際金融規制改革

リーマンショック(2008年9月)  
世界的な金融危機へ発展



G20首脳会合(2008年11月ワシントン～)  
危機防止のための金融規制改革の推進

#### 1. 国際的な金融規制改革の進捗

- ① バーゼルⅢ(国際的に活動する銀行の自己資本規制・流動性規制)
- ② システム上重要な金融機関への対応(「大きすぎて潰せない金融機関」に対処するための上乗せ規制等)
- ③ シャドーバンキングの規制・監督の見直し(ヘッジファンド、ノンバンク等による銀行類似の活動への規制)
- ④ 店頭デリバティブ市場の透明性・安定性向上のための改革(取引所外のデリバティブ市場をより安全に)

#### 2. 日本の主張

- 中長期的に強固な金融システムを構築
- 実体経済への影響に配慮(バランスのとれた規制、十分な経過期間)
- 国際的な合意は着実に実施

#### 3. 各国独自の金融規制改革の問題

他国の金融機関・市場に不測の影響を与えかねない各国独自の規制の動き

18

## G20サンクトペテルブルクサミット〈2013年9月5・6日〉

**金融規制改革について、金融危機後の5年間の取り組みを高く評価する一方で、未だ必要な改革は終結していないとの認識に立ち、更なる推進が合意された。**

1. パーゼルⅢや店頭デリバティブ市場改革等の国際的な合意の完全な実施へのコミットを再確認
2. 店頭デリバティブ市場改革の実施について、規制当局が、本国の規制枠組みを十分尊重しつつ、効果の類似性に基づいて、国によって差別されることなく相互の規制及び執行枠組みの質により正当化される場合は、相互の規制に委ねることに同意
3. シャドーバンキングの監視・規制に関し、問題となる主体や活動について、そのもたらすシステムック・リスクにふさわしい、強化され、包括的な監視・規制に向けた早急な進捗のための明確な期限や行動に係る作業を記載した明確なロードマップ(付属書)に合意
4. 金融機関の破綻処理に関し、FSB(金融安定理事会)に対して、他の基準設定主体と協議しつつ、
  - ①2014年末までに、グローバルなシステム上重要な金融機関の破たんの際の損失吸収能力の充実性に関する提案を評価し、策定するよう要請
  - ②2013年末までに、グローバルなシステム上重要な非銀行・非保険金融主体を特定するためのメソドロジー(市中協議案)を策定するよう要請
5. 金融指標改革のための作業を調整するFSBの公的部門運営グループの設立を支持
6. 規制改革の進展が新興市場・発展途上経済に与える影響について、FSBが引き続きモニタリング・分析し、報告することを奨励
7. その他、会計基準の収斂、金融機関による格付への過度な依存の低減等の各金融規制改革の課題の更なる進捗を期待

19

## (1) 店頭デリバティブ改革

20

29

## 店頭デリバティブ規制改革

### G20ピッツバーグ・サミット首脳声明(2009.9.24-25)

○ 店頭デリバティブ市場の改善：  
遅くとも2012年末までに、標準化されたすべての店頭(OTC)デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引され、中央清算機関を通じて決済されるべきである。店頭デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関に報告されるべきである。中央清算機関を通じて決済がされない契約は、より高い所要自己資本賦課の対象とされるべきである。我々は、FSBとその関連メンバーに対して、実施状況及びデリバティブ市場の透明性を改善し、システムリスクを緩和し、市場の濫用から守るために十分かどうかにつき、定期的に評価することを要請する。



### 我が国における実施状況

- 2010年の金融商品取引法改正において、業者の中央清算機関の利用や取引の報告義務などを規定し、2012年11月より施行。
- 2012年の同法改正において、業者の電子取引システムの使用義務などを規定。(2015年9月までに施行予定)

21

## 平成22年改正 清算集中と取引情報報告 (平成22年5月19日公布、24年11月から実施)

- 店頭デリバティブ取引の決済の安定性・透明性の向上のため、
- 我が国における取引規模が多額で、清算集中による決済リスクの減少が我が国市場の安定に必要と考えられる一定の取引の清算集中
  - 清算要件が我が国での企業の破綻要件と密接に関連している取引等の国内清算機関への清算集中
  - 店頭デリバティブ取引等に関する取引情報の保存・報告義務の導入



- 「『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』における議論の取りまとめ」(平成23年12月26日)
- 「店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令等」(平成24年7月11日公布、同年11月1日施行)

22



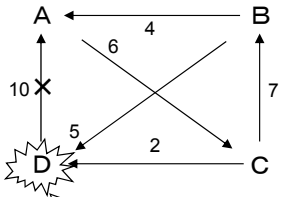
## 清算機関の利用義務付け(清算集中)①—清算集中の意義—

相対の店頭デリバティブ取引における取引相手方の破綻⇒市場全体へのリスクの波及を招くおそれ

一定の店頭デリバティブ取引等について清算機関の利用を義務付けることにより、

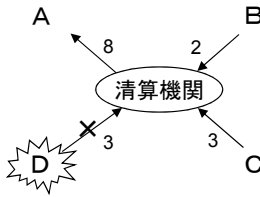
- ① 各取引者の債権債務額(リスク量)を、相殺により縮減
- ② 取引相手方の破綻による市場全体へのリスクの波及を防止

<集中されない清算関係>



D社(デリバティブの売り手)が破綻した場合、デリバティブの買い手であるA社が取引を続けるためには、新たに売り手を探す必要  
⇒ デリバティブ市場の流動性枯渇・混乱

<集中された清算関係>



D社が破綻した場合でも、A、B、C社は清算機関との間でデリバティブ取引を続けることができ、清算機関のみが新たにデリバティブを買う必要  
⇒ デリバティブ市場への影響を最小化

(注) 清算集中義務の対象としては、取引規模の大きい金融機関同士が行った取引を想定。

23

## 清算機関の利用義務付け(清算集中)②—清算集中の対象取引と集中機関—

- 我が国における取引規模が多額で、清算集中による決済リスクの減少が我が国市場の安定に必要と考えられる一定の取引  
(円金利スワップのプレーンバニラ型)

取引関係が国際的に構築されている実態等を踏まえ、以下のいずれかに清算集中  
・国内清算機関  
・国内清算機関と外国清算機関の連携による方式  
・外国清算機関

- 清算要件が我が国での企業の破綻要件と密接に関連している取引等  
(CDSの指標取引のうちiTraxx Japan)

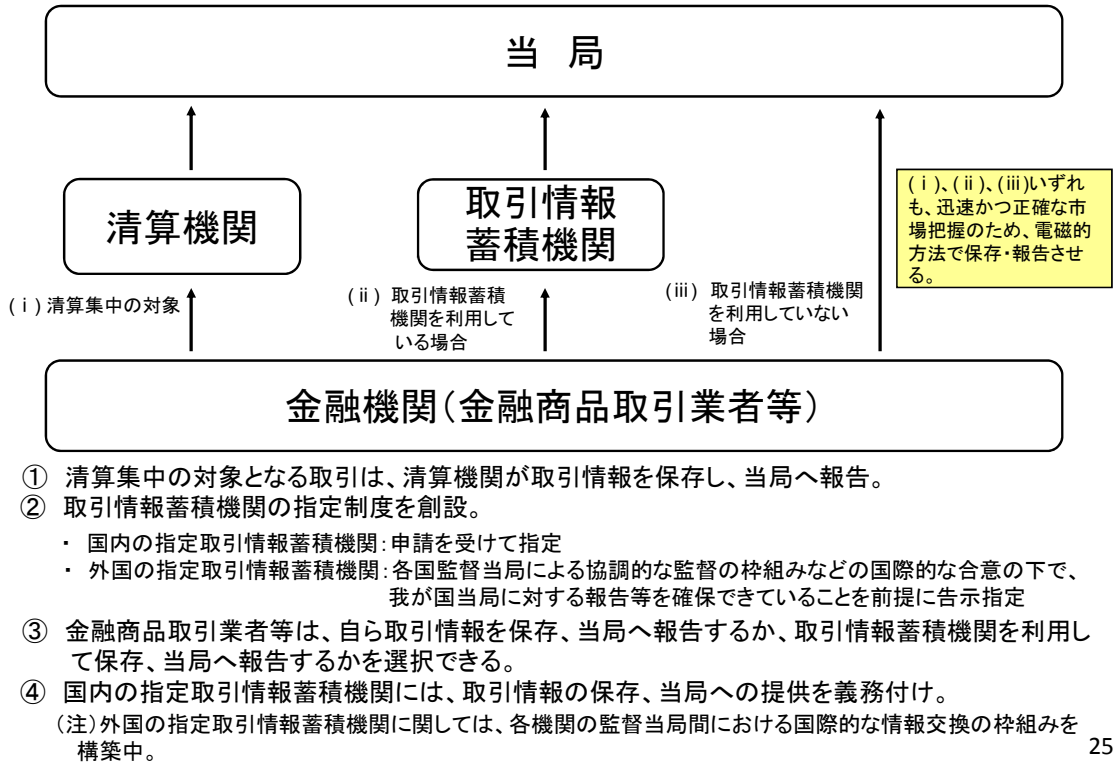
国内清算機関に清算集中

※ CDSについては、『破綻』に該当するか(クレジット・イベントの認定)に関し、我が国の倒産法制に則した判断がなされる等、我が国の実情に照らした扱いが必要  
⇒ 取引当事者間で国際的に採用されている、クレジット・イベントの認定に係る実務慣行を尊重しつつ、『破綻』に該当するかの認定に対して、国内清算機関が、適切に関与するとともに、契約当事者として必要な主張を行うことができることとする必要  
⇒ 国内清算機関に清算を集中

(参考) 海外のCDS清算機関では、市場関係者間で認定が行われない等の場合の認定は、当該機関の規則上、当該機関が行うこととされている。

24

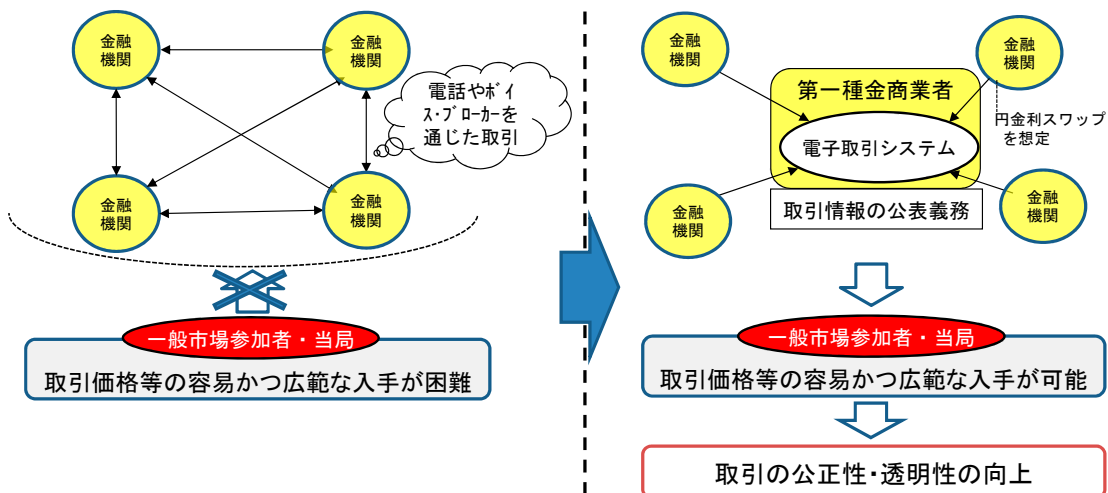
## 店頭デリバティブ取引等に関する取引情報の保存・報告義務の導入



25

## 平成24年改正 電子取引基盤の利用 (平成24年9月12日公布、3年以内に施行)

○ G20ピッツバーグ・サミット首脳声明など国際的な議論も踏まえつつ、一定の店頭デリバティブ取引を行うに当たり、金商業者等に、電子取引システムの使用を義務付けることにより、取引実態の透明性の向上を図る。



(注) なお、今般の店頭デリバティブ取引は、海外業者との取引が相当の割合を占めていることにも鑑み、海外の電子取引システムの提供者に対して、国内への参入を容易にする許可制度を整備。

26

## BCBS-IOSCOによる中央清算されないデリバティブ取引 に係る証拠金規制の概要(2013年9月2日公表)①

|                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 適用対象<br>となる取引類型 | <ul style="list-style-type: none"> <li>中央清算されない全てのデリバティブ取引                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 現物決済型為替スワップ・フォワード取引は、本報告書の対象外</li> </ul> </li> </ul>                                                                                                      |
| 適用対象<br>となる主体   | <ul style="list-style-type: none"> <li>中央清算されないデリバティブ取引を扱う全ての金融機関及びシステム上重要な非金融機関(「適用主体」)(政府系機関・中央銀行等を除く)間の取引について、当初証拠金と変動証拠金を、相互に授受</li> </ul>                                                                                                                                    |
| 当初証拠金           | <ul style="list-style-type: none"> <li>取引相手がデフォルトした際に、デリバティブ取引を再構築するまでに想定される将来の時価変動をカバー(保有期間10日、信頼水準99%)</li> <li>(i) 監督当局により承認された内部または第三者のモデル、または(ii) リスクに基づき標準化された表を用いて計算(通貨スワップに含まれる為替スワップ部分は計算上除外、標準表上は金利スワップに該当)</li> <li>当初証拠金については、50百万ユーロの閾値(これを上回る証拠金額を授受)を設定</li> </ul> |
| 変動証拠金           | <ul style="list-style-type: none"> <li>限定的な再担保を許容</li> <li>既に発生している時価変動額をカバー</li> <li>十分に高い頻度(例:日次)で計算され、支払われるべき</li> </ul>                                                                                                                                                       |

27

## BCBS-IOSCOによる中央清算されないデリバティブ取引 に係る証拠金規制の概要(2013年9月2日公表)②

|                          |                                                                                                                                                                                                          |
|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 証拠金規制の<br>移行期間<br>(2年)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>移行期間(当初証拠金及び変動証拠金の授受等証拠金規制の実施が求められない期間)を2年間超設定</li> <li>2014年に証拠金規制の適切性等を評価するモニタリンググループを設置し、評価結果に応じて証拠金規制の修正を勧告</li> <li>変動証拠金については段階的適用せず2015年12月より実施</li> </ul> |
| 当初証拠金の<br>段階的適用<br>(4年間) | <p>2015年12月 想定元本が3兆€以上ある適用主体同士の取引に適用</p> <p>2016年12月 同2.25兆€以上の適用主体同士の取引に適用</p> <p>2017年12月 同1.5兆€以上の適用主体同士の取引に適用</p> <p>2018年12月 同0.75兆€以上の適用主体同士の取引に適用</p> <p>2019年12月 同80億€以上の適用主体同士の取引に適用</p>        |

28

## LEI (Legal Entity Identifier: 取引主体識別子)

### <LEIとは>

- 金融危機後、金融取引の実態把握強化のため、金融取引主体である法人に世界共通の識別方式があれば効率的・効果的であるとの考え方に立って、取引主体識別子(LEI: Legal Entity Identifier)について世界的な検討が進行中。世界共通のLEIが実現すれば、システミック・リスクの把握に有用。
- 例えば米国、欧州では、今後まず店頭デリバティブ取引情報の報告に際してLEIの使用を求める方向性が示されている。

### <これまでの進捗>

- ロスカボス・サミット(2012年6月)において、LEIシステム整備のための枠組みに関するFSBの提言を承認。
- 2012年11月、LEIシステムのガバナンスを担うLEI規制監視委員会についての憲章を策定。本年1月に同委員会が発足。2013年8月26日時点で、同委員会への参加当局数は、メンバーが55当局、オブザーバーが19当局(金融庁・日本銀行がメンバーとして参加)。

### <今後の課題>

- LEI財団の定款作成、LEI財団の取締役会選任
- LEIシステム運営開始のために必要な資金の調達 等

29

## (2) 金融市場インフラに係る原則

30

## 清算・振替機関等向けの総合的な監督指針の概要

### 監督指針策定の背景

・清算・振替機関等については、平成24年の店頭デリバティブの清算・取引情報保存義務導入など、その業務が拡大・複雑化  
 ・先般の金融危機以降、国際原則である「金融市場インフラに係る原則」の策定など、国際的な規制環境も大きく変化  
 ⇒ **清算・振替機関等に対する監督上の着眼点・監督手法等を具体化・明確化することにより、国際的な規制水準を確保しつつ、  
 清算・振替機関等における一層的確な業務運営の確保等を図るため、監督指針を策定**

### 監督指針の適用対象

有価証券等の取引成立後の多量・多額の処理(清算、決済、記録)を行う金融庁所管の事業者  
**清算機関(金融商品取引法)**      **資金清算機関(資金決済法)**  
**振替機関(社債・株式等の振替に関する法律)**      **取引情報蓄積機関(金融商品取引法)**

### 監督指針の主要項目

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>1. 監督に係る事務処理上の留意点</p> <p>①一般的な監督事務      ④行政指導を行う際の留意点<br/>         ②検査部局等との連携確保      ⑤行政処分を行う際の留意点<br/>         ③法令解釈等の照会への対応</p> <p>2. 経営管理(ガバナンス)</p> <p>清算・振替機関等の経営管理の有効性の検証</p> <p>3. 財務の健全性</p> <p>清算・振替機関等の財務の健全性確保のための管理態勢の検証<br/>         ①資本の充実<br/>           経営の態様に応じた十分な財務基盤の保有<br/>         ②信用リスク・流動性リスク等 &lt;清算・資金清算のみ&gt;<br/>           参加者が破綻した場合に備えた財務資源・流動性の確保</p> | <p>4. 業務の適切性等</p> <p>清算・振替機関等のコンプライアンス態勢等の検証<br/>         ①法令等遵守<br/>           (うち「本人確認、疑わしい取引の届出」&lt;振替のみ&gt;)<br/>         ②業務継続体制<br/>         ③事務リスク・システムリスク管理<br/>           リスクの特定・管理、外部委託先の適切な管理、データ管理態<br/>           勢の整備、コンティンジェンシープランの策定 等<br/>         ④参加者破綻等への対応手続 &lt;清算・資金清算・振替のみ&gt;<br/>           破綻等への対応手続の明確化、マニュアルの整備 等</p> |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

31

## 欧州規制との同等性評価について

欧州域内の金融機関(欧州金融機関の日本支店を含む)に清算サービスを提供する欧州域外国CCPIについては、母国規制と欧州規制との同等性を前提にしたESMA(欧州証券市場監督局)の認証が必要。

➤ESMAは、本年9月1日の欧州域外国 CCPの同等性評価に関する技術的助言をEC(欧州委員会)に提出し、3日に公表。

- ・本邦清算機関に係る法令及び監督・執行制度は、欧州規制と概ね同等の内容を業務方法書で規定している本邦清算機関に関しては、欧州の規制・監督水準と同等であると評価

(注)本邦清算機関は、認証申請期限(9月15日)までにESMAに認証を申請済み。

➤今後、ECにおいて同等性評価の最終決定が行われる予定。

(参考)米国CFTCとは、米国外のスワップディーラーに対し、全ての米国規制が適用となる本年12月21日までに、同等性の作業を終わらせるべく現在議論中。また、日本証券クリアリング機構(JSCC)が米国の清算機関としての登録を申請中。

32

### (3) 実効的な破綻処理の枠組み

33

#### システム上重要な金融機関

○ 金融危機において、一部の大手金融機関を公的資金で救済したことに伴う「大きすぎて潰せない」モラルハザードの問題に対処するため、「システム上重要な金融機関 (Systemically Important Financial Institutions: SIFIs-シフィーズ) について①破綻予防のための規制枠組み、②円滑な破綻処理の枠組み、③監督の実効性の向上等を検討し、順次実施。

|     | グローバルな<br>システム上重要な金融機関      | 国内の<br>システム上重要な金融機関 |
|-----|-----------------------------|---------------------|
| 銀行  | 2011年11月カンヌ・サミットで合意         | 2012年10月に枠組みを公表     |
| 保険  | 2013年7月G-SIFIsの当初リストを<br>公表 | 未定                  |
| その他 | 市場インフラやノンバンク等<br>について検討中    | 未定                  |

34

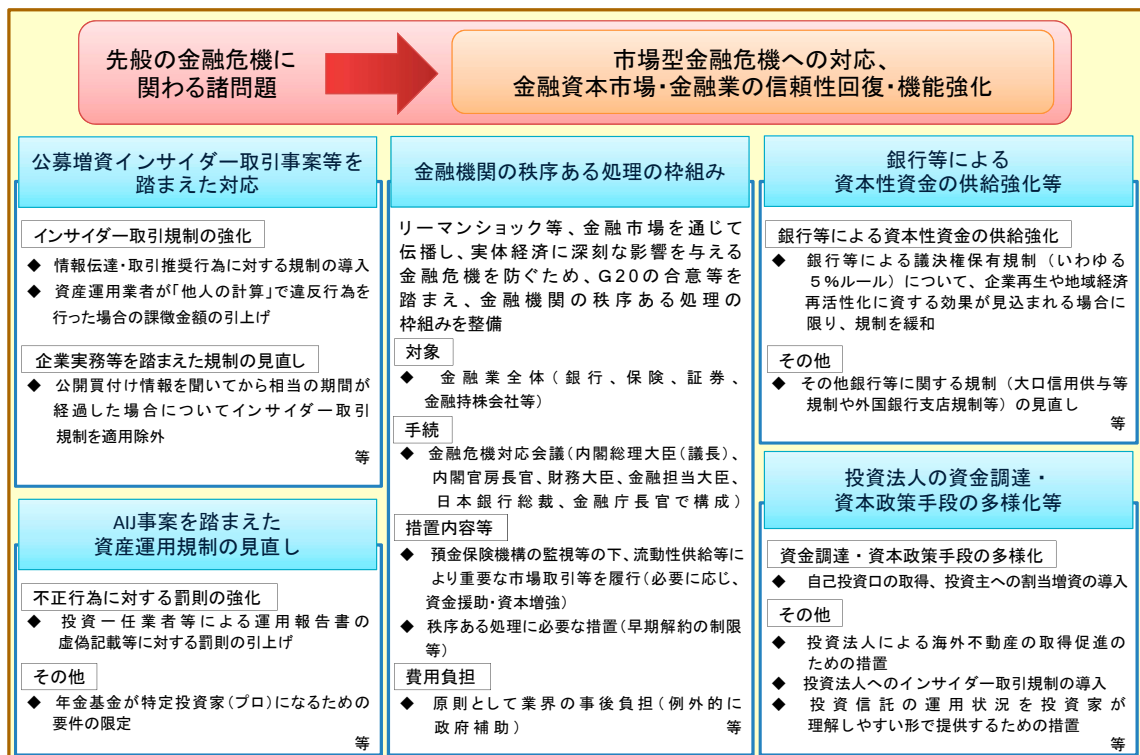
— 実効的な破綻処理枠組みに関する国際基準（2011年11月公表） —  
 (Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions)

○金融機関の破綻処理に関し、納税者に損失を負わせることなく、システム的な損害を防ぐ枠組みとして以下を提示。

- ① 破綻処理制度の改善(当局が有すべき破綻処理の権限を国際基準として整理)
- ② 再建・処理計画(recovery and resolution plans: G-SIFI毎に危機対応計画の策定を義務付け) (期限 本年6月まで)
- ③ 破綻処理のしやすさの評価(resolvability assessments: 一定の基準に基づきG-SIFI毎に評価)
- ④ 当局間の協力取極め(G-SIFI毎に締結。取極めの内容を整理)
- ⑤ 破綻処理コストの負担方式(破綻時に債権者に負担を負わせる方式(ベイル・イン)を選択肢の一つとして提唱)

35

(参考)金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成25年6月12日成立)



36

## (4) LIBOR問題に端を発した 金融指標を巡る問題

37

### LIBOR問題とは

- LIBORとは、London Interbank Offered Rate(ロンドン銀行間取引金利)の略称。ロンドンの短期金融市場で、金融機関間が相互に資金調達する際の目安となる指標金利。
- 具体的には呈示行自らが、銀行間取引市場で調達することができるレート(呈示行の信用力を反映したレート)を、毎日英国銀行協会に呈示。英国銀行協会で計算・公表。

(※1)通貨は米ドル、ポンド、円など5種類、期間は翌日物から12ヶ月物まで7種類

(※2)国際金融市場の指標金利として、融資や住宅ローンの基準金利、各種デリバティブの指標として広く使用

- 英国財務省によるLIBOR改革案(ウィートリー・レビュー:2012年9月公表)では、主に以下のような問題が指摘されている。

- ・銀行間取引市場の縮小に伴い、実際の取引レートに基づかない金利を呈示。
- ・呈示レートは実際の取引に基づかないため銀行及び行員に不正操作の余地がある。
- ・LIBORの運営機関(英国銀行協会)及び呈示行内でのガバナンスが脆弱。

(注) TIBOR(Tokyo Interbank Offered Rate)

東京の短期金融市場の調達の目安となる金利で、全国銀行協会がとりまとめ・公表を行っている。LIBORとは異なり、プライム・バンク間での取引を想定した場合の市場実勢とみなした金利(呈示行の信用力に影響されないレート)。

38



## LIBOR等に関する不正行為等への対応

### (1) 金融庁による対応

- 2011年12月、各国に先駆けて、シティグループ、UBSに対し行政処分(業務改善命令・業務停止命令)。
- 2013年4月、RBSに対し行政処分(業務改善命令)。  
 <事案の概要>
  - ◆ トレーダー等が、円金利に係るデリバティブ取引を有利にする目的で、円LIBOR・ユーロ円TIBOR(RBSについては円LIBOR)の呈示担当者に不正な働きかけ

### (2) 欧米当局による対応

- 2012年6月、英米当局は、パークレイズに対し課徴金の支払いを命令。  
 ◆ トレーダーが自分の利益になるよう銀行の呈示担当者に不正な働きかけ  
 ◆ 信用力を高く見せようと低い金利を呈示
- 2012年12月、スイス・英国・米国当局は、UBSに対し課徴金の支払い等を命令。  
 ◆ (1)の事案と同様
- 2013年2月、英米当局は、RBSに対し課徴金の支払い等を命令。  
 ◆ トレーダーが自分の利益になるよう銀行の呈示担当者に不正な働きかけ
- 2013年9月、英米当局は、ICAP(金融取引仲介業者)に対し課徴金の支払いを命令。  
 ◆ ブローカーがUBS証券トレーダーと共謀して複数の銀行の呈示担当者に不正な働きかけ

39

## 金融指標の改革をめぐる最近の動き

### <IOSCO(証券監督者国際機構)>

2013年7月17日 金融指標に関する最終報告書を公表

### <FSB(金融安定理事会)>

2013年8月29日 金融指標改革のための監督・ガバナンス枠組みについての進捗報告書を公表

### <欧州委員会>

2012年9月10日 EU市場阻害行為規制規則の改訂案を承認  
(金融指標も対象に追加)

2013年9月18日 金融指標に関する規制案を公表  
(金融指標の正確性と健全性を確保するための枠組みを規定)

### <英国財務省>

2013年7月9日 LIBORの運營業務を英国銀行協会からNYSEユーロネクストの子会社に移管すると発表

### <全銀協>

2013年7月5日 TIBORの運営の在り方に関する中間取りまとめを公表

40

## **TIBORの運営の在り方に関する全銀協中間取りまとめ** (2013年7月5日概要公表)

**TIBORの信頼性の維持・向上に向け、下記事項に取り組む(今後、国際的な議論の状況も踏まえながらさらに具体策を検討)。**

### **○リファレンス・バンクのガバナンス体制強化への取組み**

リファレンス・バンクがレート呈示に関し遵守すべき事項や必要な体制整備等を規定する「全銀協TIBOR行動規範」を新たに制定

### **○全銀協のガバナンス体制強化への取組み**

- ・TIBORの運営・管理業務を所管する専門組織の設置
- ・TIBORの運営・管理業務を監督する独立性の確保された監視委員会の設置
- ・内部管理態勢の強化、外部監査の活用

### **○その他**

- ・定義に含まれる一部の用語(「プライム・バンク」等)の明確化
- ・公表対象の期間(テナー)の数の削減

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

デリバティブ取引の投資勧誘規制【ドイツ】

2013年11月22日(金) 15:00~17:03

大阪証券取引所5階取締役会会議室及び東京証券取引所15階第一会議室にて

出席者(五十音順)

|    |      |                     |
|----|------|---------------------|
| 飯田 | 秀  総 | 神戸大学大学院法学研究科准教授     |
| 石田 | 真  得 | 関西学院大学法学部教授         |
| 伊藤 | 靖  史 | 同志社大学法学部教授          |
| 片木 | 晴  彦 | 広島大学大学院法務研究科教授      |
| 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 | 同志社大学法学部教授          |
| 岸田 | 雅  雄 | 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 |
| 北村 | 雅  史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 黒沼 | 悦  郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授     |
| 志谷 | 匡  史 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |
| 洲崎 | 博  史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 龍田 | 節    | 京都大学名誉教授・弁護士        |
| 船津 | 浩  司 | 同志社大学法学部准教授         |
| 松井 | 秀  征 | 立教大学法学部教授           |
| 松尾 | 健  一 | 大阪大学大学院法学研究科准教授     |
| 森田 | 章    | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 山下 | 友  信 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授   |
| 行澤 | 一  人 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |

【報 告】

デリバティブ取引の投資勧誘規制【ドイツ】

東京大学大学院法学政治学研究科教授

山下友信

目 次

|                     |                       |
|---------------------|-----------------------|
| I. はじめに             | 1. 民事法上の利益相反に係る説明義務   |
| II. ドイツの状況          | 2. 証取法と民事法との関係        |
| 1. 現行証取法に至る過程       | 3. Swap 判決の事案         |
| 2. 現行証取法のデリバティブ取引規制 | 4. BGH 判決             |
| 3. 現行証取法の投資勧誘規制     | (1) 助言義務              |
| 4. 行為規制の概要          | (2) 投資者適合助言義務         |
| 5. 情報提供におけるリスク情報    | (3) 投資対象適合助言義務        |
| 6. 投資助言の場合の義務       | (4) 当初マイナス価値についての説明義務 |
| 7. 投資助言をしない場合の義務    | 5. 各論点の検討             |
| 8. 利益相反に関する規制       | 討論                    |
| III. 民事法上の説明義務・助言義務 |                       |

○黒沼 それでは、日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、東京大学の山下友信教授に「デリバティブ取引の投資勧誘規制【ドイツ】」ということでご報告をお願いしています。

それでは、山下先生、よろしく願いいたします。

○山下 今回から4回、「デリバティブ取引の投資勧誘規制」ということでシリーズを計画させていただきました。本日は、私が少し前にたまたまドイツのことを調べたことがありますので、それを初回のテーマとさせていただきたいと思います。資料としては、お手元にレジュメがありますので、ご参照ください。

I. はじめに

このシリーズを組んだ動機ですが、日本の状況としまして、最近、一般投資家に対するデリバティブ取引あるいはデリバティブ取引を組み込んだ仕組み商品の投資勧誘をめぐる紛争事例や事業者に対するデリバティブ取引をめぐる紛争事例が多発しているところです。紛争解決の手段としては、ADRによるもののほか、民事訴訟も多数提起されていて、裁判所も多数の事件を抱えて悩んでいる状況が見受けられます。

そういう状況がなぜ生じてくるかということが課題でありまして、もちろん現在でもデリバティブ取引の投資勧誘規制は行われているわけですが、こういう紛争が多発するという事は、そこに何らかの問題がなおあるのではなかろうかという問題意識が一つあります。これが金商法等の法律上の規制あるいは自主規制のあり方を考えるという

ことにつながり、もう一点は、先ほどの損害賠償をめぐる紛争が多発しているということで、民事責任のあり方というものも、現在、理論と実務にとっての非常に大きな課題になっているのではないかと思います。

日本の状況はそういうことですが、今後のあり方を考える際に、諸外国でどういう状況になっているかというあたりの比較法的な研究も有益であろうということで、今回はドイツで、それから後日、イギリスとアメリカの状況についての報告をお願いしてあります。次回は、黒沼先生に日本の状況についてご報告いただけることになっています。

## II. ドイツの状況

ドイツでデリバティブ取引に関する投資勧誘について現在どういう状況にあるのかというのを概括しているのがレジュメ3ページです。後ほど述べますように、ドイツでは、差金取引(先物取引)に関する、基本的にはこれらは賭博であるということから出発する古典的な規制から、株式や社債などと同じような金融商品の一種であるという位置づけに改めて、金融商品一般に関する規制で対応していくということになってきているというのが基本的な方向性であります。

1994年に証券取引法(Wertpapierhandelsgesetz. 以下、「証券法」といいます。)が制定されましたが、投資勧誘等に関する証券業者の行為規制がその証券法の中の規定として整備されています。これは、証券業の規制を調整するというEUの流れに沿ったもので、こういう規制法の整備が行われて監督が行われつつあり、デリバティブ取引の勧誘もこの規制に従っているということです。

それから、もう一つドイツで特徴的なのが、民事責任に関する判例が発展しているということです。これは証券業者等の説明義務とか助言義務に関する判例が大いに発展しているということで、とりわけ連邦通常裁判所(BGH. 最高裁判所に当たるものです。)の2011年3月22日のSwap判決と呼ばれている判決がありまして、これが後ほど紹

介しますように、証券業者といえますか、ドイツですからユニバーサルバンク・システムで銀行ということに通常はなりますが、スワップ契約を勧誘した銀行に対して非常に厳しい義務を負わせる判断をしており、これが学説、実務に大きな反響を呼んでいるという状況です。

現在、日本では、特に事業者に対する非常にリスクの高いデリバティブ取引を勧誘した事案について、損害賠償を求める裁判が多数提起されているわけですが、そういう訴訟の中で原告投資家側の弁護士たちが、ドイツではこんな判例があるということではしばしば参照していて、日本でも既に有名な判決です。原告側がこれを参照するので、本年の3月7日に、プレーン・バニラ・タイプのスワップというか、最もシンプルなタイプのスワップに関する説明義務あるいは適合性原則違反の成否が争われて、それについて最高裁が初めて判断を示した判決が出ていますが(最判平成25年3月26日判時2185号67頁)、これを掲載する判例雑誌の恐らく調査官が書いたと思しき解説でも、ドイツでもこういう判例があるけれども、これは事案を異にするので日本では参照にならないという断りを入れる程度には知られていて気にされているという判決です。

### 1. 現行証券法に至る過程

そこで、以下具体的に、まず現行証券法に至る過程を簡単に振り返っておきますと、1989年というのが一つの曲がり角でして、その前は19世紀の終わりに制定された取引所法という法律の中で、これは取引所定期取引と訳していますが、先物取引と言っていいのかと思いますが、そういう先物取引は基本的には無効であると規定していました。民法でもそれを764条で裏書きして、先物取引は賭博の一種であって無効であるとされていたわけですが、取引所法では例外的に商人等に限定して先物取引を行う能力があり有効であるという規律で、限定的に先物取引を認めていたということです。

それが長らく続いていたのですが、1989年に、

ドイツでも先物市場を整備するという方向になって取引所法の改正が行われ、商人以外の一般投資家にも取引所取引能力を承認するという規定に改めたわけです。この場合、やはり一般投資家ですから、無条件で取引所での取引を認めるというのではなく、銀行等にリスクがある等の特別の説明、情報の提供というものをまず行わせて、それを前提に取引所での取引を認めることになりました。

この1989年の段階では、まだ取引所法改正だけであったのですが、1994年に証取法が制定されて、そこで証券取引一般について証券業者の情報提供義務などの行為規制に関する規定が最初に導入されたということになります。

次にあったのが2002年の法改正です。ここで一層の先物市場の拡大をしていこうということで、まだ1989年の改正では、取引所先物取引能力、これは一種の権利能力だろうと思いますけれども、そういう能力がないと取引をしてはいけない、やっても無効という制度が取引所では残っていたわけですが、これを全て廃止することになりました。民法のサイドでも、先ほどの差金取引が無効であるという764条を削除するという改正があわせて行われています。

ただ、こういう取引所先物取引能力の制度を廃止すると、誰でも先物取引ができるようになるわけで、一般投資家、特に消費者にとっては、そういう取引に引き込まれるという問題が当然生じ得ますので、2002年の段階では、証取法に37d条という条文を設けて、投資家が消費者である場合には、その消費者に対する特別の情報提供義務、これもやはり先物取引の内容であるとかリスクについての情報を提供するという規定を新たに設けて、この情報提供義務に違反すると証券業者は損害賠償責任を負うという消費者向けの特別の対応をしました。

ところが、それがまた変わったのが2007年の法改正です。これは2004年のMiFID(金融商品指令)と呼ばれるEUの証券業についての監督に関する指令で、これに適合させるというのが2007年の証

取法の改正です。その中で、あわせて2002年に設けられた証取法37d条は、制定されて間もなかったのですが、削除されて、次に述べるような証取法の行為規制一般の適用に委ねるという方向に移ります。なぜ37d条をせっかく設けたのにすぐに削除したのかというと、特別の情報提供義務を設けたけれども、非常に形式的なものであまり実効性はない、もし説明義務違反等の問題が生じた場合には、行為規制一般の適用であるとか、後ほど述べるような民事責任のほうの規律の適用で保護を図ることになるので、形式的な情報提供義務を置いてあまり意味がないという判断であったようです。

あわせて、2007年の改正では、証取法37e条という規定を新たに追加しました。民法764条の差金取引は無効だという規定は既に削除されていたのですが、762条の賭博は無効であるという一般規定は残っているわけです。そうすると、デリバティブ取引、先物取引は賭博ではないかという解釈問題が、日本と同様に常に残るわけですが、この37e条という条文を追加して、デリバティブ取引について賭博の抗弁は排除されると明記しました。ただし、これは少なくとも一方の当事者が事業者である場合という限定はついていますが、事業者がする限りでは賭博の可能性を排除したということで、法的安定を図ったのかと思います。

それから、2011年にも証取法が改正されていて、情報提供義務あるいは助言義務、後ほどご紹介するようなものが若干改善されているという状況です。

## 2. 現行証取法のデリバティブ取引規制

そこで、現行証取法なのですが、まず、デリバティブ取引の勧誘についてどういう規制が行われているかを簡単に見ておきます。そもそもデリバティブ取引がどのように定義されているかというところ、レジュメ6ページに書いたような定義になっています。日本のデリバティブ取引の定義の仕方と大体同じではないかと思います。包括的、抽象

的な定義をするのではなくて、いろいろな原資産のタイプ、取引の類型に合わせて列挙するという定義になっています。実際には、これで大体行われているデリバティブ取引は漏れなくカバーされているということではないかと思えます。

そのように定義されるデリバティブ取引について、次のレジュメ7ページで、先ほどの証取法37d条を廃止しましたので、あまり規制はなくなったのですが、デリバティブ取引の規制の1章が残っています、その中で条文が2つあります。一つは、先ほどの民法の賭博の抗弁を排除するという37e条、もう一つが37g条という条文で、財務省は投資者保護のために必要な場合のデリバティブ取引に関する命令の制定権を有するとし、もし制定された命令に違反して取引が行われた場合には、その取引は無効であると定められています。現在のところこういう命令の制定権は行使されていないようですので、デリバティブ取引特有の規制は現在ではないと考えてよろしいかと思えます。

### 3. 現行証取法の投資勧誘規制

次に、デリバティブ取引にも適用される投資勧誘規制がどうなっているかを見ていきますと、枠組みはレジュメ8ページに書いたとおり、証取法の31条に、証券サービス業者、——ドイツでは銀行などということになるかと思えますが——、この証券サービス業者に対する行為規制が定められています。この証券サービス業というのはどういう業務であるかという定義規定が2条3項にありまして、そこでは、かいつまんで言うと金融商品に関する諸業務、こういう定義になります。

それでは、金融商品というのは何であるのかというのは2条2b項に定義がありまして、そこでは証券とデリバティブその他若干という定義になっていますので、デリバティブあるいはデリバティブ取引は金融商品に関する業務として証券サービス業務となり、それをすると行為規制の適用があり、その行為規制の一番重要なものが投資勧誘規制だという規制の構造になっています。

### 4. 行為規制の概要

それでは、証取法31条の行為規制は何を規定しているかということですが、日本の金融商品業者の行為規制に比べるとかなりシンプルでして、基本的には、先ほどのEUのMiFIDを受けてのもので、①から⑦の義務が証券業者に課されていることになります。レジュメ9ページの①が注意義務(1項1号)、②が利益相反の回避で、もしどうしても回避できない場合には、利益相反であることを顧客に開示する義務が規定されています(1項2号)。③が広告等における不実表示の禁止(2項)、④が情報提供義務で(3項)、証券取引をする際の業者の情報提供義務です。⑤以下はあらゆる証券業者に適用されるというわけではなくて、投資助言をするタイプの証券業者についての特別の行為規制でして、⑤が投資助言をする場合の情報を記載した書面の提供義務(3a項)です。次の⑥が一番重要ですが、投資助言・金融ポートフォリオ管理を行う場合の顧客に関する情報を調査し、その顧客に適合した推奨をする義務(4項・4a項)で、これは助言義務と一般的には呼んでいます。⑤、⑥は投資助言をする場合の義務ですが、ディスカウント・ブローカーなど投資助言をしないで証券サービスを提供する場合は⑦で、その場合も、⑥に比べれば非常に限定された範囲でのことですが、まず顧客に関する情報を調査した上でサービスを提供する義務(5項)が規定されています。

法律にはこの①から⑦の義務が書いてあって、具体的にどのような情報を提供すればいいのかというと、「証券業者の行為規制及び組織要件の具体化のための命令」(以下、「命令」といいます。)が制定されておりまして、そこに詳細が規定されているという構造になっています。

### 5. 情報提供におけるリスク情報

このうち、本日のテーマに関係する若干の点を取り上げておきますと、まず、3項に証券業一般についての情報提供義務が規定されていますが、これに基づいて、リスクのある取引についてはそ

のリスクに関する情報を提供しなければいけないこととなります。それがどういう規定ぶりかといいますと、3項2号では、概括的に、金融商品の内容及び提案する投資戦略とそれに伴うリスクという形で提供すべき情報が書いてありまして、それを具体化するのが命令の5条1項で、顧客の区分を考慮して、十分詳細な内容及びリスクについての一般的な説明をせよということです。

このリスクの説明は、金融商品の内容、顧客の区分及び知識に応じて以下の情報を含むということになっていまして、①当該金融商品に伴うリスク、レバレッジ効果、投資を全部喪失するというリスクがあれば、そのリスクを説明する。②当該金融商品のボラティリティ、それから処分可能な市場が限定されていればそれに関する義務、③負う可能性のある偶発的債務を含めて投資者が引き受けなければならない義務、④払込義務その他の投資者側の義務、⑤異なる金融商品の組み合わせによりリスクが増大する可能性がある場合、すなわち仕組み商品のような場合には、その旨を説明することになります。

これはあらゆる証券取引について共通のものとして規定されていまして、デリバティブ取引特有のリスク情報の提供とかということが何か書いてあるかということ、そういうことはないようです。

## 6. 投資助言の場合の義務

前述の行為規制のうち、一番重要なのは4項、4a項の助言義務ということになりますので、これを次に少し見ていきたいと思います。

まず、証取法の条文で投資助言する場合というのが、4項、4a項が適用される前提となるわけですが、この投資助言とはどのようなことをすることかということについては、2条3項9号に定義規定がありまして、レジュメ11ページに挙げた3要素が備わっている場合ということになります。第1が、特定の金融商品に係る取引に関するパーソナルな推奨の提供。こういう商品はどうかというように個別の顧客に対する推奨を提供することです。その正反対が、3つ目に挙がっ

ている、もっぱら情報がディストリビュートされるさまざまなチャネルとか公表措置により周知されるような一般的に宣伝するもので、それとは違って個別の顧客に対して、あなたにはこういう取引がいいですよという推奨をするというのが1つ目になります。2つ目もそれと重なりますけれども、投資者のパーソナルな状況の検討に基づくものということで、当該投資者の状況を踏まえて提供されるものということになります。こういうことをすれば、条文にいうところの投資助言をする場合に当たります。

そのような助言をする場合には、特別の助言義務と呼ばれるような義務が課されるわけで、31条4項に書いてあるのはレジュメ12ページに書いたとおりで、3つの要素から成っています。

まず①は、投資者に関する情報を入手するというか調査をするという義務です。特定種類の金融商品または証券サービス取引に関する顧客の知識及び経験、顧客の投資目標、顧客に適合した金融商品または証券サービスを推奨することができるために必要な顧客の財産状況ということで、日本で言えば適合性原則を適用する前提としての汝の顧客を知れというものに対応するのかなと思います。

そのようにして顧客を知った上で、②は、顧客に対して適合した助言をしなくてはいけないということで、顧客に推奨する取引、サービスが①で調査した顧客の投資目標に合致し、かつ生ずるリスクが顧客の財産的に負担可能であるということ、それから生ずるリスクが当該顧客の知識及び経験により顧客に理解可能であること、こういう条件を満たした適合した助言をしなればいけないということです。

③は、①により証券業者が顧客に関する情報を得ていないときには、推奨してはいけないということになります。

それから、31条4a項でだめ押し的に、入手した情報から顧客に適合する金融商品、サービスのみを推奨することができるとしてあり、これは2011年の改正で念のために追加された条文です。

この31条4項、4a項というのは、MiFIDの19



条4項に基本的には対応するものでありまして、条文の書き方としてはドイツの証取法のほうがやや詳しいですが、基本的な内容はMiFIDに対応していると言ってよろしいかと思えます。

そこで、レジュメ13ページですが、命令では、31条4項の顧客について調査するというか、入手すべき情報を具体的に列挙しています。まず、顧客の財産状況として、定例的な所得がどのようなものであるか、負っている負債がどのようなものであるかということとその金額。顧客が有している財産の価額、特に現金資産、投資資産、不動産資産、こういう財産状況について調査せよとされています。さらに、投資目標、投資の期間、リスク受容性、投資目的ということを挙げています。このリスク受容性というのは、ドイツ語でBereitschaftという言葉で、独英辞典を引きますと、英語ではwillingness、readiness、preparednessという訳語がついています。お客の側に一定以上リスクのある取引だけれども、それをあえて私はリスクをとりますというような用意があるかどうか、こういうあたりの顧客の考え方を確認しろということです。

それから、3つ目の要素として顧客の知識と経験、これは顧客の区分というか属性です。それから、提供しようとしている証券サービスの内容とか範囲、金融商品の内容、複雑性及びリスクに応じて必要な限りで、①顧客が知っている証券サービスまたは金融商品の内容、②顧客が金融商品について過去に行った取引の内容、範囲、頻度、期間、③顧客の教育歴、現在・過去の職歴といったことでして、顧客についてはかなり詳しく情報を入手しなければいけないという規定ぶりにはなっているように思います。

さらに詳細につきまして、金融監督庁(BaFin)のMaCompと呼ばれる通達がありまして、そこではさらにこういう命令の各事項について事細かに規定してあるようですが、特に何かそこでこの命令の内容が非常に具体的にわかりやすくなっているかということ、ざっと見たところでは、そうでもないような感じがしました。

以上が顧客についての助言義務の規定内容ということになります。

## 7. 投資助言をしない場合の義務

次に、レジュメ14ページで、投資助言をしない証券サービスを提供する場合にどういう義務を業者が負うかという31条5項を簡単に紹介しておきます。投資助言をしない場合でも、やはり適さないような取引を勧誘するというのは適当でないわけですが、どういう顧客の属性の確認をするかということについて、31条5項では、顧客にとっての金融商品または証券サービスの適格性というものを判断するために必要な当該取引に関する顧客の知識及び経験に関する情報を入手する義務ということになっていますので、要するに知識と経験だけを確認すればいいということで緩和されているわけです。財産状況とか投資目標、そういうものは聞く必要はなく、顧客の知識、経験を調べて、その情報に基づいて適格性を判断することになります。

その適格性の有無は、リスクを当該顧客が妥当に判断する能力を有するかどうかということで判断されることになります。もしそういう意味での顧客の適格性がないと判断するときは、ここでは、取引をしてはいけないかということ、そこまで言っていないで、その旨を告知する、警告を発すればそれでいいという規定ぶりになっています。

さらに、31条6項に適用除外というのがありまして、顧客から申し出る取引で複雑でない取引とか、そもそも証券業者から適格性の審査をしないことをあらかじめ通知していれば、そういう適格性の審査もしないでよろしいという、要するに完全に自己責任の世界というものがあることになります。

## 8. 利益相反に関する規制

レジュメ15ページですが、後ほどのSwap判決の中で利益相反に関する規制の問題が出てきますので、証取法のその点の規制だけを紹介しておきますと、いずれもMiFIDの枠組みに沿ったものか

と思います。31条1項2号で、証券業者は利益相反の回避に努めること、及び顧客のための取引の実行前に利益相反の一般的対応及び原因を顧客に一義的に説明をすることが求められます。利益相反を回避できればいいけれども、回避できない場合は、それを説明した上で取引に入れということです。

そして、33条の組織義務という規定では、組織の面で利益相反の回避あるいは防止のために対策をとるべきであるということが書いてあります。以上が証取法の投資勧誘規制です。

### Ⅲ. 民事法上の説明義務・助言義務

次に、民事法上の投資勧誘に関する規律について説明します。ドイツでは、民事法上、証券業者が投資勧誘する際の説明義務、助言義務というのがありまして、これが非常に大きな意味を持っているわけですが、これはいつごろから発生しているかということ、1994年の証取法制定前から徐々に判例、学説で形成されてきたものです。非常に大きなエポックとなったのが1993年のBond判決と呼ばれる判決ですが、これはリスクの高い外債を一般投資家に売り付けて、その発行体がデフォルトになって損失を与えたということで投資家が損害賠償責任を迫及した事案です。そこでは助言義務を判例が認めたのですが、この助言義務の根拠というのが投資助言契約と呼ばれるものです。

これだけを読めば、日本の投資顧問契約のように見えますが、そういうものとはかなりイメージが違ってまして、明示の契約に限らず、黙示に先ほど証取法で出てきたような意味での投資助言を与えた上で勧誘をして契約したということであれば、通常は投資助言契約が締結されたとみなされるということになります。投資助言契約が締結されたとみなされると、助言義務の内容として、投資者に適合した助言をする義務と、投資対象に適合した助言義務というものが業者に課されます。投資者に適合する助言義務というのは、顧客の知識状況、リスク受容性を考慮した助言をしなければいけない、その前提として顧客について調査し

なければいけないという義務です。投資対象に適合した助言義務というのは、投資者の知識状況、リスク受容性を考慮した投資対象を推奨する、その際に投資対象の内容及びリスクを説明する義務で、これらの義務が課されるという考え方を示したということです。

#### 1. 民事法上の利益相反に係る説明義務

レジュメ17ページで、利益相反問題も後ほどSwap判決で出てきますので、これまでの判決の流れを紹介しておきます。こちらは大分新しい判例の流れですが、2000年12月19日の判決、それから2006年12月19日のKick-back判決と呼ばれるものが重要です。後者は、隠れたリベートが銀行に支払われるような取引については顧客にあらかじめそのことについて説明をしておかないといけないという義務を認めたということで、利益相反がある場合にも民事責任が成立し得るということをも最高裁レベルでも認めたわけです。それがどこまで及ぶかということについて、その顧客と証券業者というか銀行が相対の形で売買取引をするような場合を考えると、銀行がその取引で利益マージンを得るということも、広い意味での利益相反ということになりますが、それについても説明しなければいけないかということ、そこまではないという限界を画している判例もあり、それでは、どこまで利益相反の説明義務があるかというあたりになると、今のところよくわからないという状況です。

#### 2. 証取法と民事法との関係

以上が民事責任ですが、証取法と民事責任を認める民事法との関係がどうかということ、Bond判決による民事法ルールというものが証取法の行為規制より先に形成されているということがあり、かつ独自の内容のものとして実務では非常に重要な意義を持つようです。

それでは、証取法はどのような意味を持つかというと、一つは、これは監督法規ではあるけれども、民法823条2項にいうところの保護法規として、

違反すれば不法行為責任の根拠になるかという点、この点は解釈が分かれているようですが、実際は不法行為責任を追及するというよりは、やはり助言義務違反に基づく責任を追及する。その助言義務を追及する際の根拠として、証取法でも先ほどのような助言義務の規制が行為規制としてあるのだということが参照されるというのが実情のようです。

### 3. Swap 判決の事案

そこで、いよいよ Swap 判決を紹介したいと思います。事案は、中規模の事業者に、後ほど述べるようにかなりリスクの高いスワップを推奨して販売したというものです。この契約をしたのが 2005 年で、この時期には、ドイツでは、かなりリスクの高いデリバティブ取引が事業者や自治体向けに多数販売されたようで、紛争が多発しているようです。そういう多数ある中で最高裁レベルの判決が出たということで注目されているわけです。

本件のスワップというのは、CMS Spread Ladder Swap と呼ばれるものでありまして、その内容はレジュメ 20 ページにあるとおりで、要するに金利スワップの一種ですが、銀行 Y は 3% の固定金利を支払う。それに対して投資家 X は変動金利の支払いをするのですが、初年度は 1.5% で、これは確定しているわけですが、半年ごとに X 側に支払われるのは算式のとおりで、A1 は長期スワップのレート、A2 は短期レートで、その差額を X 側の支払いに反映させていくというタイプのスワップです。

この取引にどういうリスクがあるかというのは、レジュメ 21 ページにまとめていますが、初年度は、X は銀行から 3% の固定金利をもらって 1.5% の確定した額を払うわけですから、1.5% の利益が確定していて、最初は確実に儲かる。その後の損得は、A1 と A2 の関係がどういうふうになるか次第でありまして、通常は A2 より A1 のほうが高いわけで、この差が拡大していくと、前のページの算式で考えると、X 側の利益がどんどん大きくなっていくわけですが、この契約では、X 側は要

するに最大 3% までしか受け取れないというキャップがはめられていました。それに対して短期レート A2 のほうが大きくなってしまったという場合には、X の損失が発生していくわけですし、それが無限大の損失になり得る。そういう意味では、X にとっては一種の売りオプションというふうな性質を実質的に持つものになります。

その X の損失のリスクを非常に拡大するのが、算式の中で 3 倍のレバレッジをかけるということと、前期の X 側の支払レートにどんどんまた上乘せしていく、スノーボール効果と言われるような方式をとっていて、これらによって X は、利益のほうは上限が画されている反面、損失のほうは無限に膨らんでいく可能性がある。ただ、初年度は確実に儲かるわけですし、X としては、それまでにプレーンなスワップをやって損失が出ていたので、それを穴埋めするという意味があって、長期レートよりも短期レートが大きくなることはないだろうという予測のもとにこういう契約に入ったのかと思います。しかし、案に相違してレートの逆転が生じて、2005 年には X 側に差金の支払義務が発生し、2007 年に解約して清算した際には 56 万ユーロの清算金の支払が必要になった。想定元本が 200 万ユーロですから、それに対してかなり大きな損失が出たということです。

### 4. BGH 判決

#### (1) 助言義務

一審、二審では、助言義務、説明義務のいずれの違反も認められないとしたのですが、BGH の判決では、責任を認めたこととなります。論点は 3 つあります。レジュメ 28 ページの当初マイナス価値についての説明義務、これは後ほど述べる一種の利益相反に関する説明義務ですけれども、その点に違反したというのが決め手で銀行の責任が認められています。しかし、そのほかに、先ほど助言義務の内容としては、投資者に適合した助言義務、および投資対象に適合した助言義務を負うのだという判例法理があると述べましたが、その 2 点についても、この判決は新しい考え方を示して

います。

### (2) 投資者適合助言義務

まず、投資者適合助言義務については、簡単に言いますと、レジюме 25 ページの上のほうですが、先ほど顧客について事前に調査しなくてはならないと言った調査事項の中に顧客のリスク受容性が含まれていましたけれども、その顧客のリスク受容性について質問しなかったという場合であれば、いまだ顧客の投資決定の前に顧客が投資助言者により説明されたリスクについてあらゆる点において理解したということを確実にしなければならないということを言っているわけです。顧客が推奨されているデリバティブ取引でどういうリスクを負うかということについて「あらゆる点において」と、こういう書き方がされています。そういうかなり徹底した理解をさせないと、こういう取引に引っ張り込んではいけないということを言って、これが非常に注目されているところです。

### (3) 投資対象適合助言義務

それからレジюме 26 ページで、投資対象に適合した助言義務ということについては、本件のスワップ取引は、先ほど述べましたように、顧客と銀行にとって損益が対照的でない。顧客側の利益のチャンスは限られているのに、銀行側の利益、逆に言えば顧客の損失のリスクは無限大である。そういう対照的でない取引ということを前提として、レジюме 27 ページで少し字を大きくしているところですが、「このように高度に複雑な商品においても、顧客が取引のリスクに関して基本的なところで顧客に助言銀行と同等の知識および認識状態にあるということが保障されなければならない」として、そのぐらい徹底した説明をしなくてはならないということを言っているわけですし、これも非常に新しい、厳しい基準だと受け止められているわけです。

### (4) 当初マイナス価値についての説明義務

ただ、いずれもそういう厳しい義務に違反した

かどうかというのは事実関係次第だということで、この2点は、事実審裁判所に本来は差し戻して、そこでもう一回判断しなさいということなのですが、本件では、当初マイナス価値についての説明義務違反ということで判断を下しています。レジюме 28 ページですが、本件の契約は、締結された時点において、Xにとって既に想定元本額の約4%、8万ユーロのマイナスの市場価値を示していたのに、それを説明しないで契約したということが助言義務違反になるということです。なぜそうかという、そこにはXとYの間に重大な利益相反があるからだというわけです。

詳細はレジюме 29 ページから 31 ページにかけて書いてありますが、31 ページでは、「本件におけるように自己の投資商品を推奨する銀行は、自分がその商品により利益を得ることについて、原則として説明する義務を負うものではない」とまずあって、先ほどの銀行が相対取引をする場合に一般論としては利益マージンを開示する必要はないというわけですが、数行後の「リスクの構造を意識的に顧客の不利に形成した商品の特殊性」があるような場合には説明義務が生じるということです。非常に複雑で、顧客にとっては当面確実に儲かるように錯覚するような商品をつくってにおいて、実質は、契約を締結した時に顧客8万ユーロの損失が市場価値としては出るような取引を勧誘して締結させた。そこはやはり顧客にとって不当に不利益な形で商品をつくって契約をさせるということが利益相反に当たるので、そういう利益相反は説明してからでないとやはり助言義務違反になるという構成です。

レジюмеには書いていませんが、助言義務の内容として、この利益相反の説明義務というものを認めた上で、過失相殺は全然していません。これは日本の慣例と違って、ドイツでは、助言義務違反の場合、あまり過失相殺は大きくしない傾向が一般にあるようなのですが、本件でも過失相殺はないとしています。やはり助言義務違反を認める以上、顧客の過失を認めるということはその義務の性質に合わないという判断がされているのかと

思います。

## 5. 各論点の検討

以上が Swap 判決ですが、学説あるいは実務に大きな反響を呼んでいまして、特に実務のほうは困っているし、学説のほうも、ここまで厳しい義務を課していいのかというあたりはかなり疑問も持たれているという状況です。傍論ではありますが、投資者に適合する助言をする義務で、ここで顧客がリスクについてあらゆる点に理解するようにしておかなければいけないというような義務を課すとか、あるいは投資対象適合助言義務に関しては、銀行と同程度の認識があるようにしなくてはならないということになると、こういう複雑でリスクの高いデリバティブ取引は実質的には禁止することに限りなく近づくのであって、投資家の自己責任原則あるいは私的自治原則というのが証取法でも民事法でも原則としてあるだろうけれども、それに反するような厳しい義務を負わせているのではないかというような疑問がかなり持たれています。

しかし、レジュメ 33 ページで、判決の決め手としては、利益相反についての説明義務により銀行の責任を認めて、当初マイナス価値であったという説明義務があるのだというわけですが、この判断についても、その根拠がもう一つ明らかでないというのが、学説と実務の一般的な認識のようです。これは一種の相対取引による利益マージンの問題ではないか。銀行がお客と勝負をして最初から 8 万ユーロ勝っていると、そういうことであれば、それは銀行がそれで利益を得ているだけの話で、利益マージンの問題と同じではないかというのですが、2011 年の Lehman 判決では、そのような利益相反の観点からの説明義務はないとされています。それに対して、こちらのデリバティブ取引には説明義務があるとされているということの関係が十分説明されているかということ、必ずしもはっきりしない。ただ、やはりこういう説明義務が本件のような取引にはあるのだとすれば、これはやはり取引が非常に複雑であるということと、

一種の店頭デリバティブ取引であって、これについては市場というものが必ずしも透明に形成されているわけではない。そういう状態につけ込んで銀行が顧客によくわからない形で利益を得ると、そのあたりが問題とされるべきだろうということは言われているわけです。

本判決がそのような非常に複雑でリスクの高いデリバティブ取引に即した判断だとすれば、やはりその射程というのはそういう複雑でリスクの高いデリバティブ取引に限られるわけで、プレーン・バニラ・タイプのスワップのごとき比較的シンプルなデリバティブ取引についてはその射程は及ばないだろうと言われているわけですし、現に本判決以後の判決はそういう結論をとっているようです。

以上が Swap 判決とそれに対する反響の紹介ということで、全体をまとめますと、ドイツの場合には、監督法も整備されてきたわけですがけれども、民事法のルールの方がむしろ現実的には大きな影響力を持っているというのが一つの特徴かと思えます。それから、英米などに比べると、自主規制という話はあまり出てきません。その重要性を持つ民事法ルールで民事責任が課されるということですが、これが先ほどから紹介している助言義務という構成をとっているのが、これが我が国の適合性原則、説明義務、そこから不法行為という枠組みと少しずれていまして、そこで比較をするにも、こういうドイツの判例をどういう意味で参考にできるかというあたり、かなり微妙な問題が絡んでいるというのと、日本では利益相反についての説明義務、それで違反したら民事責任というこのような法理はまだあまり発展していないところで、こういうドイツのような考え方が参考にできるのかどうか、このあたりも一つの論点になるかと思っています。

以上、いろいろ入り組んだところで、わかりにくい点もあったかと思いますが、とりあえずご報告とさせていただきます。

~~~~~

【討 論】

○黒沼 山下先生、ありがとうございます。

それでは、討論に入りたいと思います。どの点からでも結構ですので、ご質問、ご意見を願います。

【賭博性と Swap 判決との関係】

○岸田 日本の金商法の 202 条 1 項で、一定の要件を満たせばデリバティブ取引については賭博でない旨を規定しています。ドイツの判決を見ますと賭博のことが出てくるのですが、ドイツ民法の 764 条との関係で判決を見ますと、ドイツでは基本的にデリバティブは賭博だけれども、一定の場合は賭博でなくなるとしているようです。この判決だと、どちらかがもうければ、どちらかが損をするから賭博ですよ。判決で銀行と業者の行為を賭博と言っているのは、原則はドイツでもデリバティブを賭博と考えて、一定の場合だけ賭博ではないとする、こういう論理ですか。

○山下 Swap 判決では、途中 1 カ所、やっぱり賭博的性質のある取引だということを言っているのですけれども、これは実質的に賭博であって、何か公序良俗に違反するとか、刑法に違反するとか、そういう意味合いで言っているのではありません。民法上の賭博に該当するかというと、少なくとも証取法でそれはもう違反しない。事業者が、一方当事者か双方当事者である限りは、民法上は賭博で無効であるということにはしていないわけです。ただ、実質はこれはやはり賭博の性質を持つ取引だから、一種のリスクがある、あるいは賭博で要するに銀行が顧客と勝負している、そういう面から少し説明義務が生じるという文脈で書かれていることではないかと思います。

○岸田 被告である大銀行と原告である事業者との間が、この判決を見ると利益相反というふうになって、利益相反というのはつまりゼロサムゲームで、どちらかが損をすると、そういう意味で言っているのではないのですか。

○山下 偶然の市場金利の変動によって勝ち負

けが決まってくる、そうした意味での賭博性ということを行っているのだと思いますが、ドイツでは、こういう助言義務、説明義務の中で、やはり賭博性があることの説明というようなことを少し論じているものがあります。本件は実質的にそれが独自の論点になっているわけではないと思うのですけれども、言い方として賭博性があるということ。要するに、いわゆるリスクがあるということの一面を言っている程度のことではないかと思っています。

○岸田 日本の金商法では、202 条 1 項でデリバティブ取引は市場でやれば原則として賭博にならないという規定があります。だから、日本の判決でもいろいろありますけれども、別に日本では賭博とされていないのですね。ドイツで一般的には、原則は賭博だと、そういう意味ですか。おっしゃっているのは賭博的というだけで、賭博ではないということですか。

○山下 性質としては、賭博性はあるということなのじゃないでしょうか。日本でも、店頭デリバティブになると完全に賭博性が排除されていると言い切れるかということ、そこはグレーのゾーンがあるということと同じような話でしょうか。

○森田 賭博でしたらイーブンで勝ち負けが決まりますが、いかさま賭博では片方が有利になりますね。そういう意味で、この商品は顧客のほうに意識的に不利になるような賭博だったから責任があるという言い方で、解釈してもいいのですか。僕としては説明義務とか助言義務で聞きたいですがね。

○山下 いかさまではないと思いますね。利益が生ずるのが対称的ではないと、それは確かだろうと思いますが、それぞれの利益、損失の可能性に応じて等価的な取引として仕組むことはできるわけです。ただ、それを説明していないというのと、時価に直すと、結局銀行が初手の段階から儲かるような取引として仕組まれていたというところで、そのところの説明をきちんとしないで取引するのは問題だという構成になっているのかと思います。

○森田 やはり説明義務がそこで足りなかったと、こういう言い方なのですね。

○山下 そうですね。

【当初マイナス価値の説明義務】

○行澤 当初から想定元本額の約4%のマイナスが出ているという市場価値の算定の仕方は、この商品の構造さえ理解すれば、比較的簡単に、わかるようなものなのですか。それとも、この市場価値というのはいかなりプロでないとうわらないようなものなのですか。これが一点。

もう一点、この初手からマイナスであるということについて、証券業者、つまり銀行は認識していなければならないのでしょうか。その点の認識がないまま、当初からマイナスだということはよくわからずに説明した場合には、逆に利益相反にならないと考えるのでしょうか。

○山下 今のご質問は、銀行のほうで認識してなくてはいけなかないかというご質問ですか。

○行澤 そうです。それと、3点目の質問ですが、そもそも契約当事者間でこういう問題が利益相反として捉えられるかどうかという点について先生のご見解をお示しいただきたいのです。通常は相手の利益のために行動すべき義務を負っている者が、客観的に見て自己利益を図るような行為をする、これが利益相反になると理解されていると思います。例えばリベートをもらっているとか、そういうことが利益相反として典型的に捉えられると思うのですが、相対の契約でどちらが儲かるかわからないというような状況で、初手から有利な立場であるということは果たして利益相反として捉えるべき問題なのかどうかということ、以上の3点を教えていただければと思います。

○山下 当初価値がマイナスであるということがすぐわかるかという点ですが、本件でも、これはデリバティブ取引一般にそうだと思いますが、銀行が顧客とそういう契約をすると、多分すぐポジションを転売していて、銀行としては中立の立場です。そこで売るマーケットがあるだろうと思います。本件でもそれを行っている

わけで、銀行としては既にポジションを売っていて、日本の銀行などでもよくそれをやっているから、もう利益相反問題はないのだということを言うことが多いと思いますが、この判決はそういうことは考えていないで、とにかくポジションを売っていることによって具体的な市場価値というのが出ているわけですから、それは銀行側には当然わかっているのだと思います。しかし、顧客の側にはそれは一切わからない、そういう状況かと思っています。

それから、2点目のご質問ですが、そういう事情ですから、銀行側としては、ポジションを売っていく限りはすぐに価値が当然にわかるという前提でいろいろ考えているのだらうと思います。

3点目が一番キーポイントで、レジュメ17ページの利益相反の説明義務を認めた判例は、先生のおっしゃるように、少し委任的な性格があるようなタイプの取引で、かつ顧客に隠されたところでリベートなどを取っている、あるいはリベートを別の者に払っている、そういうタイプの取引かと思っています。

したがって、3つ目のLehman判決のように相対で売買するときに、利益マージンを多少多めにとって、それは当然のビジネスの話であってという、これは日本の今の民事訴訟などで銀行などが主張しているところと同じかと思っています。理論的にはそのとおりだろうと思うのですけれども、私がこの問題についてSwap判決を読んで少し比較できるかなと思ったのは、アメリカの証券取引の勧誘規制についての看板理論で、債券を相対で売買するのに、マークアップといいますか、利ざやを非常に不透明な形でたくさん上乗せしていたということが看板理論に反する、証券業者の誠実義務違反と言うのでしょうか、そういうものになるといったような判例があって、それに非常に似た話かなと考えるわけです。要するに、マーケットもあまりはつきりしていない中で、非常に大きな利益をこっそり顧客がわからないような形で得ているといいますか、そういうタイプの問題なのかなと思ったところです。

○行澤　さらにお尋ねしますが、こういうスワップの市場における情報というのは、顧客にとって容易にアクセスできるようなものなのでしょうか。つまり初手からマイナスかどうかというのは、銀行はよくわかるけれども、顧客もちょっと調べればわかるようなことだと理解されているのでしょうか。それとも、やはり銀行から説明してもらわないとそういうことはわからないのだという前提にドイツの判決は立っているのでしょうか。

○山下　そこはあまりはっきり何か言っているわけではないのですが、少なくとも本件の顧客は知らされていなかったし、それが簡単にわかるのであれば、こういう判決は出さないと思うので、多分それはインターバンクのマーケットで、顧客が調べればすぐわかるというものではないかと思います。確実な仕組みまでわかっているわけではないのですが、直感的にはそんな印象です。

【助言契約に基づく助言義務の意義】

○加藤　基本的なことをまず伺いたいのですが、レジュメ 16 ページのドイツの民事法上の説明義務、助言義務の基本構造の説明をいただきましたけれども、この場合の投資助言契約に基づく助言義務というのは、我が国の説明義務のようなものなのか、それとも、我が国の例えば投資顧問契約を締結して、それに従って助言義務を負うというようなものなのかということがまず一つです。

それを踏まえて、Swap 判決では、要は当事者間で助言契約が締結されたというふうにレジュメ 23 ページでご紹介されていたわけですが、その内容はやはり何か投資顧問的なものなのかということです。そうすると、日本の業法上の行為規制にすぎないかもしれませんが、投資助言業務を行う場合には、客に対して忠実に投資助言を行わなければいけないという義務が 41 条にあるので、そういう意味での助言契約であれば、例えば 28 ページから 31 ページにかけての、やや厳格な利益相反の説明というのも納得できる気がするのですが、いかがでしょうか。

○山下　投資助言契約というのは非常に難しい概念なのですが、16 ページに書きましたように、黙示の契約でも足りるとされています。その黙示の契約が認められているのは、日本で言えば証券会社とか銀行が何らかの金融商品を、顧客の財産状況などに即してこういう商品はいかがですか、こういう面であなたにとって非常にいい投資ではないですかというふうに、日本の普通の業者が投資顧問契約などをわざわざ結ばないでアドバイスを与えて勧誘して契約する場合というのは、大体この黙示の助言契約が成立するというふうに実際に判例等でも運用されているようでして、そういう意味では、契約とは言っているけれども、日本の投資助言業務に基づいて行われる投資顧問契約のイメージであまり考えないほうがいいのかなと思っています。

○加藤　23 ページの助言契約が締結されたというのは、明示的に締結されたのかどうかということですが。

○山下　本件は、23 ページの冒頭で助言契約が締結されたとあるのもまさにそういうことであって、殊さら助言契約を締結したというのではなくて、要するに銀行がお客さんに勧めに行って、プレーンバニラのスワップで少し損をしているお客さんに、こういうので少し損失を挽回してはどうですかねという勧誘をして契約をしたというのが実態ではないかなと思います。

○加藤　そうすると、やはり我が国で一番近いのは、通常の説明義務と考えたほうがいいということですね。助言という言葉だと、要は、銀行は顧客の利益を最大化するために何か助言をしなければいけないという発想と非常に結びつきやすいと思います。しかし、その実態は説明義務にすぎないとすると、例えば先ほど先生に挙げていただいた今年 3 月の最高裁で、わざわざ調査官が Swap 判決に触れることにも意味があったと思いました。つまり、ドイツでは助言義務と言われているけれども、実は中身は説明義務にすぎないということを指摘する意味があったのだと思います。

○山下　ですから、投資助言契約が成立すると

助言義務が生じて、そして投資者適合助言義務というのと投資対象適合助言義務があるという構成になっているのですが、実質的な義務というのを見ていくと、投資者適合助言義務というのは、日本で言えば適合性原則、それから投資対象適合助言義務は説明義務というのに基本的には対応しているのかなと思います。そういう意味では、日本で言えば説明義務をどのぐらい課すのか、適合性原則違反をどの程度認めるかと、そういう問題で比較すればいいのかなと思います。

ただ、この判決のように、先ほどご紹介したように、かなり助言というか説明の内容、あるいは顧客に関する調査のレベルを上げているかということになると、日本の説明義務、これはかなり融通無碍なので、それでも日本でも成り立ち得るのだと言ってもいいのかもしれないのですが、本来の意味での説明義務よりは少し高い義務といたしますか、日本で言うところの適合性原則について一時、狭義の適合性原則と広義の原則に分けて考えるという考え方がよく言われていましたけれども、その言葉遣いで言えば広義の適合性原則は実質的に考えるとドイツ流の助言義務にかなり近いのかなと私は思っていますが、日本では助言義務というのが監督の面でも、判例の面でもまだなかなか定着しないところなので、ドイツの判例についても、日本の研究者や実務家がどういう意味で理解したらいいのかというのはなかなか難しい問題だと思います。

○加藤 そうすると、ドイツに例えば日本法の投資顧問契約のような契約というのはあるのでしょうか。

○山下 それはあるだろうと思います。

○加藤 そうすると、その場合はさらにもっと何かアドバイスをする際の義務が高くなるという理解でよろしいのでしょうか。

○山下 それははっきりと助言契約としていい契約があるわけですから、その義務になってくるでしょうね。31条4項で、投資助言する場合とか、ポートフォリオ管理をする場合というのが挙がっておって、これは恐らく一任契約のような

ものだと思うのですけれども、それを並べて書いてあるというのは、あまりそう程度の違いはないというふうに考えているのかもしれないですね。逆に言えば、普通の投資助言、投資顧問契約的な契約を結ばないで証券業者や銀行がアドバイスをして契約をしているという場合も、投資顧問として助言業務でやっている場合にかかなり近づけて考えて、それよりレベルを上げているのかもしれませんが。

○川口 今回の点なのですからけれども、投資助言契約において説明義務よりも高度な義務が発生している理由とは何なのでしょう。そこを知りたいと思っています。例えば、日本で言われる専門家責任みたいなものがドイツでも観念され、専門家だからより高い義務を負うべきだとか、あるいは、アメリカ流にフィデューシャリーの義務（信託義務）を負っているのだからより重い義務が発生するのでしょうか。なぜ義務の内容が厳しくなるのか、その理論的な根拠というのはどういうふうに説明されるのでしょうか。

○山下 これはなかなか難しいところで、1993年のBond判決で投資助言契約というものを根拠にして助言義務を課していったわけですが、Bond判決でこういう助言義務、あるいはその内容として説明義務とか、そういうものが忽然と出たわけではなくて、証取法の制定、あるいはBond判決の前から、やはりこういう投資勧誘をする場合には説明義務が課されるべきだという学説あるいは判例が徐々に形成されてきました。その際の責任を課す義務あるいは責任を課す根拠としては、契約締結上の過失であるとか、取次型の取引でありますと問屋の付随義務というような形で説明義務のようなものを認めていたわけですね。問屋の場合には一種の委任契約だと見れば、問屋に当たる証券業者は、受任者として顧客の利益を図る義務を負っているのだから、その義務の一環として、やはり商品について説明をする義務があるのだというようなことは言われていたわけですね。あと、契約締結上の過失とか信義則上の付随義務として説明義務が導かれるというふうなことを言ったので、それは

やはり証券業者の専門性でありますとか、信頼責任として位置づけたりしていたわけです。やはり専門性のある業者としてお客を信用させるような、本当はリスクがあるのにそれを隠して、いい商品であるように説明をして勧誘すると、そのあたりが民事法的には問題だろうということで義務と責任を徐々に認めてきていたのが、この Bond 判決でなぜか契約という構成をとったということです。しかし、そこで急にレベルが上がったのかどうかというあたりになると、よくわからないところです。でも、そういう専門性とか、あるいはその専門的な助言に対する信頼というあたりが、突き詰めれば根拠になっているのかなというところですね。〔補足：Bond 判決の意義として、英米法の適合性原則をドイツでも民事法上認めたということが言われており、助言義務のうちの投資者適合助言義務を新たに認めることに投資助言契約に基づく助言義務という構成をとったことの意味があるといえそうである。〕

【利益相反の説明義務の認められる場合と義務違反の効果】

○洲崎 利益相反についてももう一度お話を伺いたいのですが、レジュメ 17 ページで民事法上の利益相反に係る説明義務違反を認めた判決として2つの判決が挙げられています。特に2つ目の2006年の判決についてなのですが、これは銀行等の業者が顧客に商品を売ることで別のところから手数料を得るという構造が、典型的に利益相反になるというのではなくて、隠れたリベートを得ているところが特に利益相反性が強いという、そういう個別判断をして利益相反があるということで、説明義務違反があったという理解をしたのかどうかというのが1つ目の質問です。

第2点目の質問は、その説明義務違反があったとした場合の効果に関して、具体的にどのような損害賠償責任になるのかという点です。例えば投資信託を買って損をした場合に、もしリベートを得ているということを知っていればそんな商品は買わなかったから、そんな取引はしなかったはず

だということで損害賠償責任が認められるということなのかについてお伺いできればと思います。○山下 2番目の投資信託に関する事例でなぜ利益相反の説明義務を認めたかというのですが、投資信託を販売しているわけなので、何か委任契約的な要素があるというわけではないと思うんですね。ですから、何か販売して手数料の利益を得ているということについて開示をする義務というのは、一般的には出てこないと思います。しかし、この事件では顧客に隠れた形でリベートを受領しているということから、やはり顧客本位の推奨ができないのではないかという態度が出てくるので、それはやはり説明しておかないとだめですよとして、隠れた形で利益を得るという不公正さをどうも問題にしているように思うわけです。

それで、違反したらどういうことになるかという、おっしゃるように、損害賠償責任を認めているということのようで、本当にそういうことを説明されていたら契約しなかったと言えるかどうかというのは相当問題があるところだと思いますが、民事法の問題なので、これは損害賠償の問題でいくしかないということではないかと思います。

【助言義務の限界】

○龍田 日本などでこういう危険の高いものを売り付ける契約をする場合には、説明内容を記載した書面を交付せよというルールをつくり、それを守っていることを業者が示すために、顧客が説明を受けた、納得した、あるいは書面を交付されたことを認める署名・押印を顧客に求めることがよくあります。ここでは、そういうことはおよそ問題にしていらないようですね。そういう形式的なことではなく、実質、本当に説明したのかどうか、納得いくまで説明したのかということの問題にしているように受け取ったのですが、それでよいのでしょうか。

もう一つは、業者は顧客の財産状況などにもわたって調査しなければいけないわけですが、これは多くがいわゆる個人情報ですね。場合によっては、顧客は知られたくないこともあるでしょうし、

あるいはちょっとホラを吹いてたくさんあるように見せかけたり、逆にたくさん持っているのが知られると危険だから隠しておこうとしたりすることもあるでしょう。そういうときに、何かその対処の仕方というようなことは考えられているのでしょうか、業者が義務を尽くしたかどうかを判断する際の問題ですが……。

○山下 顧客に対してリスク等について説明をしなければならないというのは当然で、Swap 判決でも、具体的にどういう文書を使っていたのかはよくわからないのですが、一応顧客の損失は無限度であるというようなことなどは説明してあると言っていますから、そういう説明は一通りされているとは思いますが。それに対して、日本で行われているような顧客の説明を受けましたという確認書面のようなものをとっているかという、きょうご紹介した証取法の規制の中では、そういうことは出ていないようです。本件でも、顧客が何かそういうリスクについて了解したというような書面を差し入れているとか、そういうことはないようです。ですから、問題は、実質的な説明がどのくらい必要であったのかということで、この Swap 判決で判断しているような実質論だけで勝負しているということではないかと思えます。

それから、顧客について調査する義務というのはどういう事項を調査せよというのかは、証取法の規定などを紹介したとおりでありまして、そこをどの程度実質的にしていかななくてはいけないのかということまでは書いていません。ただ、お客が調査に応じないということであれば、やはり情報を入手していない以上は推奨してはいけないということに証取法上はなっているようです。

お客がうそを答えたということになると、そこまで条文等では書いていないと思うのですが、そこは銀行の義務は解除されていくのかなと思えます。とにかく得られた情報に基づいて助言するわけです。そうすると、先ほど紹介したような、こういう事項を調査しておきなさいとして、それについて顧客から聞き出して、顧客が出した情報に基づいて法律の要求する情報が得られた限りで初

めて推奨、助言ができるわけです。それが得られないということであれば、むしろ推奨してはいけないと、そういうことが強調されているのかなと思います。

○龍田 推奨があったとはいえ、顧客の側から、これを買いたいと言った場合であれば、それはもう業者の責任問題ではないということなのでしょうかね。

○山下 そうですね。それであれば、レジュメ 14 ページの投資助言をしないで注文を受けるというタイプの取引になっていくのではないかと思います。その場合は、知識と経験だけは一応聞きなさいということです。しかし、それでその知識、経験がないということであれば、もう推奨してはいけないかという、いや、あなたは適合していませんよという注意を喚起した上で注文を受けることはできるのです。投資助言をするかどうかで大きな違いが出てくるという行為規制の構造になっているように思います。

【助言義務違反の効果】

○森田 賭博等は無効、禁止という形から、投資商品としての位置づけで一応説明義務を尽くせば契約はできるというようになってきた。他方、一般証取法の観点からはリスク回避ということが必要であるというふうな規制に委ねていくという過程を説明していただいたと思います。そうだとしますと、もともとの考え方はレッセフェールの外にあるわけですから、契約無効ですよね。ところが、これで説明義務違反になると損害賠償とおっしゃっているのですが、それはまあ言えば無効という扱いで、原状回復義務だというふうになるのでしょうか。

それが効果の点で説明義務違反はというと、さっきの話でいくと、Swap 判決ですか、いかさま賭博だったら全体的な損害はわかりますけれども、説明義務違反だけの失敗だったら、最初の 8 万ユーロか何かは自分は得していたと、その分を返せというぐらいなら非常によくわかるのですけれども、それでゲームを失敗したから全部おまえが払

えというようになると、それはもともとのレッセフェールで契約できなかったことになるのですかね。その辺が、過失相殺もあんまりされていないとおっしゃっていたので、その損賠の中身ですね。やはり契約無効的な発想があるのかどうか、その辺をちょっとお伺いしたいと思います。

○山下 契約が無効であるとは言っていないのですね。

○森田 そうですね、これは説明義務違反ですね。

○山下 そうです。これは日本でも、説明義務違反の問題は、本来、契約を無効にするような瑕疵にしてもいいのだけれども、一応有効と言いつつ、契約締結について説明義務違反があれば、そのことに基づいて損害賠償責任が生じて、結局その損害賠償の内容というのは、顧客が被った損害を全部ゼロに戻さないということが基本になる。だから、その契約が有効ということと、取引によって生じた損失を全部回復させてやるということの関係は矛盾しないのかという理論的な問題はあるのですが、もう随分前から、民法上は問題なさそうですねと言われるようになった問題がドイツでも根底ではやはりあるのだらうと思います。ただ、日本の場合は過失相殺を簡単にしますから、そういう意味では、全部までは責任を認めないという足して2で割るような解決になっているのですが、ドイツの場合は、その過失相殺はあまりしないということで、先生がおっしゃるようなレッセフェールとはまさに正反対の解決になっているのかなと思います。それはやはり行き過ぎたところがあるのですかね。(笑)

○森田 いや、よくわかりません。(笑)だから、その辺の哲学が先生のご説明で非常におもしろかったので、ぜひお聞きしたいなと思いました。

○山下 要するに、ドイツで言うところの助言義務違反があるという限りにおいては、やはり投資家の自己責任は問えないということなのでしょうね。

○森田 そうですね、多分。

【当初価値がマイナスであることと利益相反性】

○松尾 Swap 判決の読み方について少し伺いたいのですが、レジユメ 28 ページでは、市場価値が当初よりマイナスであったということが重大な利益相反のあらわれだとされています。他方、29 ページでは、スワップのようなものは一方の損失が他方の利益になるのであって、Xの予測が外れた場合にYが利益を得るという意味での利益相反が指摘されています。ここは当初より市場価値がマイナスであった云々ということとは関係なく、スワップというのは構造的に利益相反があるのだというふうに判示しているように読めるのです。

こういういわば賭博の相手方としての利益相反関係というのは、先生もおっしゃったように、銀行はすぐにポジションを転売して利益相反関係が解消されるのだと主張しているようですが、これは正当ではないとも判示しています。その理由は、ポジションを解消するとき8万ユーロに近い差益を銀行側が得ることになり、だから、利益相反関係は解消されていないといっているのではないかと思います。つまり、顧客にとって市場価値が当初よりマイナスで、転売すればすぐに銀行側が利益を得られるということが利益相反のあらわれだと、そのようにつながるように読めます。一般的な29 ページにある利益相反状態というのと、今回特に問題になった当初より市場価値がマイナスであったということの利益相反というのは別物なのか。これはどう読めばいいのかということをご尋ねしたいと思います。

○山下 この判決が何を考えているかというのは、この判決についてのいろいろな評釈的な論文などが幾つか出ていますが、ドイツ人でも、よくわからないというところではあります。(笑) 29 ページの3つ目で、要するにこれは銀行と顧客が一面では勝負を張っているというような関係にあり、しかし銀行は、一面では助言契約に基づいて顧客の利益になるようなアドバイスをする義務がある。そういう関係に構造的にあって、そういう関係にある上で、当初から顧客にとってマイナスの価値があるような契約を仕組むというところが、

利益相反的な立場を悪用しているという評価をしていたと思いますね。

銀行のほうとしては、先生のおっしゃるように、ポジションをすぐ転売しているから、瞬時にもう勝負がかかる関係にはなくなっているのだと、そういう抗弁をしているけれども、いや、もう転売してそれで利益を確定したのだから、そこで利益を確定的に得ていると、判決はそういう評価をしているということになります。一応そういう論理構造かなと思うのですが、ただ、それで完全に説明がついていて、みんながこの理屈だけで納得しているかという点、どうもそうではないようです。そこで論文等で指摘されているのは、レジュメ 33 ページで少し紹介しましたように、やはり取引が複雑であって市場があまり透明でないという、そういう非常に特殊な、かなりリスクの高い複雑なスワップであって初めてこういう利益相反の責任を認めるという理解をすべきであるということです。もし支持するとすればそういう理由づけになるのかなというのが、学説では比較的多いように見受けられます。

○北村 今のご質問とも関連するのですが、Swap 判決では、投資助言義務と利益相反の説明義務がそれぞれ別建ての論点となり、説明義務については、意識的に顧客に不利に形成したという商品の特殊性により利益相反性があるにもかかわらず、それを説明しなかったことが義務違反とされました。一方、助言義務については、複雑なリスクに関して基本的なところで顧客に助言銀行と同等の理解ができている状態を保障しなければならないところ、それができていたかどうかについて事実審に差し戻すということでした。しかし、ここで利益相反とされているのは、商品が顧客に不利に形成されているということですが、これは、さきほどの隠れたりレポートとは異なり、商品の仕組みについて理解できれば利益相反性も理解できるのではないのでしょうか。そうすると利益相反の説明義務は助言義務に吸収されてしまうようにも思えますが、あるいは意識的に組み込んだところとかなり重きを置いているのでしょうか。

まず、この判決におけるこの二つの義務の関係についてお伺いしたいと思います。

次に、ドイツでは過失相殺があまり行われないうことですが、それは、助言義務違反と構成する以上、顧客の過失を認めることは義務の性質に合わないというご説明だったと思います。そうすると、百かゼロかということになるのですが、その点は事例により因果関係のある損害がどこまでかということで賠償額を調節しているのでしょうか。そうでなければ、投資家が安易な投資に踏み切ってしまうような気がしないのですが、この点はいかがでしょうか。

○山下 この Swap 判決で当初マイナス価値についての説明義務があると言っているのですが、この義務というのは、レジュメ 28 ページにありますように、説明義務があるということが助言義務違反として位置づけられているので、Bond 判決以来の、投資助言契約があればこういう一定の義務が生ずるということの一環として、こういう利益相反の説明義務も出てくるというふうに理解しているのかなと思います。

そうすると、投資助言義務のほうの内容としての投資対象適合義務、こちらのほうで商品についてきちんとリスクを顧客に完璧にわかるように、理解するように説明しろと言っているわけですから、それをしていけば、銀行のこういう商品を組成したプロが説明すれば、当初価値が現在マイナス8万ユーロであるというようなことも自然とわかっていくことなので、だから、本当に助言義務のほうを尽くしていけば、利益相反の説明義務というのも解消されていくのかなという気もしくはないのです。

ただ、投資対象適合助言義務ということでは、どれぐらいの説明をしなければいけないのかということ、必ずしもはっきりしません。銀行の担当者と同じ程度の理解になるように説明しろと、抽象的にはそういうことを言っていますが、それが具体的に何を意味するのかということになると、よくわからないところで、例えば非常に細かいシミュレーションをして金利がこういうふう動いて

いくと損失がどうなっていくますとか、そこは相当に詳細な説明をしなくてははいけないだろうということは予測されるのですけれども、では、その中で当初価値が幾らかということまで説明するというのが助言義務の内容として出てくるのかどうかというのは、ちょっとまだ断定はできない。そこまで及ばないとすると、助言義務の一部ではあるけれども、別建てで、利益相反の説明義務ということで立てられるということになるだろうと思います。

それから、過失相殺の点は、私も判例をそんなに詳細に最近のものを調べているわけではないので、あまり無責任なことを言うことはできませんが、トレンドとしては、日本のようにすぐに5割、さらには7割、8割というふうな過失相殺をするという、それは割と座りのいい解決だという感覚があるのですが、そういうことはあまりないように思っています。過失相殺している例はあるとは思いますが、あまりそれを激しくやってしまうと、これはやはり概念上、要するに投資家の自己責任を問えないから責任を課しているのであって、それとの関係では、やはり激しい過失相殺は矛盾してくるというのが一般的な考え方かなと思っています。

【証券法の助言義務と民事法上の助言義務との関係】

○伊藤 判例によれば、ドイツでは、投資助言契約が成立したら、助言義務が発生することになっていきます。投資助言というものがトリガーになって、こういう義務が発生するのですね。証券法の規定でも、投資助言が行われたら、やはり厳しい義務が発生することになっています。そうすると、投資助言という概念の範囲がどこまでかということがまず大事かと思うのですけれども、判例で言われている投資助言契約が成立する場合、特に黙示の契約というのも認められるというお話でした。それと証券法上の投資助言の定義とは、範囲が同じなのかが気になりまして、そこを確認させていただきたいです。

それからもう一つ、特に判例の場合、黙示の投資助言契約があれば、それで助言義務が発生することになっているというご説明で、日本であれば、普通の業者が普通に勧誘をして証券を売るような状況だったら、黙示の契約が成立するということでした。そうすると、そのような黙示の契約が成立したことで特別な助言義務というものが発生する根拠はどう説明されているのかが気になるところです。そこは、日本の場合の説明義務と比べる場合にも、考えなければいけないことかと思えます。

日本の場合、判例では信義則上、説明義務が発生すると言われていまして、業者のほう知識も豊富で、そういう業者が証券を売るからこそ、特別の義務が発生するということなのだろうと思いますので、そのあたり、考える素材として確認させていただければと思います。

○山下 まず、証券法上の投資助言をする場合の特別の行為規制というものについて、これはレジュメ12ページにあるように、この証券法の規定はMiFIDに大体対応しているわけで、MiFID自体は、12ページの下に訳していますように、投資助言をする場合にはこういうものですよということになって、その投資助言の定義も、その前のページの投資助言の定義でも、MiFIDにあったものをそのまま受けているのではないかと思います。そうすると、ここで言っている投資助言というのは、ドイツの判例が言っているような投資助言契約をする場合を言っているのかということ、もうちょっと広い、一般的に日本の証券会社あるいは銀行が投資助言でアドバイスをして契約を勧誘しているのと同じことを言っているのかなと思われるわけです。何か特別に契約を締結して助言をしないということの規制の対象にならないということを考えているわけではないと思います。

問題は、この判例のほうの投資助言契約を根拠に助言義務が出てくるという、その投資助言契約というのがどういう意味合いであるかということでありまして、黙示の契約というのは、ドイツ語ですと、推断的な行為による契約の黙示の成

立、要するに明示にこういう契約を締結しますよ
ということはないのだけれども、している
行為から見れば、そこに助言をするという契約
が当然にあるでしょうということです。もちろん、
証券とかデリバティブを売買する契約本体はある
わけですが、それと並行して助言契約とい
うのがあるのだというふうなことですけれども、
では、それがどの程度認められているかという
と、非常に柔軟に認められているので、日本
で言えば契約上の付随義務として何らかの
説明義務が出てくるということとあまり
変わりはないのかなと思います。

日本では不法行為が柔軟なものですから、
そちらのほうで全て対応できるわけですが、
ドイツでは不法行為のほうが非常に限定的
ですから、そういう方向で解決できない。
そうすると、何らかの契約責任、債務不
履行責任に根拠づけざるを得ないという
ことで、Bond判決以前は契約締結上の
過失とか、信義則上の付随義務として
説明してきたのが、Bond判決でそれが
投資助言契約に基づくという構成にな
ったのですけれども、実質が何か大きく
変わったということでは少なくともなさ
そうです。日本でこういう契約が根拠だ
というのと、日本人の目から見ると非
常に特別な場合にのみ課される義務
ではないか、言葉からすれば助言義務
というのは非常に委任的な性質が強
くなっているようなイメージがあり
ますが、実質はどうもそうではなさ
そうだと思います。

○黒沼　ほかにございますか。もしなければ、
時間も超過していますので、研究会はこれ
で終わりたいと思います。山下先生、ど
うもありがとうございました。

次回の研究会は、デリバティブ取引の
投資勧誘規制の日本編で、私が報告す
る予定であります。

それでは、きょうはどうもありがとう
ございました。

デリバティブ取引の投資勧誘規制 【ドイツ】

2013年11月22日
東京大学 山下 友信

1

I はじめに

- 日本の状況
- 一般投資家に対するデリバティブ取引ないしデリバティブ取引組み込みの仕組み商品の投資勧誘をめぐる紛争事例
- 事業者に対するデリバティブ取引の投資勧誘をめぐる紛争事例
- 紛争解決
- ADR
- 民事訴訟
- 課題
- デリバティブ取引に即した投資勧誘規制のあり方
- 法規制・自主規制
- 民事責任のあり方
- 諸外国との比較

2

Ⅱ ドイツの状況

- 差金取引・先物取引に関する古典的規制から金融商品一般に関する規制への融合
- 1994年証券取引法の制定以降の投資勧誘規制法(行為規制)の整備—EUの証券業規制への適合
- 民事責任に関する判例の発展—説明義務、助言義務など
- とりわけBGH2011年3月22日Swap判決の衝撃—日本の民事訴訟でも原告側が援用

3

現行証取法に至る過程①

- 1989年以前
- 取引所法
- 52条 取引所定期取引の無効
- 53条 取引所定期取引能力—商人等に限定
- 民法764条 差金取引の無効
- 1989年取引所法改正
- 一般投資家にも情報提供により取引所取引能力の承認
- 1994年証券取引法制定
- 行為規制、情報提供義務

4

現行証取法に至る過程②

- 2002年法改正
 - 取引所先物取引能力制度の廃止
 - 取引所法の関係規定の削除
 - 民法764条の削除
 - 証取法による金融先物取引の規制の導入
 - 証取法37d条による消費者に対する特別の情報提供義務
- 2007年法改正
 - MiFIDへの適合
 - 証取法37d条の削除 行為規制一般規定の適用、一般投資者とプロ投資者の区分
 - 証取法37e条の追加 民法762条の賭博の抗弁の排除
- 2011年法改正
 - 情報提供義務、助言義務の改善

5

現行証取法のデリバティブ取引規制

- デリバティブの定義(2条2項)
- ①証券,流動債権(マネーマーケット証券)、為替、金利、指数、デリバティブに関する売買等の確定期取引・オプション取引(=定期取引)＜スワップも含まれる＞
- ②商品,排出権,天候・インフレ率等の指数等に関する定期取引
- ③金融差金取引
- ④クレジット・デリバティブ
- ⑤その他指数に係る定期取引

6

デリバティブ取引の規制

- 37e条 少なくとも一方当事者が事業者となるデリバティブ取引、オプション証券については民法762条(賭博)の抗弁を排除
- 37g条 財務省の投資者保護のために必要な場合のデリバティブ取引に関する命令制定権(1項)、命令違反の取引の無効(2項) 現在はなし

7

現行証取法の投資勧誘規制

- 投資勧誘規制の枠組み
- 証券サービス業者に対する行為規制(31条)等
- 証券サービス業(2条3項):金融商品に関する諸業務
- 金融商品(2条2b項):証券(2条1項)、デリバティブ(2条2項)等

8

行為規制の概要

- 証取法31条
- ①注意義務(1項1号)
- ②利益相反回避・開示義務(1項2号)
- ③不実表示禁止(2項)
- ④情報提供義務(3項)
- ⑤投資助言をする場合の情報書面提供義務(3a項)
- ⑥投資助言・金融ポートフォリオ管理の場合の顧客に関する情報を調査し、適合した推奨をする義務(4項・4a項)＝助言義務
- ⑦投資助言をしない場合の顧客に関する情報調査義務(5項)
- 証券業行為・組織命令(「証券業者の行為規制および組織要件の具体化のための命令」)

9

情報提供義務におけるリスク情報

- 法31条3項2号 金融商品の内容および提案する投資戦略とそれに伴うリスク
- 命令5条1項 顧客の区分を考慮して、十分詳細な内容およびリスクについての一般的説明。リスク説明は、金融商品の内容、顧客の区分および知識に応じて以下を含むこと
- ①当該金融商品に伴うリスク、レバレッジ効果、投資全部喪失のリスク
- ②当該金融商品のボラティリティ、処分可能な市場の限定
- ③負う可能性のある偶発的債務を含めて投資者が引き受けなければならない義務
- ④払込義務その他の義務
- ⑤異なる金融商品の組み合わせによりリスクが増大する可能性がある場合はその旨
- デリバティブ取引特有の規制 なし

10

投資助言の場合の義務①

- 投資助言の定義(2条3項9号)
- 特定の金融商品に係る取引に関するパーソナルな推奨の提供
- 投資者のパーソナルな状況の検討に基づくものであること、または当該投資者のためとして提供されるものであること
- もっぱら情報流布チャネルまたは公表措置により周知されるものでないこと

11

投資助言の場合の義務②

- 31条4項 投資助言または金融ポートフォリオ管理を提供する場合
- ①以下に関するすべての情報を入手しなければならない。
 - 特定種類の金融商品または証券サービス取引に関する顧客の知識および経験
 - 顧客の投資目標
 - 顧客に適合した金融商品または証券サービスを推奨することができるために必要な顧客の財産状況
- ②適合性は、
 - 顧客に推奨する取引、サービスが投資目標に合致し、生ずるリスクが財産的に負担可能であること
 - 生ずるリスクが顧客の知識および経験により顧客に理解可能であること
- ③証券業者が情報を得ていないときは推奨は禁止
- 31条4a項
 - 入手した情報から顧客に適合する金融商品、サービスのみを推奨することができる。
- cf. MiFID19条4項 投資助言またはポートフォリオ管理を提供するときは、証券業者は、業者は顧客または見込み顧客に対して、その者に適合する投資サービスおよび金融商品を推奨することができるために、特定類型の商品またはサービスに関する投資分野における顧客または見込み顧客の知識および経験、その財産状況ならびにその投資目的に関する情報を入手しなければならない。

12

投資助言の場合の義務③

- 命令6条 顧客から入手すべき情報
- 顧客の財産状況 定例的な所得、負債の根拠と額、有する財産価額、とくに現金資産、投資資産、不動産資産
- 投資目標 投資期間、リスク受容性、投資目的
- 顧客の知識・経験 顧客の区分、証券サービスの内容・範囲、金融商品の内容、複雑性およびリスクに応じて必要な限りで、①顧客が知っている証券サービスまたは金融商品の内容、②顧客が金融商品について過去に行った取引の内容、範囲、頻度、期間、③顧客の教育歴、現在・過去の職歴
- なお、詳細につきBaFin通達(略称MaComp)あり

13

投資助言をしない場合の義務

- 31条5項
- 顧客にとっての金融商品または証券サービスの適格性を判断するために必要な当該取引に関する顧客の知識および経験に関する情報を入手する義務。
- 適格性の有無は、リスクを妥当に判断する能力を有するか否かにより破断される。
- 証券業者が顧客の適格性がないと判断するときは、その旨を告知する義務を負う。
- 31条6項 適用除外
- 顧客から申し出る取引で、複雑でない取引
- 証券業者から適格性の審査をしないことを顧客に通知している場合

14

利益相反に関する規制

- 31条1項2号
 - 証券業者は利益相反の回避に努めること
 - 顧客のための取引の実施前に利益相反の一般的態様および原因を顧客に一義的に説明すること
- 33条(組織義務)
 - 3号 証券業者、従業員、グループ企業と顧客との間の利益相反、顧客間の利益相反を認識し、顧客利益の侵害を回避すべき妥当な措置のための継続的に有効な対応策をとるべきこと
 - 3a号 投資助言の範囲内で推奨される取引の売上げ、数量または金額に直接または間接に関連する原則または目標について、顧客利益を侵害しないように定めること

15

Ⅲ 民事法上の説明義務・助言義務

- 証取法制定前から形成
- Bond判決(1993年、BGHZ 123, 126)による投資助言契約に基づく助言義務の明確化
- 投資助言契約 明示の契約に限らず、黙示の契約でも足りる
- 助言義務の内容
 - 投資者適合助言義務
 - 顧客の知識状況、リスク受容性を考慮した助言
 - 顧客についての調査
 - 投資対象適合助言義務
 - 投資者の知識状況、リスク受容性を考慮した投資対象の推奨
 - 投資対象の内容およびリスクの説明義務

16

民法上の利益相反に係る説明義務

- 2000年12月19日BGH判決(BGHZ 146, 235)
- 銀行が顧客の財産管理者と契約。財産管理者が銀行から報酬・預託手数料の分配を受ける内容→事実を説明する義務あり。
- 2006年12月19日BGH・Kick-back判決(BGHZ 170, 226)
- 銀行が顧客に投資信託を推奨。銀行が隠れたリベートを受領する→事実を説明する義務あり。
- 2011年9月27日BGH・Lehman判決(BGHZ191, 119)
- 債券を販売した銀行は利益マージンについての説明義務を負わない。

17

証取法と民法との関係

- 民法ルール¹の先行形成、独自性、実務での意義
- 証取法の行為規制の私法的意義
- 保護法規(民法823条2項)違反の不法行為の成否 解釈分かれる
- 民法ルールにおける参照

18

Swap判決の事案

- 事実
- 原告 中規模事業者、プレーンバニラ・スワップの経験あり、経済学士が担当
- 被告 大銀行
- 上記プレーンバニラ・スワップの損失軽減目的でCMS Spread Ladder Swapを推奨、契約

19

本件スワップの内容

- 想定元本 200万€
- 契約期間 5年
- 支払期日 半年ごと
- Y 3%の固定金利支払
- X 変動金利支払
 - 初年度 1.5%
 - ①半期 $1.5\% + 3 \times [1.00 - (A1 - A2)]$
 - ②半期 ①のレート + $3 \times [1.00 - (A1 - A2)]$
 - ③半期 ②のレート + $3 \times [0.85 - (A1 - A2)]$
 - ……以下⑧半期まで、下線部のレートは0.55まで逡減
 - Xの支払 0.0%がミニマム(0.0%以下=Xの受取はなし)
 - A1: EURIBOR10年ものスワップ中央レート
 - A2: EURIBOR2年ものスワップ中央レート
- 中途解約 3年経過後以降のみ可、市場価値の清算金の支払と引換え

20

本件スワップの性質・リスク

- 初年度は確定的に1.5%の利益
- $A1 > A2$ の差が拡大= X の利益、しかし X の支払=マイナス $\rightarrow X$ の受取を排除(最大3%の受取)
- $A1 < A2$ の差が拡大= X の損失(無限大まで)
- 3倍のレバレッジ
- 前回基準方式(スノーボール効果)

21

原告の請求

- 2005年秋以降スプレッドが低下、1年経過後、 X 側に差金支払義務発生、2007年1月に56万€清算金支払により終了
- Y に対して本訴提起
- 賭博による契約の無効
- 詐欺による取消
- Y の助言義務・説明義務違反による損害賠償
- 一審・控訴審判決 いずれも請求棄却

22

BGH判決

①助言義務

- 当事者間に助言契約が締結された。
- Yは助言銀行としてXに対して投資者と投資対象に適合する助言をする義務を負う。その際、助言義務の内容および範囲は、個別ケースの事情による。基準となるのは、一方では、顧客の知識の状態、リスク受容性および投資目的であり、他方では、景気の状態、資本市場の展開のような一般的リスク並びに投資対象の特殊性から生じる特別のリスクである。投資決定にとって重要な事情に関する顧客に対する説明が正しくかつ完全でなければならない一方で、投資対象の評価および推奨は、前記の所与条件を考慮して、事前的にのみ観察して支持できるものでなければならない。投資者および投資対象に適合する助言に基づきされた投資決定が事後的に誤ったものであるというリスクは投資者が負担する。

23

②投資者適合助言義務

- 助言銀行はBGHの判例によれば、投資推奨をする前に知識の状態、経験および投資目的(Zweck)およびリスク受容性を含む投資目標(Ziele)について質問する義務を負う……。この義務は、—Yのような—証券サービス業者については監督法上も規定されている(証取法旧31条2項1項1号ないし新31条4項)。この調査義務は、助言銀行に、この諸事情が、たとえば顧客との長期の取引関係やその従前の投資行動からすでに知られているときにのみ無くなる。
- 助言する銀行が、—本件のように—商品のリスクについて計算例に基づいて説明し、また『理論的には無限の』損失リスクを示したとしても、銀行は、本件で問題となっているようなCMSSLS契約のような高度に複雑に仕組まれた金融商品にあっては、取引をする顧客が高いリスクを負担する受容性があるということから直ちに出發することはできない。顧客の投資目標(Anlagenzielen)—投資目的(Anlagenzweck)とリスク受容性—と合致する商品のみを推奨することがまさに投資助言者の任務である。

24

つづき

- 投資助言者は、投資助言の前にすでに一判例および監督法上要求されるように一顧客のリスク受容性について質問しなかったときは、**いまだ顧客の投資決定の前に顧客が投資助言者により説明されたリスクについてあらゆる点において理解したということを確認にすることによってのみ投資者適的な推奨の義務に応えることになりうる。**
- そのためには、Yは、その損失リスクが一Yの損失リスクと異なり一金額において限度がなく、理論的に存するのみならずスプレッドの対応する展開により常に現実的な可能性があることをXが認識することを確保しなければならない。
- トイレ衛生の中規模企業の支配人としての活動は、本件で問題となっている投資商品の特殊なリスクに関する知識には縁がない。
- 推奨されたCMSSLS契約に対応するXの高いリスク選好を、Yはこれまでの投資行動からも導くことができなかった。すでに2002年に他の銀行と締結した二つの金利スワップ契約は、明らかに単純な構造を示しており、リスクに関しては比較可能でない。
- Xの主張によれば『安全性を指向して』投資しようとしていたというXのリスク受容性の解明のためには、本来ならば当裁判所は、事案を控訴審の判断の破棄の後控訴裁判所に差し戻さなければならない。

25

③投資対象適合助言義務

- 助言銀行は、顧客に対して、顧客にとって上方に無限の損失リスクについて『理論的』のみでなく『スプレッド』の展開次第で現実的かつ破滅的でありうるということをわかりやすくかつ過小評価しないような態様で、特別に明らかに目にとまるようにしなければならない。そのためには、変動利率の計算の定式のすべての要素(レバレッジの係数、ストライク、前期の利率との連動、0%の顧客の最小レート)および『スプレッド』のあらゆる想定される展開における具体的な効果(たとえば、レバレッジ効果、『メモリー効果』)についての立ち入った説明のみでなく、**金利賭博への参加者の間でのチャンスとリスクのプロフィールは対称的なものでないということについて顧客に対する一義的な説明が必要である。**

26

つづき

- 顧客のリスクは無限である一方で、銀行のリスクは、…当初から小さく限定されていた。これらすべてのファクターの説明なくして助言銀行は、顧客が取引のリスクを理解したということから出発することはできない。程度については個別事例の事情にもよることになる説明は、このように高度に複雑な商品においても、顧客が取引のリスクに関して基本的なところで顧客に助言銀行と同等の知識および認識状態にあるということが保障されなければならない。
- Yが投資対象適合的助言についてのこの高い要求に適合したか否かという問題の答えは、さらに事実審裁判所の認定を要する

27

④当初マイナス価値についての説明義務

- 控訴裁判所の見解と反対に、YはXに対して、Yにより推奨された契約が締結された時点においてXにとって想定元本額の約4%の額(約8万€)のマイナスの市場価値を示していたということを説明しなかったことによりその助言義務に違反したものである。…当初価値には、Xによる問題となっている金利賭博の判断にとって決定的な意味がある。なぜならば、それは、Yの重大な利益相反の現れだからである。

28

つづき

- 助言契約により銀行は、顧客利益に対してのみ向けられた推奨をする義務を引き受けている。したがって、銀行は、助言目的を疑問のあるものとし顧客利益を危うくする利益相反を回避し、またこれを開示しなければならない。この民事法的原则は、監督法上は、証取法の適用のある取引の領域については同法31条1項2号において規定されている。
- これによれば、YはXに対して、Yにより意識的に仕組まれたCMSSLS契約のマイナスの当初価値について説明しなければならない。
- 一方側の利益が他方側の鏡像的損失となるCMSSLS契約の推奨に際しては、Yは助言銀行として、重大な利益相反状態にある。金利賭博の相手方として、Yは、顧客の利益に相対立する役割を引き受けている。Yにとっては、金利支払の『交換』(英語のスワップ)は、ベース価値－スプレッドの拡大への推移についてのその予測がまさに生じず、Xはそれにより損失を被るときにのみ有利であることが判明する。これに対して、Xの助言者として、Yは、Xの利益を保護する義務を負う。Yは、したがって、Xの最大限の高い利益に配慮しなければならないが、そのことはY自身にとっては対応する損失を意味するのである。
- Yは、この利益相反については、YはXの『賭博の相手方』としてのその役割を、契約で合意された継続期間中保持するのではなく、『ヘッジ取引』により直ちに他の市場参加者に転嫁したということにより解決されたと考えている。これは正当ではない。

29

つづき

- Yにより仕組まれた原始的なマイナスの市場価値は、かくして、その重大な利益相反の表れであり、Xの利益を危うくするものである。助言する銀行が、市場がYにより推奨される商品により顧客が引き受けるリスクをその当時約8万ユーロマイナスと見ていることから利益を受けるのであれば、Yは、その投資推奨を顧客利益においてのみ行うのではない具体的な危険が存在する。
- その際に、上告に対する反論の観点に反して、Yの仕組まれた利益マージンが市場で通常のものであり、顧客の利益のチャンスが重大には侵害されていないか否かは問題とならない。

30

つづき

- ・…本件におけるように自己の投資商品を推奨する銀行は、自分がその商品により利益を得ることについて、原則として説明する義務を負うものではない…。本件で説明義務のある利益相反は、Yの一般的な利益獲得意思と、Yにより計算される利益マージンの具体的な高さにとのいずれにおいても生じているものでもない。Yにより具体的に推奨される、直接契約締結に関連して顧客がYの助言給付に基づき引き受けたリスクを売却することができるようにするために、リスクの構造を意識的に顧客の不利に形成した商品の特殊性のみが説明義務を生じさせる。顧客は、一銀行の一般的な利益獲得意思と異なり—このことをまさに認識できない。—Yが示す—チャンスの移転はスワップ契約の条件において『明らかになっていた』ということは、このことを変更するものではない。Yが自認するように、個々のスワップの構成要素の確定は、多かれ少なかれ複雑な金融数学の計算を前提とするものであり、通常は銀行のみが計算する立場にあるのであって、顧客も計算する立場にあるとはいえない。

31

各論点の検討

- ・ ①投資者適合的助言義務
- ・ 顧客のリスク受容性について質問しなかったときは、いまだ顧客の投資決定の前に顧客が投資助言者により説明されたリスクについてあらゆる点において理解したということを確実にすること → 私的自治原則を超える過大な義務づけというべきか。
- ・ ②投資対象適合助言義務
- ・ 高度に複雑な商品においても、顧客が取引のリスクに関して基本的なところで顧客に助言銀行と同等の知識および認識状態にあるということが保障されなければならないこと → 私的自治原則を超える過大な義務づけか。
- ・ 複雑性の高いデリバティブ取引についての義務という位置づけ

32

つづき

- ③利益相反の説明義務
- 当初マイナス価値の説明義務が認められる根拠は何か
- 相対取引による利益マージンの意味ならなぜ開示義務が生ずるかーLehman判決との関係
- 取引の複雑性、市場の機能の不十分さに乗じて銀行が利益を得ることの問題性
- 判決の射程
- プレーン・バニラ・スワップのごときデリバティブには及ばない(本判決以後の判決)

33

まとめ

- 民法ルールの影響力が大きな規制
- 民事責任
- 助言義務＝助言契約上の義務という構成の有する意味
- わが国の適合性原則、説明義務という民事責任の枠組みとの比較
- 利益相反に係る民事責任
- 複雑でリスクの高いデリバティブ取引についての民事責任の判断基準のあり方

34

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

デリバティブ取引の投資勧誘規制【日本】

2013年12月27日(金) 15:00~17:00

大阪証券取引所5階取締役会会議室及び東京証券取引所15階第一会議室にて

出席者(五十音順)

飯田	秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	真 得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖 史	同志社大学法学部教授
片木	晴 彦	広島大学大学院法務研究科教授
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	同志社大学法学部教授
岸田	雅 雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅 史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
久保	大 作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
近藤	光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
志谷	匡 史	神戸大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授・弁護士
舩津	浩 司	同志社大学法学部准教授
前田	雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀 征	立教大学法学部教授
松尾	健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友 信	東京大学大学院法学政治学研究科教授

【報 告】

デリバティブ取引の投資勧誘規制【日本】

早稲田大学大学院法務研究科教授

黒 沼 悦 郎

目 次

- I. 規制の枠組み
 - 1. 信義則上の説明義務
 - 2. 適合性の原則
 - 3. 金融商品販売法上の説明義務
 - 4. 行政規制
- II. 紛争事例の概要
 - 1. 商品類型
 - 2. 顧客属性
 - 3. 請求の根拠
- III. 適合性原則の違反
 - 1. 判例の動向
 - 2. 適合性原則の違反を認めた事例
 - 3. デリバティブ取引への適合性に関する一般論
- IV. 説明義務の違反
 - 1. 判例の動向
 - 2. 金利スワップ取引
 - 3. 仕組債・ノックイン型投資信託
討論

○山下 定刻になりましたので、金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は「デリバティブ取引の勧誘規制」シリーズの第2回目で、日本につきまして黒沼先生からご報告いただくことになっています。よろしくお願いいいたします。

○黒沼 早稲田大学の黒沼です。よろしくお願います。

本日は、「デリバティブ取引の勧誘規制」というテーマでお話をさせていただきます。お手元には、レジュメと、参考資料として最近のデリバティブに関する公表の裁判事例を35件ほどまとめたものを作成しましたので、適宜ご参照いただければと思います。

本日の私の話の中心は、説明義務違反でして、デリバティブ取引の勧誘において何が信義則上の説明義務の対象になると考えるべきか、主に2つ

の裁判例の検討を通じて考えてみたいと思います。そこに至るまでに、規制の枠組みとか最近の裁判例を概観していますが、この点は皆さんご存じかと思っておりますので、簡単に触れていきたいと思ます。

- I. 規制の枠組み
 - 1. 信義則上の説明義務

証券取引法では、有価証券の勧誘を行う証券会社に有価証券についての説明義務を課す規定は存在しませんでした。

裁判例は、①証券会社と投資者との間に情報の格差があること、②一般の投資者は専門家である証券会社の提供する情報や助言等に依拠して投資を行っていること、及び③証券会社は一般の投資者を取引に勧誘することで利益を得ていることから、証券会社の職員は投資者に対して信義則上の説明義務を負い、信義則上の説明義務に違反して

一般の投資者に損害を与えた場合には、不法行為責任を負うと解しています（大阪高判平成9年5月30日（判時1619号78頁）等）。ただし、説明義務について一般論を述べた最高裁判決はありません。

説明の対象は、取引の仕組み（商品の概要）とリスクであるとするものが多いのですが、説明の内容・程度については、個々の投資家の投資経験、投資に関する知識や判断能力等に応じて異なると判示するものも少なからずあります（大阪地判平成6年3月30日（判タ855号220頁）等）。

2. 適合性の原則

証券取引法43条1号は、証券会社に対する行政規制として、証券会社が顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとならないように業務を営まなければならない旨の規定をしています。

【最判平成17年7月14日（民集59巻6号1323頁）】は、「証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為上も違法となる」としました。これは、適合性の原則から著しく逸脱した勧誘を行う場合には、勧誘自体が不法行為を構成するという形で、顧客に適合しない金融商品の勧誘を禁止する狭義の適合性の原則を判例が認めたものです。

同判決は、適合性の原則違反の認定基準にも言及し、「不法行為の成否に関し、顧客の適合性を判断するに当たっては、単にオプションの売り取引という取引類型における一般的抽象的なリスクのみを考慮するのではなく、当該オプションの基礎商品が何か、当該オプションは上場商品とされているかどうかなどの具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要がある」としました。

3. 金融商品販売法上の説明義務

平成12年に制定された「金融商品の販売等に関する法律」（金販法）では、金融商品販売業者は、金融商品の販売が行われるまでの間に、顧客に対し、①市場リスク・信用リスクによって元本欠損が生じるおそれがあること、②販売対象権利の権利行使期間の制限、契約解除期間の制限について説明しなければならないとしました（金販法3条1項）。この説明義務に違反した金販業者は、無過失責任を負い、元本欠損額が損害額と推定されます。

金販法の平成18年改正では、説明対象に、③市場リスク・信用リスクによって投資元本を上回る損失が生じるおそれがあること、④取引の仕組みのうち重要な部分（金販法3条5項）が加えられました。ただし、以上の①から④以外の金融商品の内容、取引の仕組みは説明義務の対象となっておらず、または「取引の仕組み」の定義規定が置かれており、それは、ごく大ざっぱに言えば、契約上の権利・義務の内容に限定されています。つまり、金融商品の内容を構成する権利・義務以外の投資判断上、重要な情報の説明義務は、金販法3条1項からは導かれないことに注意すべきです。

金販法の平成18年改正ではまた、同法3条1項の説明は、顧客の知識、経験、財産の状況及び契約締結目的に照らして、当該顧客が理解するために必要な方法及び程度によらなければならないと定められました（金販法3条2項）。これは、広義の適合性の原則と呼ばれることがありますが、その内容は、説明義務の履行行為を定めたものです。もっとも、顧客の財産の状況に照らした説明の方法・程度とは何かなど、不明な点もあります。前述のように、顧客の知識、経験、投資目的、理解度に照らした説明が必要であることは、信義則上の説明義務に係る裁判例でも確認されています。

なお、金販法の平成18年改正では、同法3条1項の説明義務は、金商法上の特定投資家に相当する「特定顧客」に対しては適用されないこととされました（金販法3条7項1号）。

4. 行政規制

行政規制の根拠となる適合性の原則について、平成18年改正の金商法は、平成17年の最高裁判決を受けて、顧客の属性の一つに「金融商品取引契約を締結する目的」を追加しました（金商法40条1号）。また、金販法上の説明義務に対応する行政規定として、金融商品取引業者等の契約締結前書面の交付義務を定め（金商法37条の3）、書面交付に関して、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をすることなく、金融商品取引契約を締結する行為を、金商業者等またはその役職員の禁止行為と定めました（金商法38条7号、金商業府令117条1項1号）。

ただし、これらの行政規制としての適合性の原則と説明義務は、特定投資家との関係では適用がありません（金商法45条1号2号）。そのことが行政規制を一つの根拠としていた適合性原則違反に基づく判例法上の不法行為責任による救済が特定投資家に与えられないことを意味するのかどうかについては、議論があります。

なお、今回調べた事例では、原告が特定投資家であるとの主張を金融機関がしている例は見当たりませんでした。

II. 紛争事例の概要

1. 商品類型

裁判にあらわれたデリバティブ勧誘の紛争事例は、商品類型で見ますと、金利スワップ、通貨オプション、仕組債、ノックイン型投資信託に大別されます。ここに言う通貨オプションは、実質はオプションの売り取引です。

仕組債は、特定の発行者が発行する債券への投資を行い、当初は高いクーポンが支払われますが、元本の償還については、参照指標を定め、観測期間の参照指標が一度でもノックイン価格（ワントッチ水準とも呼ばれる）を下回らなかった場合には、元本全額が償還されるものの、参照指標が一

度でもこれを下回った場合には、観測期間末日までの参照指標の変化率に応じて償還額が減額されるものをいいます。

元本の毀損率については、参照指標の変化率をそのまま用いるものと、変化率の数倍の毀損を生じさせるリスクの高いものがあります。

ノックイン型投資信託は、分配金の額が運用成績によって変動するほかは、基本的な構造は仕組債と同じです。

仕組債、ノックイン型投資信託には、日経平均株価を参照指標とするもののほか、複数の株価指標、特定銘柄の株価、複数銘柄の株価を参照するもの、為替を参照するもの等があります。参照指標が複雑になるにつれ、投資判断は難しくなります。

仕組債のクーポンは、当初高い比率に設定されていますが、一定期間経過後の参照指標が一定水準以上の場合には、早期償還条項が発動されて、元本が償還されるものが多いです。クーポンは、一定のものと、参照指標が一定水準以下に下落すると減額されるものがあります。

2. 顧客属性

商品類型と顧客属性との関連を見ますと、金利スワップは、すべて中堅企業ないし中小企業を相手方としており、通貨スワップは、海外取引のある企業や学校法人を相手方としています。仕組債・ノックイン型投資信託は、個人を相手方としており、富裕層個人、高齢者、高齢者とは言えないものの比較的多額の預貯金のある個人等、内容はバラエティーがありますが、一般の有価証券の販売に比べると、裕福な個人投資家層が中心です。

3. 請求の根拠

前述のように、適合性原則の違反と説明義務の違反が明確に区別されるようになると、不当勧誘を理由とする損害賠償の請求は、この2つを別個の原因として主張され、裁判所もまず適合性原則の違反の有無を判断し、適合性原則の違反がない場合には、説明義務の違反の有無を判断するとい

うやり方を採用するようになっていきます。

特異な例として錯誤無効の主張が認められた例(大阪高判平成22年10月12日(金法1393号114頁))がありますが、ここでは取り上げないこととします。

Ⅲ. 適合性原則の違反

1. 判例の動向

そこで、適合性の原則についての事例を見ていきますが、適合性原則の違反を認めた事例は極めて少ないです。参考資料中、適合性原則の違反が主張された事例のうち、違反を否定したものが20件(上下審を含む。以下同じ)、違反を肯定したものが3件あり、肯定例はいずれもノックイン型投資信託の事例です。否定例の20件のうち説明義務の違反を肯定したものが7件、肯定例の3件のうち説明義務の違反も肯定しているものが2件ありました。

2. 適合性原則の違反を認めた事例

適合性の原則の違反を認めた事例を紹介していきますけれども、ここは事例の紹介にとどまりますので、きょうは時間の都合で省略したいと思います。

3. デリバティブ取引への適合性に関する一般論

少数ながら、デリバティブ取引の種類のうちで、その一般投資家への適合性を論じている場合があります。

【広島地判平成23年7月14日(金判1398号43頁)】は、日経平均株価を参照指標とするノックイン型投資信託(レバレッジなし)について、日経平均株価は新聞やテレビでも容易に得られる情報であり、投資家のための情報環境が整備されていること、信用取引のように投資金額以上の損害を被る危険性がないことから、当該商品について一般投資家の適合性を否定すべきではないとしました。

その控訴審である【広島高判平成24年6月14日(金判1398号32頁)】は、本件商品の内容は比

較的単純であり、日経平均株価が0円に近づく可能性は考えがたいので、償還元本が0円に近づくような大きな損失を被る可能性まではないとして、一般投資家への適合性を肯定しました。日経平均株価連動でレバレッジがないという本件商品の特性、リスクの低さに着目した判断であろうと思います。

もともと、これらの判決は、ノックイン型投資信託は参照指標の変動のみを検討すれば投資が可能であるとの理解に立っており、後に説明義務の箇所を検討するように、投資判断資料を得ることが実は難しいことを考慮すると、当該商品に対する一般投資家の適合性を肯定すべきなのか、検討の余地があるように思われます。

Ⅳ. 説明義務の違反

1. 判例の動向

まず、判例の動向を見ますと、金利スワップでは、説明義務違反が認められた例は少なく、7件中3件。このうち2件は特異な例と認められています。通貨オプションの3件では、いずれも説明義務の違反が認められておらず、通貨スワップの1件では違反が認められています。

仕組債・ノックイン型の投資信託については、18件中9件で説明義務の違反が認定されています。

これらは、判例集に掲載された裁判例のみをサンプルしたもので、認定された割合は大きな意味を持つものではありません。以下では、最高裁判決が出ている金利スワップ取引と事例の多い仕組債・ノックイン型投資信託について、判例の分析を通じて、何について販売業者は説明義務を負うかを検討したいと思います。

2. 金利スワップ取引

(1)【最高裁第1小法廷判決平成25年3月7日(金判1419号10頁)①事件】

株式会社Xは、A銀行等から主として変動金利で借入れを行っていたところ、Y銀行のBから金利が上昇した際のリスクヘッジのための商品として本件取引を提案され、Y銀行との間で、想定

元本を3億円とし、6年間、XからYへ年2.445%の固定金利を3カ月ごとに支払い、YからXへ3カ月TIBORを支払う旨の金利スワップ契約を締結しました（本件取引）。

契約締結に際して、Bは、Xの代表取締役Cに対し提案書を交付して、本件取引の仕組み等について説明しました。本件提案書には、金利スワップ取引の概要、変動金利の推移によって金利スワップの損益がプラスにもマイナスにもなる旨、現在、3カ月TIBORが年0.09%であり、短期プライムレートは年1.37%である旨、及び損益シミュレーションが記載されていました。さらに、提案書には、本金利スワップ取引のメリットとして、変動金利が上昇した場合に調達コストが割安となる旨、デメリットとして、変動金利が低下した場合に調達コストが割高となる旨が記載され、契約後の中途解約が原則としてできず、Yの承諾を得て中途解約する場合には、解約時の市場実勢を基準としてY所定の方法により算出した金額をYに支払うべき旨が記載されていました。

本件取引には、契約締結と同時に取引が始まるスポットスタート型と、契約締結から一定期間経過後に取引が始まる先スタート型とがありましたが、Cは1年先スタート型を選択しました。Xは、契約期間開始1年3カ月で合計883万355円をYに支払いました。Xは、Yに説明義務違反があったとして、債務不履行ないし不法行為等に基づき損害賠償を請求しました。

一審判決【福岡地大牟田支判平成20年6月24日（金判1369号38頁）】はXの請求を棄却し、Xは控訴しました。二審判決【福岡高判平成23年4月27日①（金判1369号25頁）】は、本事例において、①中途解約の場合の清算金の具体的算定方法ないし概算額について説明がなく、顧客が契約を続行すべきか、解約の申し入れをすべきかについて、解約制限に基づくリスクを評価して契約締結の可否を決定する判断材料が与えられていなかった点、②スポットスタート型と先スタート型のいずれを選択すべきかの判断材料が与えられていなかった点、③リスクヘッジ機能の効果の判断に

必須なスワップ対象の金利同士の価値均衡の観点から見た固定金利水準についての説明がされていなかった点で説明義務の違反があり、契約は信義則に反して無効であったとして、不法行為に基づく損害賠償請求の一部を認容しました。

上告審の判旨は、破棄自判です。

「本件取引は、将来の金利変動の予測が当たるか否かのみによって結果の有利不利が左右されるものであって、その基本的な構造ないし原理自体は単純で、少なくとも企業経営者であれば、その理解は一般に困難なものではなく、当該企業に対して契約締結のリスクを負わせることに何ら問題のないものである。YはXに対し、本件取引の基本的な仕組みや契約上設定された変動金利及び固定金利について説明をするとともに、変動金利が一定の利率を上回らなければ、融資における金利の支払いよりも多額の金利を支払うリスクがある旨を説明したのであり、基本的に説明義務を尽くしたものであることができる。

原審は、Xが上記①～③の事項について説明しなかったことを問題とする。しかしながら、本件提案書には、本件契約がYの承諾なしに中途解約をすることができないものであることに加え、Yの承諾を得て中途解約をする場合にはXが清算金の支払義務を負う可能性があることが明示されていたのであるから、Yに、それ以上に清算金の具体的な算定方法について説明すべき義務があったとは言いがたい。また、YはXに対して、先スタート型とスポットスタート型の2種類の金利スワップ取引についてその内容を説明し、Xは自ら、当面変動金利の上昇はないと考えて、1年先スタート型の金利スワップ取引を選択したのであるから、Yに、それ以上に先スタート型とスポットスタート型の利害得失について説明すべき義務があったとも言えない。さらに、本件取引は上記のような単純な仕組みのものであって、本件契約における固定金利の水準が妥当な範囲にあるか否かというような事柄は、Xの自己責任に属すべきものであり、YがXに対しこれを説明すべき義務があったものとは言えない。」

【最高裁第三小法廷平成25年3月26日(金判1419号10頁)②事件】は、同じYと別の法人顧客との間の金利スワップ取引が問題となったものであり、契約の時期、想定元本の額、固定金利の水準が①事件とは若干異なるものの、同じ性質の金利スワップ取引についての説明義務違反が問題とされた事案です。

一審判決【福岡地大牟田支判平成20年11月21日(金判1419号28頁)】が原告の損害賠償請求を棄却した後、二審判決【福岡高判平成23年4月27日②(金判1419号17頁)】は、①事件二審判決と同様の判示をして、損害賠償請求の一部を認容しました。ただし、契約を無効とする判断はしていません。

これに対して、最高裁第三小法廷は、第一小法廷とほぼ同じ判示をして、説明義務の違反はなかったとしました。

(2) 判決に対する学説の評価とその検討

学説は、二審判決に反対し、最高裁判決に賛成するものがほとんどです。しかし、具体的な事項についての説明義務違反の根拠をきちんと論評しているものは少ないです。そこで、判決で問題となっている3つの点についての説明義務の検討をしたいと思います。

① 清算金の具体的算定方法ないし概算の説明義務の有無

この点について、吉川弁護士は、取引期間中のいずれかの時期に例外的に生じる可能性があるにすぎない中途解約時における清算金算定の具体的説明を求めることは、金融機関側に不可能を強いるに等しいという点と、スワップ取引は期間中に中途解約されることなく継続するのが大原則である点から、二審判決を批判しました(吉川純「最近の裁判例からみる適合性原則と説明義務」商事2002号34頁(2013))。吉川氏の言う「具体的説明」が何を意味しているかは必ずしも明らかではありませんが、清算金の算定方法や概算額を示すことは不可能なのではないでしょうか。

この点について、解約清算金の計算方法を詳細に説明する必要はないという主張が、金融実務家の福島氏からも出されています(福島良治「店頭デリバティブ取引を取り巻く近時の変化と法務的論点—解約清算金に関する説明義務ほか—」金法1961号59頁(2013))。

しかし、この見解は、他方で、平成22年に改正された金融庁の監督指針に、「当該デリバティブ取引を中途解約すると解約清算金が発生する場合にはその旨及び解約清算金の内容(金融指標等の水準等に関する最悪のシナリオを想定した解約清算金の試算額及び当該試算額を超える額となる可能性がある場合にはその旨を含む。)について、顧客が理解できるように説明しているか」と記載されているところから、解約清算金の内容については、金利、為替、ボラティリティなどの最近数年で最大の変化を示した数字等で試算して説明する義務があるとしています。

福島氏の主張は、計算方法の正確な説明は難しいことを理由としているようですが、解約清算金の試算額を説明できるのであれば、計算方法の説明も可能なのではないのでしょうか。

さらに、福島氏は、店頭デリバティブ取引の契約締結後の中途解約ができないと説明する金商業者が多いのは、時価変動リスクの説明の煩雑さやそのために生じ得る紛争を避けるためだと考えられ、一概に責められるべきものではないと指摘しています(福島・金法1961号58-59頁)。

この指摘は、解約は例外的であるという吉川弁護士の指摘と対立するように思われます。ただし、両氏が想定している店頭デリバティブ取引の種類が異なっている可能性はあります。また、うがった見方をすれば、中途解約権を顧客に与えると、解約権は金販法3条5項にいう「取引の仕組み」に該当し、解約権の具体的内容について金販法上の説明義務が生ずるのを避けるために、中途解約ができないとされているのだと考えることもできるように思われます。

② スポットスタート型と先スタート型の選択の

判断資料

この点について論じたものは見当たりませんでした。最高裁は、Xが自らの判断で先スタート型を選択したから、Yに説明義務はないとしました。しかし、説明義務の目的の一つは、顧客の判断の基礎となる情報を提供することにありますから、Xが自らの判断で選択したことは、説明義務の存否とは関係ありません。Xは当面変動金利の上昇はないと考えており、それをYが知っていたのであれば、これは事実知っていたようでありますけれども、契約締結の目的に照らして、Yは1年後にスポットスタート型の金利スワップ取引を開始するようXを勧誘すべきであり、Yの勧誘は適合性の原則に違反する疑いすらあります。

③ スワップ対象の金利同士の価値均衡の観点から見た固定金利水準についての説明

本件取引に即して言えば、次のことを指していると思われる。契約締結時の変動金利が年0.09%であるのに対し、これと交換する固定金利は年2.445%であり、変動金利よりも年2.355%も高いものになっています。高裁判決は、この年利の差にYのコスト（Xの信用リスクを考慮した利率の引き上げを含む）と利益が含まれていることを認定しつつ、固定金利の水準が著しく高くなるとスワップ契約がヘッジとしての機能を果たせないことになるので、この点についての説明が必要であったとするわけです。

この高裁の判示に対しては、投資取引における契約自由の原則そのものの全面否定を意味する理論的基礎の上に金融商品販売業者の説明義務を捉えたものであって、自由主義市場経済を否定するに等しい論理であるとの批判が潮見教授から出されています（潮見佳男「適合性の原則に対する違反を理由とする損害賠償—最高裁平成17年7月14日判決以降の下級審裁判例の動向」『民事判例V—2012年前期』14頁（2013））。

もっとも、潮見教授の批判は、本件取引が社会的に不公平であるばかりでなく、法的にも不公平であるから、業者にこのような説明義務があ

るという判示に向けられたものでありまして、潮見教授は同時に、情報格差是正目的で情報提供、説明義務の枠組みを使えば足りたはずであると指摘しています。

また、青木教授は、ヘッジに対する実際上の効果が出ない等の経済判断は、一般に裁判になじまないのではないかと述べています（青木浩子「判批」ジュリ1440号116頁（2012年））。

さらに、吉川弁護士は、固定金利の水準の妥当性についても説明を要求するならば、金融機関は通常の貸し付けについても金利水準の妥当性につき説明義務を負うことになりかねないと批判しました（吉川・前掲34頁）。

確かに、二審判決が、契約は信義則に違反して無効であるとした点は、論拠を欠き不当です。しかし、ヘッジ目的で本件取引が行われていることは両当事者に明らかであり、契約締結の目的は、説明義務を履行する上で考慮すべき重要な要素なので、本件取引が金利上昇のリスクをヘッジする機能を有しているかどうかは説明義務の対象になると考えていいでしょう。そして、スタート時の固定金利と変動金利の差が大きければ大きいほど、当該金利スワップ取引はヘッジ機能を発揮しづらくなるわけですから、ヘッジ目的で締結する金利スワップの取引の判断で、上記金利差は重要な情報であると考えられます。

このように考えると、最高裁が、本件契約における固定金利の水準が妥当な範囲にあるか否かという事柄はXの自己責任に属すべきものであるから説明義務の対象でないと判示した点は疑問です。

ただ、本件のようにプレーン・バニラ型と呼ばれる単純な金利スワップ取引においては、固定金利と変動金利の契約締結時の差は上記のようにたやすく計算でき、かつ、この差にYのコストと利益が含まれていることはXにも明らかであったから、Yとしては改めて説明するまでもなかったと言えます。最高裁判決をこのように理解するのであれば、その結論は妥当であると考えられます。

この問題は、デリバティブの時価評価について

の説明義務の問題でもありますので、後でもう一度取り上げたいと思います。

3. 仕組債・ノックイン型投資信託

(1) 判例の分類

まず、判例の概要ですが、仕組債等について説明義務違反が争われる事例においては、事例判断によって結論のみが示されるものが多く、裁判所が、説明義務の対象、内容について一般論を展開する例は少ないようです。一般論の手がかりを示している裁判例を分類しますと、金融機関の基本的な説明義務の対象と程度について、判断は3つに分かれているように思われます。

第1は、ノックイン事由が発生する可能性があることと、その場合に償還価格が元本割れする可能性があること、及び原則として途中解約できないことのみが説明義務の内容であるとするものであり、その例として、【東京高判平成23年11月9日(金法1939号106頁)】があります。これは、金販法3条の説明義務の対象のみが、信義則上も説明義務の対象となるという考え方です。

第2は、ノックイン事由が発生する可能性があることだけを説明するのでは足りないが、ノックインの場合に参照株価がどの程度下落するとどの程度損失が発生するかの説明、言い換えるとシミュレーション情報の提供をしていけば足りるものであり、その例として、【広島地判平成23年4月26日(金判1399号41頁)】があります。

シミュレーション情報の提供は、リスクの感覚的な把握を助けるにすぎず、その情報によってノックインの発生確率がわかるわけではありません。

第3は、リスクの定性的な説明やシミュレーション情報の提供では足りず、ノックイン確率の説明が必要だとするものです。【東京地判平成23年2月28日(金法1920号108頁)】は、参照指標が観測期間中にワンタッチ水準、ノックイン価格を下回る可能性が具体的にどの程度の確率で存在するかについて何ら説明していないとして、不法行為の成立を認めています。そこでは一般論は展開していません。

(2) 【東京地判平成24年11月12日(金法1969号106頁)】

このような中、ノックイン確率や確率的に予想される元本毀損の程度についての説明義務を明示的に認めたのが、上記の東京地判の例です。そこで、少し詳しくこの事案を紹介したいと思います。

事案の概要ですが、元本5,000万円、年率13.5%のクーポン、期間3年の仕組債です。10銘柄の株価を参照指標とし、ノックイン価格を発行条件決定日の参照銘柄の株価(基礎価格)の55%とする。ノックインした銘柄について、当該銘柄を債券発行時の株価で債券元本額まで購入したと仮定した場合の満期償還時までの下落率に応じた損失額を計算し、その合計を元本から差し引いたものを満期償還額とするものです。

かなりわかりにくいのですが、1銘柄でも例えば50%下落した場合には、全体の償還額も50%下落する。2つの銘柄についてそれぞれ50%下落すると、元本償還額は0になる、そういう計算方法です。早期償還条項は付されていません。

東証一部上場企業の社長、会長を歴任したXは、平成18年5月にY証券会社から5,000万円で本件仕組債を購入しましたが、途中解約し、Yが671万2,500円でこれを買取りました。Xは、購入価格と受け取ったクーポン(1,076万5,001円)及び買取り価格との差額分である3,250万余円について、Yに対し、錯誤無効を理由とする不当利得返還請求、不法行為に基づく損害賠償請求、及び金販法5条に基づく損害賠償請求を選択的に行いました。

裁判所は、Yが本件より2カ月前に販売した同じ10銘柄を参照対象株式とし、ノックイン価格が基礎価格60%、クーポンが年率18.1%である別の仕組債について、参照対象株式の1年間のヒストリカル・ボラティリティを参照し、各銘柄間の相関を考慮した多次元対数正規分布モデルによるモンテカルロ・シミュレーション法を用いて各銘柄のノックイン確率を算定し、これから償還元本の期待値が当初元本の24.10%にすぎないことを示

しました。

判決は、本件仕組債は、ロックイン価格が基礎価格の55%とされているから、ロックイン確率は上記の仕組債よりある程度小さいと考えられるが、各銘柄の1年間のヒストリカル・ボラティリティが相当高いこと、ロックイン確率はボラティリティと相関すること、本件仕組債も想定元本を実際の債券元本の10倍として10倍のレバレッジ効果をもって年率13.5%の高いクーポンを付していること、実質的なオプション仲介取引によりYないし発行体が得る手数料相当の収入の割合はいずれの仕組債もそれほど変わらないと考えられることから、本件仕組債においても、ロックイン確率は上記仕組債とそれほど変わらない相当高い確率が見込まれており、債券の償還元本の期待値は相当低いと考えられるとしました。

次に、判決は、錯誤無効の主張を退けた上で、説明義務違反の主張について、Xがオプション取引の経験者でないこと、本件仕組債が5,000万円もの集中投資となることや、中途換金してもリスクを回避することはできず、債券購入時に満期償還時までの3年間の株価変動リスクを引き受けなければならないと指摘した上で、次のように判示します。

「オプション取引のリスクの特性及び大きさを金融工学の専門家として熟知している証券会社としては、オプション取引の経験がない一般投資家に対して、ロックインオプションの売り取引による損失のリスクを負担させる金融商品を勧誘するに当たっては、金融工学の常識に基づき、他の金融商品とは異なるオプション取引のリスクの特性及び大きさを十分に説明し、かつ、そのようなリスクの金融工学上の評価手法を理解させた上で、オプション取引によって契約時に直ちにしかも確定的に引き受けなければならない将来にわたる重大なリスクを適正に評価する基礎となる事実であるボラティリティ（株価変動率）、ロックイン確率ないし確率的に予想される元本毀損の程度などについて、顧客が理解するに足る具体的でわかりやすい説明をすべき信義則上の義務がある

というべきである。」

続いて、判決は、上記事項を理解することは、その金融商品の元本欠損が生ずるおそれを理解するために必要不可欠の要素と言えるから、上記事項は、金販法3条1項1号の「当該金融商品の販売について有価証券市場における相場その他の指標に係る変動を直接の原因として元本欠損が生ずるおそれがある旨」の内容にも含まれるとしました。

結局、判決は、25%の過失相殺をした上で、金販法4条の説明義務違反による損害賠償及び不法行為に基づく損害賠償の請求を認容しました。

(3) リスクを定量的に把握させるための説明は必要か

本判決は、仕組債について、リスクの量を評価するための株価のボラティリティ、ロックイン確率ないし確率的に予想される元本毀損の程度についての説明義務を認めた珍しい判決だと言えます。この本判決を検討するに当たり、まず、従来の裁判例や金利スワップ取引に係る最高裁判決との関係を整理すべきであると思います。

仕組債等に投資をするには、リスクの定性的な把握と参照指標がどう変化するか、当事者の損益がどう変化するかを理解していれば、金融機関の説明義務もそれに尽きるという立場から、本判決を批判することはもちろん可能です。最高裁は、金利スワップ取引についてそのような立場をとっており、仕組債やロックイン型投資信託に関する裁判例の大多数もそうです。しかし、最高裁は、プレーン・バニラ型という単純なスワップ取引を企業経営者に勧誘する場合について判断を下したものであり、その射程を広く解することはできません（吉川・前掲33頁）。

また、確かに仕組債等に投資をする者は、投機を目的としているので、投資者の投機目的に照らせば、金融機関は、シミュレーション情報を提供して、どのような場合に投資者に利益が得られ、どのような場合に損失が生じるかを説明すれば足りるとも考えられます（福島良治「店頭デリバテ

ィブ取引のプライシングや手数料の説明に関する補論」金法 1978 号 72 頁 (2013))。

しかし、本判決は、「金融工学上のリスク評価手法を理解しないで、単純に将来の株価を予測するだけでオプション取引をすることは、それだけでは将来の偶然の事情に依拠して決まる利益不利益を予想し、これを引き受ける取引をするにすぎず、賭博ないし……「トトカルチョ」に過ぎない。オプション取引が賭博ではなく金融商品である所以は、単なる偶然に賭けるのではなく、その極めて大きなリスクが金融市場において適正に評価され取引がされるからである」と述べ、デリバティブ賭博観を否定する立場に立っています。

私は、デリバティブが将来の株価を予測する投機目的で行われることを否定しませんが、デリバティブ取引が適正に行われるよう確保するためには、本判決のとった立場は重要であると考えますので、投機目的だから定性的なリスク等、参照指標への感応度さえ説明すれば足りるという考え方はとりません。

(4) 投資者の属性や商品の特徴は説明義務の対象に影響するか

次に、本判決が、オプション取引の経験のない一般投資家に対して証券会社が金融商品を勧誘する場合に限定して一般論を展開していることから、そのような投資家に対する関係でのみ、上記事項の説明義務が論じられるべきかどうか問題となります。

上記の事項について、ノックイン確率と確率的に予想される元本毀損の程度——以下、償還元本の期待値と言い換えますが、この2つは、専門的知識のある投資家であっても容易に知ることのできない情報であると思われます。したがって、これらについては、顧客の特性を区別せずに説明義務の対象となるかどうかを検討してよいものと思われます。

また、本件の仕組債が 10 倍のレバレッジを賭けるものとなっており、仕組債の中でも特にリスクの高い商品であること、したがってクーポンのリ

スクの高いことが説明義務の内容に影響を与えるかどうか問題となります。

参照指標の変動に対し 10 倍のレバレッジがかかっていれば、元本欠損が生ずるおそれを生じさせる取引の仕組みのうち重要な部分として、説明義務の対象とはなりますが、リスクの性質が同じであれば、リスクの量が大きいことによって投資判断に必要な情報のどこまでを説明すべきかが変わってくると思われません。

以上の前提の検討の上、判旨について考えてみたいと思います。

(5) ノックイン確率、償還元本の期待値の説明

① 株価等の参照指標のボラティリティ

金融機関は、仕組債の勧誘の際に、参照指標のヒストリカル・ボラティリティ・チャートを用いることが多いようです。しかし、それは参照指標に応じて償還額がどう変動するかを示すために用いるということであって、ノックイン確率を算定するためではありません。参照指標のボラティリティは、それだけで仕組債の投資判断にとって意味のある情報ではなく、ノックイン確率の計算に説得力を持たせるために使われていると考えられます。したがって、本判決は、リスク評価の基礎となる事実であるとしてボラティリティを独自に説明義務の対象と捉えているのは、ミスリーディングであると思います。

② ノックイン確率

次に、ノックイン確率も、そのみで意味のある情報ではなく、償還元本の期待値を算定するために必要な情報です。ただし、ノックイン確率を説明することは、ノックインの可能性が低いという投資者の思い込みを正すには有効です。

ノックイン確率を知っても、それだけでは商品の価値を把握することはできませんが、リスクについての誤解を解くことができます。したがって、償還元本の期待値の説明までは要求しない立場でも、リスクの説明義務の一環としてノックイン確率の説明を求めるといった考え方はあり得るように

思います。

もともと、本判決のように、ロックイン確率等を理解することが金販法3条1項1号の「元本欠損が生ずるおそれがある旨」の内容に含まれるとする解釈は妥当ではありません。同号は「おそれがあることの説明」（リスクの定性的な説明）のみを求めるものであり、リスクの定量的な説明は求めていないと解されるからです。

③ 償還元本の期待値

償還元本の期待値は、それが高いクーポン利率の見合いとなっているわけですから、投資者が仕組債を購入する際の投資判断にとって、重要な情報であると言えます。したがって、投資元本の期待値は、金融機関が投資者に仕組債の購入を勧誘するに当たり、信義則上、説明する義務を負う対象であると言えるのではないのでしょうか。

なお、金融工学の手法を用いて説明することについては、【広島高判平成23年11月9日（金法1393号106頁）】が、金融工学上のような理由によりロックイン価格等の条件が設定されたか等は、仕組債を購入する際のリスク判断に必要な事項とは認められないとしています。しかし、この判決は、金融工学の理解が難しいから説明義務を否定しているのではなく、リスクの定性的な説明で足りるとの立場に立っているにすぎません。

また、確かに、本判決——東京地裁の判決ですけれども——が「金融工学上の評価手法を理解させた上で」と述べている点は、不必要な義務を金融機関に課すものであって、賛成できません。金融工学上の評価手法を理解していなくても、投資者は「ロックイン確率」や「元本償還額の期待値」の意味するところは理解できるはずであり、仕組債の購入判断に際してはそれで十分です。

このように、金融工学の評価方法の理解が難しいことは、ロックイン確率や償還元本の期待値の説明義務を認めることの障害にはならないと考えられます。

（6）デリバティブの時価評価の説明

本件の仕組債は、3年間のクーポンが変化しないので、償還元本の期待値がわかれば、これにクーポンの現在価値を加え、発行体の信用リスクを考慮したものが、契約締結時の仕組債の理論価格となります。裁判所は、先ほど紹介しました類似した条件でYが発行した別の仕組債について、債券発行時の理論価格は元本の77.16%、債券発行者の信用リスクを考慮した理論価格は元本の76.82%と見積もられるとしています。このように、償還元本期待値の説明義務は、デリバティブの時価評価の説明義務につながるものです。

デリバティブの時価評価についての説明義務を金融機関に課すことについては、反対論が強いようですが、これも明確な論拠は述べられていないように思われます。先ほど紹介しました福島氏は、投資家はデリバティブの時価がわからなくても仕組債への投資を行うことが可能であるということと、金販法が説明を求める重要事項よりも詳細なプライシング内容を民法の信義則等でさらに必要とするのは難しいという理由から、デリバティブの時価評価の説明義務を否定するようです（福島・金法1978号72-73頁）。

しかし、前者の理由は、デリバティブ賭博観であって賛成できませんし、後者については、金販法上の説明義務は商品内容とリスクを対象としているのに対し、信義則上の説明義務は、それを超えて、投資判断に必要な情報の一部を対象に含むものです。

また、松尾弁護士は、「店頭デリバティブ取引に係る時価評価主張への疑問」という表題の論文において、そういった論文の表題にもかかわらず、時価評価の情報を提供すべきであるとの主張が見られることと、最判平成25年3月7日に従い、説明義務は個別事案ごとに判断すべきであり、新しい事項に係る一般的な説明義務ルールを定立すべきではないと指摘するのみです（松尾直彦「店頭デリバティブ取引に係る時価評価主張への疑問—最一小判平25.3.7を踏まえて—」金法1976号22-23頁（2013））。この見解では、仕組債という具体的商品の特性を踏まえて、デリバティブの時価

評価の説明義務を認める主張は否定されないのではないかと思います。

デリバティブの時価評価の説明義務に反対する理由として考えられるのは、もし金融機関がそのような説明を求められると、およそデリバティブを組み込んだ金融商品を販売することができなくなり、我が国の金融・経済に悪影響を与えるという理由です。

しかし、仮にデリバティブ賭博観に立つのであれば、その賭博観に立って投資をする投資家がいることは否定できないわけですが、1枚300円の宝くじの期待値は、当選金額と当選本数という公表情報から容易に142円程度であると計算されること、その事実を知っても宝くじを買う人がいるように、投機目的でデリバティブ取引を行う者は、デリバティブの時価を知らされても取引をやめないのではないのでしょうか。

他方、デリバティブ金融商品観に立つ場合、仕組債の理論価格が元本の76.82%であるとしても、残りの23.18%が金融機関の適正なコスト・利益であると考え、参照指標の将来の動向について自ら情報を収集し見通しを立てて、デリバティブ取引を行う者はいると思われます。

このように、契約締結時に金融機関にデリバティブの時価評価の説明を求めることが、デリバティブ取引を阻害するとは思われません。

(7) 手数料等の開示との関係

次に、デリバティブの時価評価についての説明義務は、金商業者によるデリバティブ取引の手数料等の開示義務と関係がありますので、この点についても若干検討を加えておきたいと思います。

金商法37条の3第1項4号は、金融商品取引契約を締結しようとするときに、金融商品取引業者等は顧客に対し手数料等を記載した契約締結前交付書面を交付しなければならない旨を定めます。

記載事項は、手数料、報酬、費用その他いかなる名称によるかを問わず、金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき手数料等の種類ごとの金額もしくはその上限額、またはこれらの計算方法、

及び当該金額の合計額もしくはその上限額、またはこれらの計算方法であります。これらを記載することができない場合には、その旨及びその理由を記載すればよいとされています(金商業府令81条)。

ここにいう手数料とは、金融商品取引契約に関し顧客が支払うべき対価から有価証券の価格または保証金の額を除外したものと定義されており(金商業府令74条1項)、デリバティブ取引の組成のためのコストは手数料等に含まれる可能性があります。

この点はよく解釈がわからなかった点ですが、もしそうだとすると、デリバティブ取引について金商業者に手数料等を開示させることは、デリバティブの時価評価を開示させることと等しくなるのではないのでしょうか。前述の例で手数料等が支払い金額の23.18%ならば、デリバティブの時価評価は、残りの金額である支払い金額の76.82%となるわけです。つまり、手数料等の開示規制からも、デリバティブ取引の時価評価の説明義務は肯定されることとなります。

もっとも、店頭デリバティブ取引の実務では、デリバティブ取引は手数料等を「記載できない場合」に該当すると考え、その旨及びその理由を記載しているのがほとんどようです(福島・金法1978号74頁)。

このような実務を支える理由としては、①純粋な利益相当額を算出することが難しいこと、②取引開始後の時価や顧客の信用リスクが変化すること、③金商業者等にとっての手数料の計算方法や内訳は、同業他社との競争上、企業秘密にすべきものであることが挙げられています(福島・金法1978号73頁)。

しかし、①については、ここでの手数料等がコストを含むものであれば、その算出は難しくないし、②のような取引開始後の事情は契約締結時の手数料等の算定とは関係がありません。③については、店頭取引では取引の種類が多様であるため、手数料等の開示が同業他社との競争上不利に働くことは考えにくいように思います。

このように考えると、店頭デリバティブ取引において手数料等の開示をしていない実務を、まず改める必要があるように思われます。

(8) 発行体の具体的な信用リスクの説明

最後に、発行体の具体的な信用リスクの説明について触れておきたいと思います。

前述のように、仕組債の時価評価額を算出するためには、仕組債の理論価格に発行体の信用リスクを加味する必要があります。仕組債は、元利金の支払いについて十分な信用力を有する金融機関またはその関連会社が発行者になっているわけで、通常、発行体の信用リスクは投資者の投資判断にとって重要な情報ではありません。これらの金販法上の説明義務はありますが、具体的な信用リスクは投資判断にとって特に重要ではありません。

発行体の信用リスクの説明義務が争われた【東京地判平成23年1月28日（金法1925号105頁）①】【東京地判平成23年1月28日（金法1925号105頁）②】の2つの判決は、リーマン・ブラザーズの関連会社が発行者及び元利金支払いの保証会社となっていたために問題が顕在化しました。

①判決は、金販業者は、発行体及び保証会社が近い将来相当程度の蓋然性をもって破綻することが見込まれる状況であったことを認識していたなど、特段の事情のない限り、金販業者等が自ら信用リスクを評価する根拠となる事実及びその評価の結果について顧客に説明する義務を負わないとし、②判決は、やや一般的に、金販業者は、販売に係る金融商品の信用リスクが現実化することが相当程度の蓋然性をもって見込まれる状況であったことを認識していたなど、特段の事情がない限り、顧客に対して信用リスクが現実化する具体的な可能性や、その評価根拠となる事実についてまでは説明義務を負わないとしました。

発行者の具体的な信用リスクは、デリバティブの理論価格とは異なり、原則として投資者が自ら情報を収集し、自己責任で判断すべき事柄であり、販売業者に説明義務があるか否かは、顧客の属性や勧誘の状況に依存するものと思われます。

マイカル債の事件で、勝手格付の内容や既発債の流通利回りについて証券会社の説明義務違反を認めた裁判例（大阪高判平成20年11月20日（判時2041号50頁）等）がありますが、これらも、顧客の属性や勧誘の状況に応じた説明義務を認めたものです。

元利金の支払いが確実に行われるように確保されている仕組債については、発行者や保証会社の信用リスクを説明する義務は原則としてなく、デリバティブの時価評価を説明する前提となる発行者の信用リスクもゼロと措いてよいのではないかと思います。

以上、主に2つの判決を材料として説明義務の対象の検討を進めましたが、もとより、説明義務の対象がこれらに限られるものではありませんし、きょうは私の考えをそのまま述べたもので、思わぬ間違いをしていることが多いかと思しますので、ご教授をいただければ幸いです。

~~~~~

【討 論】

○山下 ありがとうございます。それでは、自由にご質問、ご意見をいただければと思います。

【デリバティブの賭博性について】

○岸田 1つ目の質問は、説明義務というのは、デリバティブの場合、相手方に説明するだけでなく、相手方に理解させないといけないのか、もし理解できなかった場合には、適合性義務の違反ということで処理するのか。でも、適合性義務に違反せず説明しても相手方が理解できなかったという場合には、最終的には信義則違反ということで救済しているように読めるのですけれども、この読み方は間違っているかどうかという質問です。

2つ目は、デリバティブと賭博ということについて、これは問題があると思うのですけれども、この最高裁（最判平成17年7月14日）の判決を前提としますと、賭博の場合は全く偶然の結果に

ゆだねて利得を得るものです。ところが、デリバティブの場合は、ファイナンス理論に基づいてリスクを計算するのではないかというふうに思うのです。別の読み方をしますと、いわゆるゼロサム・ゲーム、ゼロサムというのは、一方がプラス、他方がマイナスで合計がゼロとなるゲームであってこれを普通賭博と言いますが、そうすれば、デリバティブも賭博の一種と考えても間違いではないと思うのですけれども、この2つについて先生の論点をお聞かせください。

○黒沼　まず、説明義務とは何かというご質問だったと思いますが、説明は、相手が理解できるような方法で行わなければならないという規定が金販法にあります。もっとも、それは説明の態様を示しているだけで、相手が理解できるまで説明しなければ説明義務を果たしたことになるというわけではないと思います。

それから、相手が理解できなかった場合に、常に適合性の問題になるのかといいますと、それは相手の属性や契約目的等に照らして適合性原則の違反になる場合もありますし、ならない場合もあるということだろうと思います。

それから、信義則で解決するという話ですが、私は、きょうは、信義則上の説明義務を中心に話をしましたので、そもそも説明義務自体が信義則から生じるという考え方です。ですから、理解できなかった場合に最後に信義則に行くというのは、ちょっと私の理解とは違うかなと思います。

それから、賭博観の話ですけれども、これは最高裁判決じゃなくて、東京地裁判決のほうの話でしょうか。賭博か金融商品かというのは、ここでは比喩的に用いられているもので、正確な法的な定義ではないと思います。

そして、私自身は、ゼロサム・ゲームだから賭博的であるというふうには考えていません。それはデリバティブもゼロサム・ゲームではありませんけれども、ヘッジ目的で利用する者もいまして、その場合には相応の利益が得られるというわけです。デリバティブ取引では損をしても、総合的にはその投資者の利益になっていると考えられるわ

けですから、ゼロサムだから賭博だという意味で使っているわけではありません。

ただ、ここでの賭博というのは、全くの偶然の事象に賭けるのではなくて、将来株価が上がるか下がるか、そういう何らかの根拠を基に予想して行う場合も賭博と、東京地裁の判決は捉えています。ですから、トトカルチョというのは言い過ぎなのですが、競馬と同じです。どの馬が勝つかということについては、将来を予想してやっているにすぎないけれども、その人なりの根拠があるわけです。もっと基本的な事項として、テラ銭がどれくらいか、それから期待値がどれくらいかということの説明される必要があると、東京地裁判決は言っているのだと思います。

○岸田　ありがとうございました。1つだけ追加の質問です。例えばいろいろなマイナス要因があるのですが、例えば信用リスク、金利リスクとかありますが、いろいろデリバティブ計算の中の数値というのは、すべて過去の数値を入れていきますね。それで、過去がそのまま将来にも行くと考えて計算するわけですから、そういう意味では、全く偶然の将来予測問題なので、広く言えばやはり賭博であると言えるのかなと思われませんかでしょうか。

○黒沼　少なくとも東京地裁判決については、理論価格は、将来に対する見通しを立てなくても、過去の数値から導くことができるといっているわけです。その分については、価格の予想ではなくて、金融工学となるわけですね。それから、さらに仕組債を購入する場合でも、日経平均が上がると思っているのか、下がっているのかについては、金融工学の話ではなくて、それだけで取引を行うものは賭博にすぎない、そういう話だと思います。

#### 【店頭デリバティブ取引の特徴と説明義務】

○森田　ちょっと難し過ぎてわからないのですが、この中で金利スワップとか、何とかデリバティブというようなものは、いわゆる店頭商品ですね。ところが、例えばマイカル債とかは、市場で

売られるから、目論見書もあるのでしょうか。そういうときは、商品説明は目論見書に書いてありますね、大体は。ところが、デリバティブ商品の場合は、勧誘する人が、うちのこの商品を買わないかと言って、この商品というのは自分のところでつくっているわけですね、まあ言わば。その目論見書も大抵ないのでしょうか。

そうだとすると、先ほどから黒沼先生が説明義務とおっしゃるけれども、商品説明自体が、マイカル債だったら目論見書か何かあると思うけれども、そういうのと店頭デリバティブ、スワップなどというのとはちょっと性質が違って、同じ次元で業者の説明云々というようなことになるのですかね。黒沼先生は、やはり店頭デリバティブなんかを中心にお考えなのですか。

○黒沼 きょう取り上げたのは、店頭デリバティブが中心です。金利スワップについては、これはデリバティブそのものですので、ディスクロージャー制度の適用がありませんで、目論見書などはありません。それに対して仕組債とかノックイン型投資信託というのは、形式的には有価証券を販売していますので、これは公募か私募かによって違ってきますけれども、目論見書はあります。

○森田 だから、その場合と金利スワップとは、やはりちょっと違う話なのですね。金利スワップというのは、個別対応と違うのですか。

○黒沼 業者によって、また顧客によって違うというのは、そのとおりです。

○山下 その金利スワップ、通貨スワップのときに、どういう説明というか文書が交付されるのか、そのあたりを説明してあげるといいと思いますが。

○黒沼 何らかの文書が交付されていることは間違いなのですからけれども、それは法律上規制されている文書ではなくて、任意に用いられている説明文書なのですね。地裁判決の中でも触れられているように、一定の事項を説明した文書を使って、さらに口頭で説明するというのが一般的だと思います。

○森田 そしたら、契約締結前文書のことで

か。

○黒沼 いえ、そういう法定の交付文書ではないと。

○山下 金商法上、契約締結前の文書の開示義務がありますが、それがあられるわけですか。

○黒沼 それはありますね。それは手数料のほうでお話ししましたように、契約締結前交付書面の交付は必要になると思われま。ただ、そこに全て記載されているわけではありませんで、記載事項は限られていますので、それ以外にシミュレーションの結果などを示した参考資料を用いているということだろうと思います。

○山下 というふうな前提です。

○森田 ですからね、勧誘した場面での話と、商品それ自体の説明とは性質もちょっと違うように思うのですけれどね。本当に難しい話でよくわかりません。(笑)

#### 【手数料の開示】

○飯田 レジュメ 14 ページの手数料の話ですけれども、金商業府令 81 条で、手数料等の計算方法等も含めて記載できない場合はその旨と理由を記載するという規定になっていますが、実務からの反応ということの説明の③のところ、企業秘密を理由としてよいのではないかというふうに読めることをおっしゃっている方がいらっしゃるようですが、それに対して黒沼先生も、店頭取引の場合は競争に不利に働くことは考えにくいのではないかとおっしゃっていて、その実務の議論の土俵に乗っておられるように読めます。けれども、金商業府令 81 条の解釈として、そもそも企業秘密を理由に手数料等を記載できないという理由を書くことを認めるという、そういうお立場なのかを教えていただきたいと思います。

○黒沼 ここは少し書きぶりに迷ったところですが、手数料を開示させるのは、顧客に対して、要するにコストの計算ができるようにすることを目的としているので、記載できない場合にその旨を記載するというのは、競争上の利益を保護する目的で定められているものではないと思



ます。

ですから、この③の見解に対しては、そもそも競争上の利益は問題にすべきではないとしたほうがよかったですけれども、相手の言い分に乗ったとしても、こういう反論ができるのではないかと報告では申し上げました。

○飯田 よくわかりました。

#### 【デリバティブの時価の説明義務】

○加藤 今回の飯田先生のご指摘と少し関連するのですが、黒沼先生のご報告では、契約締結時におけるデリバティブの時価のようなものも説明義務の対象に加えたほうがよいのではないかとのご趣旨だったと思います。その際に、金融機関側が算定した時価そのものの額で足りるとお考えなのか、それともどういった数値を使って、どういった数式で時価を算定したのかということまで開示しなければいけないとのご主張なのかというのが質問です。

14ページの③のような企業秘密かどうかという問題は、恐らく、評価の手法とか評価の際に用いた予測値の開示までが、金商法の行為規制として要求されるということが前提とされているような気がします。

○黒沼 難しい問題なのですが、私自身は、時価そのものを説明すれば足りると思っています。その評価方法を説明させるメリットは、時価の計算についてうそをついていないかどうかを確かめるという点にあるのですが、確かに、確かめる機会があったほうがいいかもしれないのですが、とりあえず投資者にとっては、金融工学上正当な方法で計算した時価が開示されていれば足りると思います。

東京地裁の判決は、顧客に金融工学を理解させなければいけないというところまで踏み込んでるように読めて、その部分は行き過ぎだと思っています。

○小出 黒沼先生のレジュメの説明義務のところ、金利スワップ取引の話と、それから仕組債・ノックイン型投資信託を分けて議論されているよ

うですが、そこで確認したいのですけれども、これを分けられているというのは、黒沼先生としては、商品性によって説明義務はやはり異なるというふうに考えていらっしゃるのか、それとも両方ともデリバティブ取引というものの一種ですから、ご自身としては、共通の説明義務、あるいは説明すべき対象というものがあるとお考えなのかということですか。

さらに、定量的なリスクについて説明すべき義務があるというふうにお考えなのかというふうに感じたので、もう一つ質問ですが、リスクを定量的に把握するということに、金利スワップのほうですと、例えば中途解約の清算金の金額とか、それからスワップの対象となっている固定金利の水準とかということが問題になっているようですが、しかし他方で、こちらの仕組債等のほうでは、例えばノックインの発生確率、つまり投資家の期待値というものが問題となっているように見えます。そうすると、例えば金利スワップのほうでも、たとえばスワップの対象となっている固定金利を変動金利を超えるような確率とか、投資家がリスクを把握するために必要な期待値のような情報について、仕組債等の場合と同様に説明が求められるというようなことはあるのでしょうか。

○黒沼 できるだけ商品類型に応じた説明業務を検討しようという方向で準備を始めたのですが、やってみた結果、要するに金利スワップの最高裁判決は、結論としては反対ではないのですけれども、金利スワップのような単純なデリバティブも、仕組債のようなものも、説明すべきものの基礎にあるものは、勧誘なのですね。それが、小出先生がむしろうまく説明して下さっているように、異なった形であらわれている。金利スワップ等については、それは金利差を見れば容易にわかるだろうから、具体的な説明義務違反はなかったと考えれば足りるというふうにあらわれているだけなのだろうと考えています。

ただ、金利スワップは最高裁判決が出ているわけですので、その判決の射程が他のデリバティブ

にも及ぶのだとなると、この判決は、デリバティブ賭博観に立って、デリバティブの時価評価の説明は要らないと言っているふうにも読めるので、ここで検討したものとは違った結論になってしまいます。そこで、最高裁判決の射程を考えていく上では、商品類型を個別に考えていかなければならないと思います。

○小出 ありがとうございます。これは裁判です。このように説明した、あるいはこういう風に説明されるべきだったという当事者の主張に対応して判決を書いているのだらうと思うのです。金利スワップの場合でも、例えば変動金利の動向、固定金利の動向、変動金利が固定金利を超えるような可能性とかを説明しろという主張がされていたとするなら、もしこういう説明をしなければいけないとすると、仕組債等についての説明義務に関する事例における判断とつながってくる可能性もあるかもしれません。するとやはり業者としては、結果的に何を説明しておけばよいのなかなか想定できないということが非常に多いのではないかなという気がします。定量的なリスクを説明せよというのは、一般論としてはなるほどと思うのですが、その定量的なリスクというのが一体何なのかというのは、売る側が厳密にそれを全て想定して説明するのはなかなか難しいのかなという気がしたのですけれども、そのあたりはいかがでしょうか。

○黒沼 投資者は何を求めてくるのかわからないというのは、そのとおりなのですが、信義則といえども、法律上の義務としてはやはり一定のものがあるはずで、ここで言っている説明義務というのは、投資者が求めなくても説明しなければならない、そういう義務なのですね。後で裁判なんかで、あることを言っていなかったから説明義務違反だと主張されている話です。投資者の説明の求めに応じて何か言った場合には、その言ったことが不備かどうかということが問題になると思います。

それで、金利スワップについて言うと、後の仕組債の説明義務の対象に相当するものは、過去の

金利のボラティリティとか、そういうことが問題になるのですけれども、将来金利が上がるかどうかというのは、仕組債等の参照指標が上がるかどうかということの情報ですので、それは説明義務の対象になっていないと思います。

#### 【解約清算金の説明義務】

○前田 レジュメ7ページ、金利スワップ取引に関する最高裁判決を検討されたところで、中途解約時における清算金の算定方法が説明義務の対象になるかどうかという問題について、黒沼先生は、試算額を説明できるのであれば説明義務の対象とすべきだというお考えを示されました。ただ、中途解約の場合の清算金の算定方法というような情報は、ほとんどの投資家にとっては必要のない情報だと思うのです。本日のご報告で説明義務の対象となるかどうかを検討された事項のほとんどのものは、どの投資者の投資判断にとっても、程度の差はあれ役に立つ情報であると言えると思うのですが、清算金の算定方法のように、ほとんどの投資家にとっては不要な情報であるという、そういう要素は、説明義務の有無の判断には影響してこないのでしょうか。

例えば、特に中途解約を考えているような投資者についてだけ必要な情報だということであれば、投資者のほうから質問をさせるべき事項であって、質問があったときに初めて説明すればいいというような考え方もあり得るように思うのです。こういう、特定の投資者にとってのみ有用な情報であるというような要素は、どう位置づければいいのでしょうか。

○黒沼 ほとんどの投資家にとって重要でない情報は、私も説明義務の対象にはならないと思います。ただ、金利スワップも含めて、デリバティブの解約清算金については、原則として解約できないから、ほとんどの投資家にとって重要でない情報なのかというと、私は少し疑問に思っています。レジュメの中で見方を書いておきましたけれども、解約権を与えると金販法上の説明義務の対象になってしまうから解約権を与えていないだけ

であって、実際には、中途解約には応じるのがほとんどじゃないかと思います。それから、あとは期間にもよりますけれども、例えば30年のような非常に長期の契約を締結することがあって、これは中途解約を幾らでもやれるということが前提になっているのではないかとされるものもあります。

ですから、一般論としては、前田先生のお考えに賛成なのですけれども、実際によく行われている店頭デリバティブ取引の解約清算金については、やはり多くの投資家にとって、最初に契約を締結するときに知っておくべき情報だと思っています。

○前田 ありがとうございます。

#### 【金融機関の利益相反関係と説明義務】

○片木 金利スワップとか一部の発行体が出しているようなストライク条項付きの金融債などには、その金融機関とか発行体の持っている金利あるいは為替上のリスクを転嫁するような意味を持つものもあるのではないかと思います。そういう金融機関ないしは発行体の側からそういう金融商品あるいは仕組債を出す動機みたいなものは、金融商品それ自体の価値とは関係がないということから、開示の対象にならないという理解になるのでしょうか。

○黒沼 難しくよくわからないというのが正直なところですが、要するに金融機関や発行体の側がリスクヘッジをしていると、そういうことで

○片木 はい。

○黒沼 しかし、その相手方となる投資家にとっては、その目的自体は金融商品の価値には関係がない。そういうときに、その目的とか動機が開示の説明義務の対象になるかということですね。

○森田 利益相反みたいなものですね。自分のところで商品をつくって売ることだから、そういう利益相反的なものもあって、単なる業者の説明義務じゃなくて、商品を作成した側の義務が、何か顧客との利益相反みたいなものもあり得るのだと思うのですが、そのときの説明義務と一

般に売り出されている商品の説明義務とは、ちょっと質的に販売する人が負うべき義務の内容に差があるという感じが私もしていますけれども。

○黒沼 片木先生はどうお考えですか。(笑)

○片木 わからないから質問しているのですが(笑)、金融機関の金利スワップなんかでは、一部そういうふうな、いわば自分のポジション調整みたいなどころもあるのではないかと思いますので、今言われたとおり、一種の利益相反との関係で言うと、それは自己のポジションみたいなものを開示する必要があるのかということになるのかもしれない。ただ、そこまで本当に要求できるかと言われると、ちょっと難しいだろうなあという、少なくとも顧客への金融商品の勧誘における説明義務として、そこまで開示することを要求できるかどうかと言われると、難しいのかもしれないなというのは思います。

ただ、今申しましたように、一種の利益相反との関係ではどこまで考えていいのかというのが別に考慮が必要なのかもしれないということです。

○黒沼 それは、取引相手との間で何らかの信認関係が生じるので、信認関係上発生する説明義務のようなものを考えるということですか。

○片木 そうですね。今回の一連の説明義務のほとんどは、そういうどちらかという信義則上の義務を前提としたものですね。

○黒沼 信義則というのと、相手方に対する忠実義務があるかどうかとはまた少しレベルが違ってくる問題だと思うのですけれども、利益相反関係がある場合には、強められた説明義務が発生する可能性があるということですかね。理論上はそういう可能性はあると感じます。

○小出 今のお話がおもしろいなと思ったのですけれども、ただ、ちょっとよくわからないのが、金融機関側にリスクヘッジ目的があるとしても、それによって、顧客のほうに転嫁されるのは、結局売られた商品である金利スワップのリスクそのものなわけですね。それは、結局約定された固定金利を支払って変動金利を受け取るという取引のリスクであって、売る側の動機によって説明義務

が変わって、そうした目的を説明されたからといって、顧客の負うリスクに何か影響があるのかということ、よくわからないというところがあります。つまり、黒沼先生のご報告によれば、定量的なリスクの算定ができるような説明義務さえ履行されていれば、それで十分なのかなとも思われます。

もう一つは、利益相反関係があるということについては、利益相反的といえれば確かにそのとおりにかとも思うのですが、そうしますと、一般的に取引全てについて、当事者は自らが利益を得ることができるから取引に入るわけですから、何らかの意味で利益相反的な関係はあるわけで、たとえば通常の売買取引でも全てが利益相反の関係があるということになってしまいそうです。すると、そのような場合にも、両当事者間に特別な関係、たとえば英米法的な信認関係のような強い関係があって、それによって特別な説明義務が発生するまで考える必要があるのか、ちょっと私にはよくわからなかったのですが。感想です。

○松尾 売る側の態様によって売るもののリスクが変わらないというのはおっしゃるとおりかと思うのですが、ただ、どういう売り方をするかによって、売り手の利益の構造は変わるように思うのです。単純に反対売買を市場ですぐにやるのだと、これは仲介したのとほぼ同じようなことになると思いますし、現物を持っていて、そのリスクヘッジをやっているであれば、またそれは違うと思います。さらに、真っ向勝負で反対ポジションを持ったままという場合も、利益の構造は違うように思うので、そうすると、手数料の開示との関係ではどう考えかたらしいのかなと思うのです。

現物を持っていて、そのリスクヘッジの目的で売っているという場合は、自分が持っている株式を大量推奨販売でやっているときと似ていると言えば似ているので、ある種の特別な規制があってもいいのかもしれないなと思うのですが、それはちょっと、どこまで一緒にどこまで違うかというのは自信がないです。ただ、利益の構造が違うので、手数料の開示の方には何か響いてこない

のかなという気はするのですが、いかがでしょうか。

○黒沼 いや、それも難しい問題で、そこまで開示させるということになると、それこそ手数料を算出することが難しい場合に該当することになりそうですね。

○松尾 ただ、きょう先生がおっしゃったように、時価と払い込み金額の差額は手数料だというときに……。

○黒沼 そう言ってしまうと簡単かと思ったのですが、問題は相手方のリスクヘッジの有無によって手数料が違ってくるといことになると、確かに違ってくるのですけれども、しかしそれは、投資者が把握すべき手数料の額として意味のある数字かということも、また問題になりそうな気がしますね。投資者としては同じものを買っているのだから、買ったものの価値以外のものを手数料と把握していれば足りる。

○松尾 ただ、業者に払うものが適正かどうかを判断するときに、あなたが負っているリスクは何ですか、それに見合う手数料ですかね、どうですかねということ判断させるという意味があるのだとすると、その払うものが適正かどうかを考える前提として、先方が負っているリスクというのは知らせてあげたほうがいいように思うのですが、それはやはり行き過ぎなのですかね。

○森田 難しい問題ですね。証券取引でも、ブローカー業務とディーリング業務をやるときに手数料は違うのかというような話だと思うのですが、

また、商品特性として、非常にハイリスクの商品で専門性が高いことと、年限が何十年というようなものもあり、若干激しいところがありますね。その激しいところといえばノックインもそうですよね。僕もあれはいくら言われてもわからないけれども、ノックインが本来商品として必然性があるものなのか、単なる博打性でやっているのか。例えばノックイン条項は、こういうふうには必然性があるのですというふうには説明はなっているのか。どうなのですかね。

○黒沼 高い利率のクーポンを維持するために、ノックインが生じた場合に元本を削減するという仕組みになって……。

○森田 これは経済理論としてもしょうがないということですか。

○黒沼 ノックイン自体は、金販法の説明義務の対象に該当します。ただ、ノックインの確率ほどのぐらいかというのは、恐らく金販法上の説明義務の対象になっていないので、信義則上の説明義務の対象になるかということがまさに問題になっていて、大部分の裁判例は、対象になると考えていないようです。それで、きょう紹介した東京地裁の判決は、特異な判断だと見られているのだと思います。

○加藤 松尾先生のおっしゃったこととほぼ重なるのですけれども、金利スワップの場合は、これは小出先生が既におっしゃっているわけですが、金利スワップが成立するのは結局、将来の金利について当事者間で予想が異なるからなので、一方が利益を得る場合には他方は損を被るという意味では、必ず両者の利益は対立することになります。ただ、金融機関は、顧客とスワップ契約を締結した後、必ず市場でヘッジ取引をしますので、事実上、仲介者の役割を果たしているにすぎない場合が多く、通常、利益相反的要素はないのだと思います。そのようなヘッジ取引をしていない場合だと、片木先生のご指摘のような懸念ももつともであるように思います。そうすると、金融機関がヘッジ取引をするかどうかということさえ開示されていれば、顧客は金融機関がブローカーとして行動したのか、ディーラーとして行動したのかを分かることができる気もするのです。このような情報は、顧客が金融機関から要求される手数料の額の妥当性を判断する際には有用であると思います。

#### 【理論価格の説明の意義】

○船津 最初の岸田先生のお話とちょっと重なってくるかもしれませんが、説明義務の中で、デリバティブの時価評価であるとかノックイン確率

といったようなものもある程度説明をしなければいけないのではないかというお話ではなかったかというふうに理解をしたのですが、例えば理論値といったものというのは、説明することによってどういう意味のある情報なのかというのがもう一つよくわかりません。デリバティブの時価評価しましたと言っても、別にそれでその日にその値段でリターンがもらえるというわけではない、そういうものだとして理解しておるのですけれども、そういうものを説明してもらうということにどういう意味があるのでしょうか。

○黒沼 店頭デリバティブ取引をする者は、リスクヘッジ目的か投機目的なわけですが、金利スワップ取引の高裁判決が言っているように、リスクヘッジ目的の場合に、いわばデリバティブの理論価格がわかれば、どの程度まで変動金利があるときにリスクヘッジの意味が出てくるかというその効果がわかるわけですね。それから仕組債で言うと、償還元本の期待値がわかれば、これは要するに、償還元本が全額償還される確率がどれぐらいかということがわかるわけですから、やはりこれは、顧客が、日経平均が上がると思っているか、下がると思っているかといった相場観があるとしても、その相場観をもって仕組債を購入することがよい取引かどうかということの参考資料にはなるのではないかと思います。

投機目的で行われる場合であっても、その前提として理論価格があれば、取引をするか否かについての参考にはなると思います。

○船津 今のお話ですと、将来の見込みを示しているという、将来の情報だというふうに理解をしたのですが、それでいいのでしょうか。

○黒沼 いや、そうではないです。将来の見込みは自分で調べて考えればいいと。その元手になる部分の価値がどのくらいかということの意味しているのです。

○船津 償還元本の期待値というものには、それは将来の見込みというのは含まれないのでしょうか。必然的に将来の予測を織り込んだのではないかと。

○黒沼 期待値ですから、平均的な見込みは含まれるということですね。

○船津 そうだとして、例えば単純に株式でも理論値が出るというふうに言われていて、それが例えば DCF なのか何なのかわかりませんが、将来的にはひょっとしたらその理論値に収斂するだろうというふうに考える、ファンナイス的にはそうなのではないかというふうになった場合に、株式の理論値まで説明せよという話にはならないのでしょうか。

○黒沼 オプション特有の理論値の議論がありまして、オプションの場合には、ボラティリティがあるので、そこから価値が出てくるわけですね。それと株式について言われている DCF 法とは少し意味が違っているのではないかと思います。ですから、株式の取引で DCF 法による理論価格を説明せよということには、直接的には繋がらないと思っているのですが。

○山下 一般の金融商品で取引所で取引されているものを提供する場合にはそのような説明義務はないということですね。これに対してきょうのお話で、デリバティブについてはそういうものがあるだろうということで、その、なぜデリバティブについてはそういう解釈をされるのか、説明義務が生ずるかというあたりはいかがでしょうか。

○黒沼 上場された有価証券については、その理論価格よりも市場価格が投資判断上、重視されるので、市場価格があるから、加えて理論価格を説明する必要はないということになるかもしれません。店頭で非上場の株式を勧誘する場合には、その株式についての何らかの方法で、先ほどの DCF 法はその一つかもしれませんが、理論価格を算出して、説明すべしとされる可能性はあると思います。

店頭デリバティブについては、そういった市場価格がありませんので、そのことも理論価格の説明義務を補強すると考えられますね。

○山下 前回のドイツの判例を紹介しましたが、ドイツの判決でははっきり言っていなかったのですが、学説で言っているのは、やはり一方で複雑

でリスクが高いということとともに、市場があまりはっきりしないということの両面を挙げているので、そのあたりが一般の金融商品と区別する一つの境目なのかという気はするのですが、具体的には境目がどこなのかというのは、私もよくわからないところですね。

#### 【適合性の原則との関係】

○伊藤 8 ページから 9 ページにかけてお書きになっている平成 25 年の最高裁の判決についての黒沼先生の評価ですけれども、一方で 8 ページのほうでは、これはヘッジ目的で取引が行われていることは両当事者には明らかだったのだから、そこからすると、金利上昇のリスクをヘッジする機能を有しているかどうかは説明義務の対象になるとまずおっしゃっていて、他方で 9 ページのほうで、でも本件の場合、結局はそういうことはたやすく計算できることなのだから、改めて説明するまでもなく、結論としては説明義務違反なしと考えてよいというふうに書かれています。私としては、むしろ 8 ページで書かれている前半の話をもっと重視すべきなのではないかと思いました。

どうしてかといいますと、ぱっとこの事案を見て感じたことは、そもそもこの商品はリスクヘッジになっているのかということです。この商品、結局、もともと X が有していた変動金利が上がっていくとコストがふえるというリスクを、この商品によって変動金利が低下すると調達コストが割高になるというリスクに、言ってみれば逆方向に転換させているだけで、X が本来求めていたような状態とは明らかに違うと思います。X が本来求めているような、変動金利がこれ以上上がっていくとコストがふえて大変だから、そこだけヘッジしたいということにマッチした商品がないのであれば、ないと言うべきですし、少なくとも X に別のリスクを負わせるような別の商品を提案しているのであれば、ちゃんと説明をもっとすべきではないのでしょうか。ちょっとざっくりし過ぎているかもしれないのですけれど。

○黒沼 ご意見として承っておきます。(笑)

一点だけ、私の言いたいことを明らかにする説明をさせていただきたいのですが、金利差は明確になっているので、説明義務違反はないということと、ヘッジの機能があるかどうか説明義務の対象になるということの関係ですが、この事案では、簡単に言うと、変動金利が2.445%よりも高くなるとリスクヘッジの効果が生じないので、ですから、そのことを説明しなければならないと高裁は言っているわけです。ただ、それを、高裁判決は、固定金利が妥当な範囲にあるかどうかということの説明しなければならないと表現しています。言い換えれば、固定金利が妥当でないと云わなければならないと読めるのですが、そこまでは強く読む必要はなくて、今言ったようなことさえわかればよいと思います。そのことは計算するまでもなくわかったであろうから、結論としては最高裁判決に賛成だと申しました。

ただ、狭義の適合性の原則からすると、さっきおっしゃったような問題はあるかなと思います。顧客の契約目的に照らして適合する商品であったかという、狭義の適合性の原則に適合しない商品を勧誘しているという点についても検討する余地のある事例だと思います。

○北村 8ページの②のスポットスタート型と先スタート型の選択の判断基準のところについてお伺いします。「Xが当面変動金利の上昇はないと考えており、それをYが知っていたのであれば、契約締結の目的に照らして……Yの勧誘は適合性の原則に違反する疑いがある」という箇所ですが、Xの契約締結の目的は金利についてのリスクヘッジですね。ここでは、Xが当面金利ヘッジ上昇はないと考えており、Yもそれを知っていたから、Yに適合性原則違反の疑いがあるのご説明だったと思いますが、Yが知っていることと「契約締結の目的に照らして」という部分のつながりがよくわかりません。ここで黒沼先生は、結論として、1年後にスポットスタート型の金利スワップ取引を開始するよう勧誘すべきだったとおっしゃいました。そうすると、1年先スタート型の金利スワップ取引をする人の思惑というのはどういうもの

なのか、お教えいただきたいのですが。

○黒沼 私もここは理解できていなくて、先スタート型をなぜ選択させるのか。先スタート型のほうが、固定金利が高くなるからなのか。きちっと理解していないところが原因なのですから、当面金利上昇がないと予想しているのであれば、今リスクヘッジをする必要はないので、1年先にもう一度契約を締結すればいいだけの話であって、そこで現在の勧誘は中止しておくべきだったのではないかと見ています。

○北村 では、今はよい商品がないということの説明すべきだったと理解すればよろしいのですね。

○黒沼 そうですね。

○小出 今の時点の市場金利水準をベースとして算定されたスワップの固定金利を、現時点で予約しておいて、しかし当面は金利上昇を予測していないので1年後にそれをスタートしたいということではないでしょうか。1年先に契約を締結すると、たとえば現時点より高い固定金利を提示されるかもしれないので。商品としてどこまで一般的なものはわかりませんが。

#### 【顧客の財産の状況に応じた説明とは】

○川口 きょう中心にお話しされた判決と違う、総論的な話でもよろしいでしょうか。

2ページのところで、平成18年の金販法の改正で説明義務についての規定が加わったというご説明があったのですが、金商法でも、契約締結前交付書面に関する説明義務で、いわゆる適合性の原則に照らした形で説明をなささいという規定が入りました。黒沼先生は、「顧客の財産の状況に照らした説明の方法・程度？」と書かれているのですが、その趣旨をお聞かせください。

本日、話がありましたように、説明すべき内容は、基本的に、取引の仕組みとか、それに関する情報を相手に伝えなさいということですが、このように、説明義務は、情報に格差があるというときに、それを埋めるための方法です。しかし、財産については、別に説明しても増加はしないわけで

すよね。(笑) そういう意味では、一体財産の状況に照らした説明というのは、どういうことを意味しているのかと思うのです。たとえば、年金生活をしている人が、リスクの高い商品に投資してしまうと全部財産を失ってしまうということが問題になります。しかし、それは適合性の原則の適用で、そのような人に勧誘してはいけないというのはわかるのですけれども、説明をするという段階で、一体何を説明したらよいのでしょうかね。「あなたはお金がありませんが、これはリスクの高い商品なので、全財産を失う可能性がありますよ」といった、後見的な意味で、このような規定が入っているという程度のものでしょうか。

それともう一つ、「経験」についても、実は説明しても増えないわけですね。経験は知識と深く関係していて、経験の浅い者は知識がないとも言えますが、そうすると、「知識」だけでもいいように思えます。いわゆる「適合性の原則」の考え方をそのまま説明義務に応用し、4つの要素全部を規定に盛り込んだことに無理があるのではないのでしょうか。本論とは違った質問で恐縮ですが、せっかくの機会ですので、黒沼先生のご意見を伺わせていただければ幸いです。

○黒沼 私も川口先生のご意見と同じでありまして、財産の状況が違うからといって、説明の方法や程度が違うとは思わないですね。

経験については、顧客の知識と同じようなものですから、顧客に経験があれば、説明の方法及び程度は、低いものであっても、説明義務を果たしたことになるかなあとと思います。

この規定は、証券取引法の規定と判例を参照して、それと同じ文言を用いてつくられたものですので、いわば要らないものまで入ってしまったということではないかと思えます。それまでの信義則上の説明義務については、経験とか知識や判断能力に応じて説明をしなければならないと言われていましたけれども、財産の状況に応じてとは、裁判官は言っていないのですね。

○川口 ありがとうございます。

○山下 よろしいでしょうか。ほかにいかがでしょうか。

それでは、定刻になりましたので、本日の研究会は以上とさせていただきます。黒沼先生、ありがとうございました。

次回以降のことですが、正確なところは事務局から近く連絡をしていただきますが、来年の開催については、例年と違いまして、諸般の事情で1月と2月は休会ということにさせていただきたいと思えます。それで、今回は3月28日となりまして、この会は、東京の松井先生に英国のお話をさせていただきます。その次は4月25日で、この会は東京の加藤先生に米国のお話をさせていただきます。

それでは、本日はこれで終了いたします。ありがとうございました。



デリバティブ取引の勧誘規制【日本】

2013年12月27日 JPX 金商法研究会  
早稲田大学 黒沼悦郎

## I 規制の枠組み

### 1 信義則上の説明義務

#### 説明義務の根拠

- ①証券会社と投資者との間に情報の格差があること、
- ②一般の投資者は、専門家である証券会社の提供する情報や助言等に依拠して投資を行っていること、
- ③証券会社は、一般の投資者を取引に勧誘することで利益を得ていること  
(大阪高判平成9年5月30日判時1619号78頁等)。

**説明の対象**：取引の仕組み(商品の概要)、リスク

**説明の内容・程度**：個々の投資家の投資経験、投資に関する知識や判断能力等に応じて異なる(大阪地判平成6年3月30日判タ855号220頁等)。

### 2 適合性の原則

**証券取引法43条1号**：証券会社が、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとならないように業務を営まなければならない。

**最判平成17・7・14民集59巻6号1323頁**：

「証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為上も違法となると解するのが相当である」

「不法行為の成否に関し、顧客の適合性を判断するに当たっては、単にオプションの売り取引という取引類型における一般的抽象的なリスクのみを考慮するのではなく、当該オプションの基礎商品が何か、当該オプションは上場商品とされているかどうかなどの具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要がある」

### 3 金融商品販売法上の説明義務

- ①市場リスク・信用リスクによって元本欠損が生じるおそれがあること、
- ②販売対象権利の権利行使期間の制限、契約解除期間の制限について、説明しなければならない(金販3条1項)。

## 平成18年改正：

- ③市場リスク・信用リスクによって当初元本を上回る損失が生じるおそれがあること、
- ④取引の仕組みのうち重要な部分(金販法3条1項)  
→ 「取引の仕組み」(金販法3条5項)

金融商品の内容を構成する権利・義務以外の投資判断上、重要な情報の説明義務は、金販法3条1項からは導かれない。

・3条1項の説明は、顧客の知識、経験、財産の状況及び契約締結目的に照らして、当該顧客に理解するために必要な方法及び程度によらなければならない(金販法3条2項)。

- 一 顧客の財産の状況に照らした説明の方法・程度？
- ・3条1項の説明義務は、「特定顧客」には適用されない(金販法3条7項1号)。

## 4 行政規制

**平成18年改正**：「金融商品取引契約を締結する目的」を追加(金商法40条1号)

・金融商品取引業者等の契約締結前書面の交付義務(金商法37条の3)。  
顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解するために必要な方法及び程度による説明をすることなく、金融商品取引契約を締結する行為を禁止(金商法38条7号、金商業府令117条1項1号)。

→ 特定投資家との関係では適用がない(金商法45条1号2号)。

→ 判例法上の不法行為責任に影響するか？

cf. 原告が特定投資家であるとの主張を金融機関がしている例は見当たらなかった。

## II 紛争事例の概要

### 1 商品類型

金利スワップ / 通貨オプション / 仕組債 / ノックイン型投資信託

### 【仕組債】

特定の発行者が発行する債券への投資を行い、当初は高いクーポンが支払われ、元本の償還については、**参照指標**を定め、観察期間の参照指標が一度でも**ノックイン価格**(**ワンタッチ水準**とも呼ばれる)を下回らなかった場合には、元本全額が償還されるものの、参照指標が一度でもこれを下回った場合には、観測期間末日までの参照指標の変化率に依

- ← 適合性原則違反の不法行為が問題なく成立する。  
購入の決断についての原告の過失を捉えて過失相殺を行うことは不当。

【東京地判平成22・9・30 金法1939号114頁】

投資経験・投資についての知識がほとんどなく、積極的な投資意向を有していなかった70歳の女性に対し、数億の現金を含む相続財産の運用のために、銀行の従業員が、ノックイン型の投資信託を勧誘した行為が適合性の原則に著しく違反したものであった。説明義務の違反も認定しているが、過失相殺はなし。

【東京高判平成23・11・9 金法1939号106頁】

原告がいわゆる富裕層に属する者であること、過去に立銀行から元本割れの危険性のある投資信託商品を含め1億円購入しており、本件債券購入後も元本割れが生じるリスクがある円定期預金をした経験を有することから、適用性原則の違反はない。

【東京地判平成23・8・2 金法1951号162頁】

会社勤め等の社会経験がなく、もっぱら専業主婦として生活してきた80歳の女性に対し、銀行の従業員がノックイン型投資信託を販売した事例において、判決は、原告の知識、能力等に照らせば、自らの責任で投資判断が可能なら程度にまで本件投資信託を理解し、その高リスク性を認識したうえでこれを購入したと評価することはできない。

本件投資信託を自ら選択したこと、同居家族に相談する機会が十分にあったこと、別のノックイン型投資信託が早期償還されて一定の利益を得たために、更なる利益を求めて本件投資信託の購入に踏み切ったこと、3年間ノックインがないだろうと安易に考えていたことから、8割の過失相殺をした。

- ← 契約締結過程における原告の過失を斟酌することは妥当でない。  
別のノックイン型投資信託を購入しており、当該投資信託の早期償還による利益を本件投資信託の購入費に当てたことをもって、適合性を肯定する余地もあった。

顧客が法人の事例で適合性原則の違反を認められたものは、なかった。

3 デリバティブ取引への適合性に関する一般論

【広島地判平成23・7・14 金判1398号43頁】

日経平均株価を参照指標とするノックイン型投資信託（レバレッジなし）：日経平均株価は新聞やテレビでも容易に得られる情報であり、投資家のための情報環境が整備されていること、信用取引のように投資金額以上の損害を被る危険性ないことから、当該商品について一般投資家の適合性を否定すべきではない。

て償還額が減額されるもの。  
元本の毀損率：参照指標の変動率をそのまま用いるもの、変化率の数倍のレバレッジノックイン型投資信託：分配金の額が運用成績によって変動するほかは、基本的な構造は仕組債と同じ

参照指標：日経平均株価、複数の株価指標、特定銘柄の株価、複数銘柄の株価、為替等  
早期償還条件：一定期間経過後の参照指標が一定水準以上の場合、元本で償還。

2 顧客属性

金利スワップ：中堅企業ないし中小企業  
通貨スワップ：海外取引のある企業、学校法人  
仕組債・ノックイン型投資信託：個人（富裕層個人、高齢者、比較的多額の預貯金のある個人等）

3 請求の根拠

裁判所：まず、適合性原則の違反の有無を判断し、適合性原則の違反がない場合には、説明義務違反の有無を判断する。  
錯誤無効の主張が認められた例（大阪高判平成22・10・12 金法1933号114頁）

III 適合性原則の違反

1 判例の動向

適合性原則の違反を認めた事例はきわめて少ない。参考資料中、適合性原則の違反が主張された事例のうち、違反を否定したもの20件（上下番を含む。以下同じ）、違反を肯定したものが3件あり、肯定例はいずれもノックイン型投資信託の事例である。否定例の20件のうち説明義務の違反を肯定したものが7件、肯定例の3件のうち説明義務の違反も肯定しているものが2件あった。

2 適合性原則の違反を認めた事例

【大阪地判平成22・8・26 金法1907号101頁】

79歳の専業主婦で子供の経営する会社の名目的取締役であり、投資経験がほとんどなく、元本を重視する慎重な投資意向を有していた原告に対し、銀行の従業員が、ノックイン型投資信託を勧誘した行為が、適合性の原則から著しく逸脱した勧誘行為であった。説明義務の違反も認定し、原告は、ワンタッチ水準には達しないであろうと根拠もなく思ったことにより本件各投資信託の購入を決定していることに一定の落ち度がある（2割の過失相殺）。

## 【広島高判平成24・6・14 金判1398号32頁】

本件商品の内容は比較的単純であり、日経平均株価が0円に近付く可能性は考え難いので、償還元本が0円に近付くような大きな損失を被る可能性まではない（一般投資家への適格性を肯定）。

→本件商品の特性（リスクの低さ）に着目した判断

ノックイン型投資信託は、参照指標の変動のみを検討すれば投資が可能であるとの理解に立っているが、投資判断資料を得ることが実は難しいことを考慮すると、当該商品に對する一般投資家の適合性を肯定すべきなのか、検討の余地がある。

## IV 説明義務の違反

## 1 判例の動向

金利スワップ：7件中2件

通貨オプション：3件中0件

仕組債・ノックイン型投資信託：18件中9件で、説明義務の違反が認定されている。

## 2 金利スワップ取引

## (1) 最一小判平成25・3・8 金判1419号10頁⑩事件

【事案の概要】

株式会社Xは、A銀行等から主として変動金利で借り入れを行っていたところ、Y銀行のBから金利が上昇した際のリスクヘッジのための商品として本件取引を提案され、A銀行との間で、想定元本を3億円とし、6年間、XからYへ年2.445%の固定金利を3か月ごとに支払い、YからXへ3か月TIBORを支払う旨の金利スワップ契約を締結した（本件取引）。

契約締結に際して、Bは、Xの代表取締役Cに対し、提案書を交付して、本件取引の仕組み等について説明した。本件提案書には、金利スワップ取引の概要、変動金利の推移によって金利スワップの損益がプラスにもマイナスにもなる旨、現在、3か月TIBORが年0.09%であり、短期プライムレートを年1.37%である旨、および損益シミュレーションが記載されていた。さらに、提案書には、本金利スワップ取引のメリットとして、変動金利が上昇した場合に調達コストが割安となる旨、デメリットとして、変動金利が低下した場合に調達コストが割高となる旨が記載され、契約後の中途解約が原則としてできず、Yの承諾を得て中途解約する場合には、解約時の市場実勢を基準としてY所定の方法により算出した金額をYに支払うべき旨が記載されていた。

本取引には、契約締結と同時に取引が始まるスポットスタート型と、契約締結から一定期間経過後の取引が始まる先スタート型とがあったが、Cは1年先スタート型を選択した。Xは、契約期間開始1年3か月で合計883万355円をYに支払った。Xは、Yに説明義務

5

違反があったとして、債務不履行ないし不法行為等に基づき損害賠償を請求した。

【福岡地大卒田支判平成20・6・24 金判1369号38頁】：請求棄却。

【福岡高判平成23・4・27⑩金判1369号25頁】

①中途解約の場合の清算金の具体的算定方法ないし概算額について、説明がなく、顧客が契約を履行すべきか解約の申し入れをすべきかという解約制限に基づくリスクを評価して契約締結の可否を決定する判断材料が与えられていなかった。

②スポットスタート型と先スタート型のいずれれを選択すべきかの判断材料が与えられていなかった。

③リスクヘッジ機能の効果の判断に必須な、スワップ対象の金利同士の価値均衡の観点からみた固定金利水準についての説明がされていなかった。

説明義務の違反があり、契約は信義則に反して無効であった。

【判旨】破棄自判

本件取引は、将来の金利変動の予測が当たるか否かのみによって結果の有利不利が左右されるものであって、その基本的な構造ないし原理自体は単純で、すくなくとも企業経営者であれば、その理解は一般に困難なものではなく、当該企業に対して契約締結のリスクを負わせることに何ら問題のないものである。Yは、Xに対し、本件取引の基本的な仕組や、契約上設定された変動金利及び固定金利について説明をすることにも、変動金利が一定の利率を上回らなければ、融資における金利の支払よりも多額の金利を支払うリスクがある旨を説明したのであり、基本的に説明義務を尽くしたものと見て、説明がなされたことと、原告は、Xが上記①～⑩の事項について説明しなかったことを問題とする。しかしながら、本件提案書には、本件契約がYの承諾なしに中途解約をすることができないものであることに加え、Yの承諾を得て中途解約をする場合にはXが清算金の支払義務を負う可能性があることが明示されていたのであるから、Yに、それ以上に、清算金の具体的な算定方法について説明すべき義務があったとはいえない。また、Yは、Xに対し、先スタート型とスポットスタート型の2種類の金利スワップ取引について、その内容を説明し、Xは、自ら、当面変動金利の上昇はないと考えて、1年先スタート型の金利スワップ取引を選択したのであるから、Yに、それ以上に、先スタート型とスポットスタート型の利害得失について説明すべき義務があったともいえない。さらに、本件取引は上記のような単純な仕組のものであって、本件契約における固定金利の水準が妥当な範囲にあるか否かというような事柄は、Xの自己責任に属すべきものであり、YがXに対しこれを説明すべき義務があったものとはいえない。

【最一小判平成25・3・26 日金判1419号10頁⑩事件】

同じYと別の法人顧客との間の金利スワップ取引が問題となったもので、契約の時期、

6

想定元本の額、固定金利の水準が、①と若干異なるものの、同じ性質の金利スワップ取引

【福岡地大卒田支判平成20・11・21 金判1419号28頁】：請求棄却

【福岡高判平成23・4・27② 金判1419号17頁】

①事件二審判決と同様の判示により、損害賠償請求の一部を認容（契約を無効とする判断はしていない）。

【判旨】最高裁第一小法廷とほぼ同じ判示をして、説明義務の違反はなかつたとした。

## (2) 判決に対する学説の評価とその検討

### ① 清算金の具体的算定方法ないし概算の説明義務の有無

- ・取引期間中のいずれかの時期に例外的に生じる可能性があるに過ぎない中途解約時における清算金算定の具体的説明を求めることは、金融機関側に不可能を強いるに等しい。
- ・スワップ取引は期間中途解約されることなく継続するのが大原則である（吉川）<sup>1</sup>。

- ← 清算金の算定方法や概算額を示すことは不可能なのか？
- ・解約清算金の計算方法を詳細に説明する必要はない（福島）<sup>2</sup>。  
平成22年改正の金融庁の監督指針<sup>3</sup>：  
「当該デリバティブ取引を中途解約する場合にはその旨及び解約清算金の内容（金融指標等の水準等に関する最悪のシナリオを想定した解約清算金の試算額及び当該試算額を超える額となる可能性がある場合にはその旨を含む。）について、顧客が理解できるように説明しているか」  
→ 「解約清算金の内容」については、金利、為替、ボラティリティなどの最近数年で最大の変化を示した数字等で試算して説明する義務がある（福島）。

- ← 解約清算金の試算額を説明できるのであれば計算方法の説明も可能ではないか？
- ・店頭デリバティブ取引の契約締結後の中途解約ができないと説明する金商業者が多いのは、時価変動リスクの説明の煩雑さやそのために生じ得る紛争を避けるためだと考えられ、一概に責めるべきものではない（福島）<sup>4</sup>。
- ← 中途解約権を顧客に与えると、解約権は金販法3条5項にいう「取引の仕組み」に該当し、解約権の具体的内容の金販法上の説明義務が生ずるのを避けるために、中途解約ができないとされている？

<sup>1</sup> 吉川純「最近の裁判例からみる適合性原則と説明義務」商事2002号34頁（2013）。  
<sup>2</sup> 福島良治「店頭デリバティブ取引を取り巻く近時の変化と法務的論点—解約清算金に関する説明義務まわ—」金法1961号59頁（2013）。  
<sup>3</sup> 主要行向けの総合的な監督指針III-3-1-2(2)①イbなど。  
<sup>4</sup> 福島・金法1961号58-59頁。

## ② スポットスタート型と先スタート型の選択の判断資料

- ・Xが自らの判断で選択したことは、説明義務の存否とは関係がない。
- ・Xが当変動金利の上昇はないと考えており、それをYが知っていたのであれば、契約締結の目的に照らして、Yは1年後にスポットスタート型の金利スワップ取引を開始するようXを勧誘すべきであり、Yの勧誘は適合性の原則に違反する疑いすらある。

## ③ スワップ対象の金利同士の価値均衡の観点からみた固定金利水準についての説明 （固定金利：年2.445%）－（契約締結時の変動金利：年0.09%）＝年2.355%

**高裁判決**：年利の差にYのコスト（Xの信用リスクを考慮した利率の引上げを含む）と利益が含まれていることを認めつつ、固定金利の水準が著しく高くなるとスワップ契約がヘッジとしての機能を果たせないことになるので、この点についての説明が必要

- ← 投資取引における契約自由の原則そのものの全面否定を意味する理論的基礎のうえに金融商品販売業者の説明義務を捉えたものであって、自由主義市場経済を否定するに等しい論理である（潮見）<sup>5</sup>。
- ・情報格差は正目的での情報提供義務・説明義務の枠組みをせばえは足りた（潮見）。
- ・ヘッジに対する実上の効果がでない等の経済判断は裁判になじまない（青木）<sup>6</sup>。
- ・固定金利の水準の妥当性についての説明を要求するならば、金融機関は通常の貸付けに關しても金利水準の妥当性につき説明義務を負うこととなりかねない（吉川）<sup>7</sup>。

（私見）

- ・原審が契約は信義則に反して無効であるとした点は、論拠を欠き不当。
- ・ヘッジ目的で本件取引が行われていることは両当事者に明らか
- 契約締結の目的は、説明義務を履行するうえで考慮すべき重要な要素  
→ 本件取引が金利上昇のリスクをヘッジする機能を有しているかどうかは説明義務の対象になる。
- ・最高裁が、本件契約における固定金利の水準が妥当な範囲にあるか否かというような事柄はXの自己責任に属すべきものであるから説明義務の対象でないと判示した点は、疑問。

<sup>5</sup> 潮見佳男「適合性の原則に対する違反を理由とする損害賠償—最高裁平成17年7月14日判決以降の下級審裁判例の動向」『民事判例V—2012年前期』14頁（2013）。

<sup>6</sup> 青木浩子「判批」ジュリ1440号116頁。

<sup>7</sup> 吉川・前掲34頁。

イン価格が基礎価格60%、クーポンが年率18.1%である別の仕組債について、参照対象株式の1年間のヒストリカル・ボラティリティを参照し、各銘柄間の相関を考慮した多次元対数正規分布モデルによるモンテカルロ・シミュレーション法を用いて、各銘柄のノックイン確率を算定し、これから償還元本の期待値が当初元本の24.10%に過ぎないことを示した。

判決は、本件仕組債は、ノックイン価格が基礎価格の55%とされているから、ノックイン確率は、上記の仕組債よりある程度小さいと考えられるが、各銘柄の1年間のヒストリカル・ボラティリティが相当高いこと、ノックイン確率はボラティリティと相関すること、本件仕組債も想定元本を実際の債券元本の10倍として10倍のレバレッジ効果をもって年率13.5%の高いクーポンを付していること、実質的なオプション件介取引によりYないし発行体が得る手数料相当の収入の割合はいずれの仕組債もそれほど変わらないと考えられることから、本件仕組債においても、ノックイン確率は上記仕組債とそれほど変わらないこと、相当高い確率が見込まれており、債券の償還元本の期待値は、相当低いと考えられるとした。

「オプション取引のリスクの特性及び大きさを金融工学の専門家として熟知している証券会社としては、オプション取引の経験がない一般投資家に対して、ノックインブットオプションの売り取引による損失のリスクを負担させる金融商品を勧誘するに当たっては、金融工学の常識に基づき、他の金融商品とは異なるオプション取引のリスクの特性及び大きさを十分に説明し、かつ、そのようなリスクの金融工学上の評価手法を理解させた上で、オプション取引によって契約時に直ちにしかも確定的に引き受けなければならない将来にわたる重大なリスクを適正に評価する基礎となる事実であるボラティリティ(株価変動率)、ノックイン確率ないし確率的に予想される元本取損の程度などについて、顧客が理解するに足りる具体的で分かりやすい説明をすべき信義則上の義務があるというべきである。」

上記事項を理解することは、その金融商品の元本取損が生ずるおそれを理解するために必要不可欠の要素といえるから、上記事項は、金販法3条1項1号の「当該金融商品の販売について有価証券市場における相場その他の指標に係る変動を直接の原因として元本取損が生ずるおそれがある旨」の内容にも含まれる。

### (3) リスクを定量的に把握させるための説明は必要か

#### ①②の立場からの批判

最高裁は、プレーン・バニラ型という単純なスワップ取引を企業経営者に勧誘する場合

・ただ、本件のようなプレーン・バニラ型と呼ばれる単純な金利スワップ取引においては、固定金利と変動金利の契約締結時の差は上記のように容易く計算でき、かつ、この差にYのコストと利益が含まれていることはXにも明らかであったから、Yとしては改めて説明するまでもなかった。

### 3 仕組債・ノックイン型投資信託

#### (1) 判例の分類

① ノックイン事由が発生する可能性があること、その場合に償還価格が元本割れする可能性があること、および原則として途中解約できないことのみが説明義務の内容である【東京高判平成23・11・9 金法1939号106頁】。

一 金販法3条の説明義務の対象のみが、信義則上も説明義務の対象となる。

② ノックイン事由が発生する可能性があることだけを説明するのでは足りないが、ノックインの場合に参照株価がどの程度下落するとどの程度損失が発生するかの説明(シミュレーション情報の提供)をしていなければ足りる【広島地判平成23・4・26 金判1399号41頁】。

一 シミュレーション情報の提供は、リスク量の感覚的な把握を助けるに過ぎず、その情報によってノックインの発生確率が分かるわけではない。

③ リスクの定性的な説明やシミュレーション情報の提供では足りず、ノックイン確率の説明が必要【東京地判平成23・2・28 金法1920号108頁】。

#### (2) 東京地判平成24・11・12 金法1969号106頁

##### 【事案の概要】

元本5000万円、年率13.5%のクーポン、期間3年の仕組債。10銘柄の株価を参照指標とし、ノックイン価格を発行条件決定日の参照銘柄の株価(基礎価格)の55%とする。ノックインした銘柄について、当該銘柄を債券発行時の株価で債券元本額まで購入したと仮定した場合の満期償還時までの下落率に応じた損失額を計算し、その合計を元本から差し引いたものを満期償還額とする。早期償還条項はない。

東証一部上場企業の社長、会長を歴任したXは、平成18年5月にY証券会社から5000万円で購入した仕組債を購入したが、途中解約し、Yが671万2500円代でこれを買い取った。Xは、購入価格と受け取ったクーポン(1076万5001円)および買取価格との差額分である3250万5000円について、Yに対し、錯誤無効を理由とする不当利得返還請求、不法行為に基づく損害賠償請求、および金販法5条に基づく損害賠償請求を選択的に行った。

##### 【判旨】

裁判所は、Yが本件より2か月前に販売した、同じ10銘柄を参照対象株式とし、ノック

算に説得力を持たせるもの  
 → 本判決が、リスク評価の基礎となる事実であるとしてボラティリティを独自に説明義務の対象と捉えているのは、ミスリーディング。

② **ノックイン確率**：  
 それのみで意味のある情報ではなく、償還元本の期待値を算定するために必要な情報。  
 ← ノックインの可能性が低いという投資者の思い込みを正すには有効

→ 償還元本の期待値の説明までは要求しない立場でも、リスクの説明義務の一環としてノックイン確率の説明を求めるという考え方はありうる。  
 ・ただし、本判決のように、ノックイン確率等を理解することが、金取法3条1項1号の「元本欠損が生ずるおそれがある旨」の内容に含まれるとする解釈は妥当でない。

③ **償還元本の期待値**：  
 それが高いクーポン利率の見合いとなつているから、投資者が仕組債を購入する際の投資判断にとつて、重要な情報である。  
 → 信義則上の説明義務の対象

cf. 【**広島高判平成28・11・9** 金法1393号106頁】  
 金融工学上どのような理由により、ノックイン価格等の条件が設定されたか等は、仕組債を購入する際のリスク判断に必要な事項とは認められない。

→ リスクの定性的な説明で足りるとの立場  
 ・本判決が「**金融工学上の評価手法を理解させた上で**」と述べている点は、不必要な義務を金融機関に課すものであって、賛成できない。金融工学上の評価手法を理解していなくても、投資者は「ノックイン確率」や「元本償還額の期待値」の意味するところは理解できるはずであり、仕組債の購入判断に際してはそれで充分である。  
 ・金融工学の評価方法の理解が難しいことは、ノックイン確率や償還元本の期待値の説明義務を認めることの障害にはならない。

(6) **デリバティブの時価評価の説明**

について判断を下したのであり、その射程を広く解することはできない<sup>8</sup>。  
**投資者の投資目的に照らせば**、金融機関は、シミュレーション情報を提供して、どのような場合に投資者に利益が得られ、どのような場合に損失が生ずるかを説明すれば足りる<sup>9</sup>。

本判決：「**金融工学上のリスク評価手法を理解しないで、単純に将来の株価を予測するだけでオプション取引をすることは、それだけでは将来の偶然の事情に依拠して決まる利益不利益を予測し、これを引き受ける取引をすに過ぎず、賭博ないし・「トトカルチョ」に過ぎない。オプション取引が賭博ではなく金融商品である所以は、単なる偶然に賭けるのではなく、その極めて大きなリスクが金融市場において適正に評価され取引がされるからである**」

(4) **投資者の属性や商品の特性は説明義務の対象に影響するか**  
 本件：オプション取引の経験のない一般投資家に対して証券会社が金融商品を勧誘した事例  
 ノックイン確率、確率的に予想される元本毀損の程度（償還元本の期待値）：  
 専門的知識のある投資家であっても容易に知ることのできない情報ではないか？

本件：10倍のレバレッジ。仕組債の中でも特にリスクの高い商品  
 → リスクの性質が同じであれば、リスクの量が大きいことによつて投資判断に必要な情報のどこまでを説明すべきかわ変わってくるとは思われない。

(5) **ノックイン確率、償還元本の期待値の説明**  
 ① **株価等の参照指標のボラティリティ**：  
 金融機関は仕組債の勧誘の際に、参照指標のヒストリカル・ボラティリティ・チャートを用いることが多い（参照指標に応じて償還額がどう変動するかを示すためであつて、ノックイン確率を算定するためではない）。  
 それだけで仕組債の投資判断にとつて意味のある情報ではなく、ノックイン確率の計

<sup>8</sup> 吉川・前掲33頁。  
<sup>9</sup> この見解を明確にとる者として、福島良治「店頭デリバティブ取引のブライシングや手数料の説明に関する補論」金法1978号72頁（2018）。

償還元本の期待値＋クーポンの現在価値－発行体の信用リスク  
＝契約締結時の仕組債の理論価格

cf. 債券発行時の理論価格は元本の 77.16%

債券発行者の信用リスクを考慮した理論価格は、元本の 76.82%

### これまでの反対論

- ・投資家はデリバティブの時価が分からなくても仕組債への投資を行うことができる(福島)。<sup>10</sup> ← デリバティブ賭博観
- ・金販法が説明を求める重要事項よりも詳細なブラッシング内容を民法の信義則等できらに必要とするのは難しい(福島)。<sup>10</sup>
- ← 信義則上の説明義務は、金判上の説明義務よりも広い。
- ・最判平成 25・3・7 判決に従い、説明義務は個別事案ごとに判断すべきであり、新しい事項に係る一般的な説明義務ルールを定立すべきでない(松尾)。<sup>11</sup>
- ← 仕組債という具体的商品の特性を踏まえて、デリバティブの時価評価の説明義務を認める主張は可能?

### 考えうる反対論

- ・およそデリバティブを組み込んだ金融商品を販売することができなくなる。
- ← 仮にデリバティブ賭博観に立つのであれば、1枚 300 円の宝くじの期待値は 142 円程度であると知っても宝くじを買う人がいるように、投機目的でデリバティブ取引を行う者は、デリバティブの時価を知らなくても取引をやめないのではないか。
- ← デリバティブ金融商品観に立つ場合、仕組債の理論価格が元本の 76.82% であると知っても、残りの 23.18% が金融機関の適正なコスト・利益であると考え、参照指標の将来の動向について自ら情報を収集し見直しを立てて、デリバティブ取引を行う者はいいのではないか。

### (7) 手数料等の開示との関係

金商法 37 条の 3 第 1 項 4 号：手数料等を記載した契約締結前交付書面の交付

<sup>10</sup> 福島・金法 1978 号 72-73 頁。

<sup>11</sup> 松尾直彦「店頭デリバティブ取引に係る時価評価主張への疑問—最一小判平 25.3.7 を踏まえて—」金法 1976 号 22-23 頁 (2013)。

**記載事項：**手数料、報酬、費用その他いかなる名称によるかを問わず、金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき手数料等の種類若しくはその上限額又はこれらの計算方法、及び当該金額の合計額若しくはその上限額又はこれらの計算方法。これらを記載することができない場合には、その旨及びその理由を記載する(金商業府令 81 条)。

**手数料等：**金融商品取引契約に関し顧客が支払うべき対価から有価証券の価格又は保証金の額を除外したもの(金商業府令 74 条 1 項)。

→ デリバティブ取引の組成のためのコストは手数料等に含まれる?

→ 支払対価＝手数料等＋デリバティブの時価

→ 手数料等の開示規制からも、デリバティブ取引の時価評価の説明義務が肯定

### 実務：

店頭デリバティブ取引は手数料等を「記載できない場合」に該当すると考え、その旨及びその理由を記載しているのがほとんど<sup>12</sup>。

- ← ① 純粋な利益相当額を算出することが難しい
- ② 取引開始後の時価や顧客の信用リスクが変化する
- ③ 金商業者等によって手数料の計算方法や内訳は同業他社との競争上、企業秘密にすべき<sup>13</sup>。

①← 手数料等がコストを含むものであればその算出は難しくない。

②← 取引開始後の事情は契約締結時の手数料等の算定とは関係がない。

③← 店頭取引では取引の種類が多様であるため、手数料等の開示が同業他社との競争上不利に働くことは考えにくいのでは?

### (8) 発行体の具体的な信用リスクの説明

仕組債の時価評価額を算出するには、発行体の信用リスクを知る必要がある。通常、元利金の支払いについて十分な信用力を有する金融機関またはその関連会社が発行者 → 発行体の信用リスクは投資者の投資判断にとって重要でない。

【東京地判平成 23・1・28 金法 1925 号-105 頁①】

【東京地判平成 23・1・28 金法 1925 号-105 頁②】

リーマン・ブラザーズの関連会社が発行者及び元利金支払いの保証会社

### ①判決：

金販業者は、発行体及び保証会社が近い将来相当程度の蓋然性をもって破綻することが

<sup>12</sup> 福島・金法 1978 号 74 頁。

<sup>13</sup> 福島・金法 1978 号 73 頁。

見込まれる状況であることを認識していたなど、特段の事情のない限り、金販業者等が自ら信用リスクを評価する根拠となる事実及びその評価の結果について顧客に説明する義務を負わない。

②判断：

金販業者は、販売に係る金融商品の信用リスクが現実化することが相当程度の蓋然性をもって見込まれる状況であったことを認識していたなど、特段の事情がない限り、顧客に対して信用リスクが現実化する具体的な可能性や、その評価根拠となる事実については説明義務を負わない。

・ 発行者の具体的な信用リスクは、デリバティブの理論価格とは異なり、原則として投資者が自ら情報を収集し自己責任で判断すべき事柄

・ 販売業者の説明義務があるか否かは、顧客の属性や勧誘の状況に依存する。

cf. マイカル債の事件で、勝手格付けの内容や既発債の流通利回りについて証券会社の説明義務違反を認めた裁判例（大阪高判平成20・11・20判時2041号50頁等）

・ 元利金の支払いが確実に行われるように確保されている仕組債については、発行者や保証会社の信用リスクを説明する義務は、原則としてなく、デリバティブの時価評価を説明する前提となる発行者の信用リスクも0として措いてよい。



| 付番 | 判決年月日                                | 商品                                                                                                                        | 顧客属性  | 適合性原則 | 説明義務 | 判示内容                                                                                | 上下審、判批所在              |
|----|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|
| 1  | 福岡地大牟田支判<br>平成20.6.24金判1369号<br>38頁  | 金利スワップ                                                                                                                    | 中堅企業  | 違反なし  | 違反なし | 事例判断                                                                                | 控訴審:23.4.27           |
| 2  | 福岡地大牟田支判<br>平成20.11.21金判1419<br>号28頁 | 金利スワップ                                                                                                                    | 中堅企業  | 違反なし  | 違反なし | 事例判断                                                                                | 控訴審:23.4.27           |
| 3  | 東京地判平成21.3.31<br>金法1866号88頁          | 金利スワップ                                                                                                                    | 中堅企業  |       | 違反あり | 金利感応度分析票の行使ないしこれに基づく説明を行わなかった点に違反がある                                                | 金商法百選56頁<br>金法1866号6頁 |
| 4  | 大阪地判平成22.3.26<br>金判1358号31頁②         | 仕組債<br>特定銘柄の株価が基準価格を下回るとノックイン<br>株価が回復しない場合、株価と<br>基準価格との差額に対応して<br>損失が発生する<br>早期償還条項あり                                   | 中堅企業  |       | 違反あり | 事例判断<br>ノックインの可能性は低い<br>ノックインになってもクーポンで損失を<br>補填できる<br>早期償還条項から利益が得られる可能<br>性が高いと説明 |                       |
| 5  | 大阪地判平成22.3.30<br>金判1358号41頁          | 仕組債<br>米ドルと豪ドルに連動し、円安<br>だと高額の利子と元本の返済<br>(ただし、早期償還)<br>円高傾向が続くと最長30年間<br>償還されず、十分な利回りはな<br>く、外貨で償還<br>途中売却すると大幅に元本毀<br>損 | 会社経営者 | 違反なし  | 違反あり | 資金を長期間拘束される可能性があり、<br>中途売却しても大幅に元本を毀損<br>するなどのリスクを説明すべき                             | 控訴審:22.10.12          |

|    |                               |                                                                            |       |      |      |                                                                                                                                                                                                                   |                                 |
|----|-------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|-------|------|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
| 6  | 大阪地判平成22.6.18<br>金法1412号57頁   | 仕組債(ユーロ円債)<br>日経平均株価、東証銀行株価<br>指数、東証輸送機器株価指数<br>連動<br>ノックイン、早期償還<br>途中売却可能 | 中堅企業  | 違反なし | 違反なし | 事例判断<br>「ユーロ円債のご案内」に沿う形で説明<br>した。<br>途中売却の際には、売却価格を明確に<br>すれば足り、途中売却価格の具体的な<br>計算式を説明する義務はない。                                                                                                                     | 控訴審:24.5.22<br>説明義務違反あり<br>とされた |
| 7  | 大阪地判平成22.8.26<br>金法1907号101頁  | ノックイン型投資信託                                                                 | 高齢者   | 違反あり | 違反あり | 事例判断<br>ワンタッチ水準となる価格を示したのみ<br>リスクを具体的に理解することができる<br>程度の説明をしていない                                                                                                                                                   | 控訴後和解<br>ジュリ1439号118<br>頁       |
| 8  | 東京地判平成22.9.30<br>金法1393号114頁  | 仕組債<br>日経平均株価連動ノックイン型                                                      | 個人投資家 | 違反あり | 違反あり | 事例判断<br>商品概要説明書を示しながら、一般的<br>な内容の説明をしたが、30分程度に過<br>ぎない。                                                                                                                                                           | 控訴審:23.11.9                     |
| 9  | 大阪高判平成22.10.12<br>金判1358号31頁  | 仕組債(原審参照)                                                                  | 会社経営者 |      | 錯誤無効 | 説明義務違反について判断せず                                                                                                                                                                                                    | 原審:22.3.30<br>金商法百選58頁          |
| 10 | 東京地判平成23.1.28<br>金法1925号105頁① | 仕組債<br>保証会社が元本保証<br>発行者および保証会社が破綻                                          | 会社経営者 |      | 違反なし | 販売業者等は、特段の事情のない限り、<br>自ら信用リスクを評価する根拠となる<br>事実およびその評価の結果について<br>顧客に説明する義務を負わない。                                                                                                                                    |                                 |
| 11 | 東京地判平成23.1.28<br>金法1925号105頁② | 仕組債<br>保証会社が元本保証<br>発行者および保証会社が破綻                                          | 個人投資家 |      | 違反なし | 販売業者は、特段の事情のない限り、<br>顧客に対して信用リスクが現実化する<br>具体的可能性や、その評価根拠となる<br>事実について説明義務を負わない。<br>販売業者は、一般的に金利の高さとリ<br>スクの高さが連動していることを説明<br>する義務を負わない。<br>一般に商品を販売する際に販売業者<br>がいくら手数料や利益を得ているか<br>という点についてまで説明する義務が<br>あるとはいえない。 |                                 |

|    |                                             |                                                                                                                                                         |       |      |      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                          |
|----|---------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 12 | 東京地判平成23.2.28<br>金法1920号108頁<br>金判1369号44頁② | ノックイン型投資信託<br>日経平均連動                                                                                                                                    | 高齢者   |      | 違反あり | 日経平均株価が株価観測期間中に<br>ワンタッチ水準を下回る可能性が具体<br>的にどの程度の確率で存在するかにつ<br>いては何ら説明していない。→不法行<br>為成立                                                                                                                                                                                                                              | ジュリ1449号116<br>頁                                         |
| 13 | 広島地判平成23.4.26<br>金判1399号41頁                 | 仕組債(ユーロ円債)<br>20銘柄の株式を参照対象<br>株式とする<br>1銘柄でもノックイン価格を下回<br>ると元本毀損<br>ただし、満期までに基準価格以<br>上に回復していればよい<br>満期償還額が0でも、3年間は<br>クーポンが支払われるため、元<br>本毀損の程度は最悪でも55% | 会社経営者 | 違反なし | 違反なし | 左記の商品内容のほか、基礎価格の<br>意味、基礎価格からどの程度下落す<br>るとどの程度の損失が生じるのかを説明<br>していた。満期償還前に元本保証がさ<br>れないこと、ボラティリティの意味は、原<br>告の属性との関係で説明する必要な<br>い。<br>ボラティリティは参照対象株式ごと<br>に存在するようなものではないから、説明義<br>務を論じる余地はない。                                                                                                                        | 控訴審:23.11.25                                             |
| 14 | 福岡高判平成23.4.27①<br>金判1369号25頁                | 金利スワップ                                                                                                                                                  | 中堅企業  | 違反なし | 違反あり | ①中途解約の場合の清算金の具体的<br>算定方法ないし概算額について、説明<br>がなく、顧客が契約を続行すべきか解<br>約の申し入れをすべきかという解約制<br>限に基づくリスクを評価して契約締結の<br>可否を決定する判断材料が与えられて<br>いなかった点、②スポットスタート型と<br>先スタート型のいずれを選択すべきか<br>の判断材料が与えられていなかった<br>点、③リスクヘッジ機能の効果の判断<br>に必須な、スワップ対象の金利同士の<br>価値均衡の観点からみた固定金利水<br>準についての説明がされていなかった<br>点で、説明義務の違反があり、契約は<br>信義則に反して無効であった | 上告審:25.3.7<br>ジュリ1440号115<br>頁<br>金法1944号72頁<br>金商法百選60頁 |

|    |                              |                                                                                                                                                               |            |      |             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |              |
|----|------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| 15 | 福岡高判平成23.4.27②<br>金判1419号17頁 | 金利スワップ                                                                                                                                                        | 中堅企業       | 違反なし | 違反あり        | ①中途解約の場合の清算金の具体的<br>算定方法ないし概算額について、説明<br>がなく、顧客が契約を続行すべきか解<br>約の申し入れをすべきかという解約制<br>限に基づくリスクを評価して契約締結の<br>可否を決定する判断材料が与えられて<br>いなかった点、②スポットスタート型と<br>先スタート型のいずれを選択すべきか<br>の判断材料が与えられていなかった<br>点、③リスクヘッジ機能の効果の判断<br>に必須な、スワップ対象の金利同士の<br>価値均衡の観点からみた固定金利水<br>準についての説明がされていなかった<br>点で、説明義務の違反があり、契約は<br>信義則に反して無効であった | 上告審:25.3.26  |
| 16 | 広島地判平成23.7.14<br>金判1398号43頁  | ノックイン型投資信託<br>日経平均株価連動<br>株価観測期間中に日経平均株<br>価がスタート株価に対して一度<br>でも一定(30%前後)以下の下<br>落(ノックイン)をし、かつ、エンド<br>株価がスタート株価以下である<br>場合、エンド株価の下落の割合<br>に応じて償還元本額が毀損さ<br>れる) | 個人投資家      | 違反なし | 違反なし        | 償還期限、早期償還、元本が確保され<br>る場合、エンド株価がスタート株価未<br>満の場合に元本が確保されず、スタート<br>株価とエンド株価の関係によって決定<br>される価額程度での償還となることを説<br>明した。                                                                                                                                                                                                    | 控訴審:24.6.14  |
| 17 | 東京地判平成23.7.20<br>金法1967号134頁 | 仕組債(他社株券償還特約付<br>社債) 対象銘柄=三菱UFJFG<br>株、三井住友FG株、年利10%<br>いずれか一方が当初株価を下<br>回った場合、対象銘柄のうち相<br>対株価の低い株式で償還され、<br>元本割れとなる<br>早期償還条項あり                              | 富裕層高齢<br>者 | 違反なし | 違反なし        | 左記商品内容のほか、発行体の信用<br>状況により元本割れリスクがあること、<br>途中解約できないことを説明した。<br>対象株式の株価に影響を与える事項<br>全般にわたって説明する義務はない。                                                                                                                                                                                                                | 控訴審:23.12.22 |
| 18 | 東京地判平成23.8.2<br>金法1951号162頁  | ノックイン型投資信託<br>日経平均連動<br>ノックインした場合、スタート価<br>格からエンド価格への変化率を<br>元本に乗じた額が償還される                                                                                    | 高齢者        | 違反あり | 8割の過失相<br>殺 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 確定           |

|    |                               |                                                                        |               |      |      |                                                                                                                                                                                                                                                         |                               |
|----|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------|---------------|------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|
| 19 | 東京地判平成23.9.14<br>金法1979号126頁  | ローンによる仕組預金の購入<br>当初年10%<br>米ドルレート連動<br>円安で早期償還<br>米ドル償還のため元本欠損の<br>可能性 | 上場会社役<br>員    |      | 違反なし | 仕組預金の価値を算出するための一<br>般的な計算手法までを説明する義務は<br>ない。<br>中途解約による元本欠損は、中途解約<br>を原因とするものなので、金販法の説<br>明義務の対象ではない。                                                                                                                                                   |                               |
| 20 | 東京高判平成23.10.19<br>金法1942号114頁 | 仕組債<br>東証マザーズ指数連動<br>ノックイン型、早期償還条項<br>リスク2倍型                           | 会社経営者         | 違反なし | 違反あり | 事例判断<br>提案書はリスクを意識・注意喚起させる<br>上で不十分<br>口頭での説明では不十分<br>リスクが2倍である点は口頭でも説明し<br>ていない。                                                                                                                                                                       |                               |
| 21 | 横浜地判平成23.11.8<br>金法1959号126頁  | 通貨オプション<br>豪ドルのコールの買いとプットの<br>売りを1:3で組合せた取引                            | 海外取引の<br>ある企業 | 違反なし | 違反なし | 事例判断                                                                                                                                                                                                                                                    |                               |
| 22 | 東京高判平成23.11.9<br>金法1393号106頁  | 仕組債<br>日経平均株価連動ノックイン型                                                  | 個人投資家         | 違反なし | 違反なし | 説明義務の内容<br>・投資商品であり預金ではないこと<br>・ノックイン事由発生の可能性<br>・元本割れの可能性<br>・原則として途中解約できないこと<br>過去3年分の日経平均株価の推移をみ<br>ても、債券の観測期間中にノックイン事<br>由が発生することが予見できたと解さ<br>れないので、過去3年分の日経平均株<br>価を示さなかったことは、説明義務違反<br>とはならない。<br>発行体の信用リスクの説明をしなかつ<br>たとしても、損害発生との間に因果関<br>係がない。 | リマークス46号62<br>頁<br>原審:22.9.30 |
| 23 | 広島高判平成23.11.25<br>金判1399号32頁  | 仕組債(原審参照)                                                              | 会社経営者         | 違反なし | 違反なし | 金融工学上のような理由により、<br>ノックイン価格等の条件が設定された<br>かは、リスク判断に必要な事項ではな<br>い。                                                                                                                                                                                         | 原審:23.4.26<br>上告棄却・不受理        |

|    |                               |                                                                             |               |                       |      |                                                                                                                                                                           |                     |
|----|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|---------------|-----------------------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|
| 24 | 大阪地判平成23.12.19<br>金判1385号26頁  | EB(対象銘柄:三菱商事)<br>発行者の破綻により償還不能                                              | 個人投資家         | 違反なし<br>(説明義務で<br>考慮) | 違反あり | 対象銘柄の株価上昇を前提とした早期<br>償還を強調した説明をした。<br>最悪株式で償還を繰り返し強調した。                                                                                                                   |                     |
| 25 | 東京高判平成23.12.22<br>金法1967号126頁 | 仕組債(原審参照)                                                                   | 富裕層高齢<br>者    | 違反なし                  | 違反なし | サブプライムローン問題が対象銘柄<br>(大手銀行株)にどのような影響をもた<br>らすかについて説明する義務はない。<br>発行体がオプション取引を行って対象<br>銘柄の株価を引き下げている事情はな<br>いから、発行体の行っていたオプション<br>取引に関する事項について説明する義<br>務もない。                 | 原審:23.7.20          |
| 26 | 大阪地判平成24.2.24<br>資料版商事337号32頁 | 通貨スワップ<br>豪ドルと円<br>円高だと3倍のレバレッジにより<br>顧客に損失<br>円安だと顧客に利得、一定以上<br>の円安で利得分が拡大 | 学校法人          | 違反なし                  | 違反あり | 解約料について説明していない。                                                                                                                                                           | 金判1409号2頁           |
| 27 | 大阪高判平成24.5.22<br>金判1412号24頁   | 仕組債(原審参照)<br>ノックインした場合、下落率の2<br>倍の下落率で元本毀損                                  | 中堅企業          | 違反なし<br>(分析あり)        | 違反あり | 一般論あり<br>途中売却の可否、価格、方法が明示さ<br>れておらず不透明<br>株式投資のリスク回避のため分散投資<br>をした方が良くと勧誘(誤解を招く表現<br>であった)<br>「ユーロ円債」が誤解を招く表現で、信<br>用補完(元本保証と取られる)も不適切<br>途中売却価格について十分な説明をし<br>たとは認められない。 | 原審:22.6.18<br>上告不受理 |
| 28 | 広島高判平成24.6.14<br>金判1398号32頁   | ノックイン型投資信託<br>(原審参照)                                                        | 個人投資家         | 違反なし<br>→*            | 違反なし | 事例判断<br>*商品の内容が比較的単純であり、償<br>還元本が0円に近づく可能性はないか<br>ら、一般投資家に販売する金融商品と<br>しての適格性が疑われるようなことはな<br>い                                                                            | 原審23.7.14           |
| 29 | 東京高判平成24.7.19<br>金法1959号116頁  | 通貨オプション(原審参照)<br>豪ドルのコールの買いとプットの<br>売りを1:3で組合せた取引                           | 海外取引の<br>ある企業 | 違反なし                  | 違反なし | 事例判断(原審認容)                                                                                                                                                                | 原審:23.11.8          |

デリバティブ取引の投資勧誘規制【日本】

|    |                               |                                                                                                                                                                                           |               |      |      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                           |
|----|-------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|------|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 30 | 東京地判平成24.7.23<br>金判1414号45頁   | 通貨オプション取引<br>米ドルのコールの買いとプットの売りを1:2で組合せた取引<br>円高になると顧客の損失が拡大<br>為替リスクのヘッジ目的                                                                                                                | 海外取引のある企業     |      | 違反なし | 事例判断<br>為替相場が円高に推移した場合に、ドルの市場価格ごとに損失の額が具体的に説明されていれば、リスクの説明としては十分                                                                                                                                                                                                                                               |                                           |
| 31 | 東京地判平成24.11.12<br>金法1969号106頁 | 仕組債(エクイティリンク債)<br>対象銘柄:10銘柄<br>ノックインにより元本毀損<br>1銘柄でも償還時に購入時の50%に下落していると、元本の50%は償還されない。<br>裁判所は、本件仕組債と類似する条件の別の仕組債について、償還元本の期待値は当初元本の24.10%、債券発行時の理論価格は元本の76.82%と試算<br>大阪地判平成22.3.26と同様の商品 | 上場会社経営経験のある個人 |      | 違反あり | 証券会社としては、一般投資家に対して、ノックインプットオプションの売り取引による損失のリスクを負担させる金融商品を勧誘するにあたっては、金融工学の常識に基づき、他の金融商品とは異なるオプション取引のリスクの特性及び大きさを十分に説明し、あくつ、そのようなリスクの金融工学上の評価手法を理解させた上で、オプション取引によって契約時に直ちにしかも確定的に引き受けなければならない将来にわたる重大なリスクを適正に評価する基礎となる事実であるボラティリティ(株価変動率)、ノックイン確率ないし確率的に予想される元本毀損の程度などについて、顧客が理解するに足る具体的で分かりやすい説明をすべき信義則上の義務がある。 |                                           |
| 32 | 東京地判平成25.2.22<br>金判1420号40頁   | 通貨オプション<br>円ドル間の4つのオプション(売りが2つ、買いが2つ)を組合せ、行使期日の為替レートにかかわらず、約定の行使価格でのドル買い円売りを可能とする取引<br>円安のリスクヘッジ目的、円高で顧客に損失                                                                               | 海外取引のある企業     | 違反なし | 違反なし | 事例判断                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                           |
| 33 | 最一小判平成25.3.7<br>金判1419号10頁①   | 金利スワップ                                                                                                                                                                                    | 中堅企業          |      | 違反なし | 中途解約する場合の清算金の具体的な算定方法を説明する義務はない。<br>先スタート型とスポットスタート型の利害得失について説明する義務はない。<br>固定金利の水準が妥当な範囲にあるか否かを説明する義務はない。                                                                                                                                                                                                      | 控訴審:23.4.27①<br>金法1976号18頁<br>NBL1005号30頁 |

|    |                              |               |      |      |      |                                                                                                           |              |
|----|------------------------------|---------------|------|------|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| 34 | 最一小判平成25.3.26<br>金判1419号10頁② | 金利スワップ        | 中堅企業 |      | 違反なし | 中途解約する場合の清算金の具体的な算定方法を説明する義務はない。<br>先スタート型とスポットスタート型の利害得失について説明する義務はない。<br>固定金利の水準が妥当な範囲にあるか否かを説明する義務はない。 | 控訴審:23.4.27② |
| 35 | 東京地判平成25.4.16<br>金判1419号39頁  | 通貨スワップ<br>円ドル | 学校法人 | 判断せず | 判断せず | 損害賠償請求権ないし不当利得返還請求権は、清算条項に基づく精算金の支払いによって消滅した                                                              |              |

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

デリバティブ取引の投資勧誘規制【英国】

2014年3月28日(金) 15:07~17:09

大阪取引所5階取締役会会議室及び東京証券取引所15階第一会議室にて

出席者(五十音順)

飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授  
石田 眞得 関西学院大学法学部教授  
伊藤 靖史 同志社大学法学部教授  
片木 晴彦 広島大学大学院法務研究科教授  
加藤 貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授  
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授  
久保 大作 大阪大学大学院高等司法研究科准教授  
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授  
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授  
洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授  
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士  
船津 浩司 同志社大学法学部准教授  
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授  
松井 秀征 立教大学法学部教授  
森田 章 同志社大学大学院司法研究科教授  
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授  
山下 友信 東京大学大学院法学政治学研究科教授  
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

## デリバティブ取引の投資勧誘規制【英国】

立教大学法学部教授

松 井 秀 征

### 目 次

- I. デリバティブ取引の投資勧誘に関する法的規律
  - 1. コモンロー上の法的規律
    - (1) 不実表示 (misrepresentation)
    - (2) 過失による不法行為
  - 2. 金融監督法上の法的規律
    - 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
- II. デリバティブ取引の投資勧誘に関する先例
  - 1. プロ投資家事案
    - (1) The Bankers Trust Case
    - (2) The Peekay Case
    - (3) The Springwell Case
  - 2. 一般投資家事案
    - The Ockwell Case
- III. 若干の評価とコメント
  - 1. 金融商品取引業者の説明義務
  - 2. 金融商品取引業者の責任追及の枠組み討論

○山下 それでは、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、「デリバティブ取引の投資勧誘規制」シリーズの3回目ですが、英国につきまして松井先生からご報告いただきます。松井先生、よろしく願いいたします。

○松井 立教大学の松井です。今日私が報告いたしますのは、「デリバティブ取引の投資勧誘規制」のイギリス編ということになります。皆様のお手元に、大部になりますけれども、パワーポイントでつくったレジュメが1部と、資料として金融商品市場指令 (MiFID) をつけておりますので、ご確認いただければと思います。

最初に、投資勧誘に関してイギリスでどういう法的枠組みで規律がなされているかというお話をしまして、その後、判例等を見てコメントをするという手順で進めていきたいと思います。

### I. デリバティブ取引の投資勧誘に関する法的規律

イギリスにおきましてデリバティブ取引の投資勧誘に関してどういう法的な規律が及んでいるかということですが、一つはコモンロー上の法的な規律、もう一つは金融監督法上の法的な規律が及ぶということになります。刑事におきましては、監督法上の規律が及んでいまして、何か違反があったときには、コモンロー上の民事上の規律も及んでくる、こういったイメージになるかと思います。

#### 1. コモンロー上の法的規律

金融商品取引業者が投資勧誘を行って、これに従ってデリバティブ取引を行い、その結果として投資家が損害を被って、その業者に対して責任を追及したい、法的手段をとりたいという場合に何

が問題になるかといいますと、これまでの判例等を見ていますと、不実表示 (misrepresentation) が問題になるというのが通常です。

Misrepresentation それ自体は、契約法上の論理で動くわけですがけれども、ただ、不実表示があって、かつ損害が生じている、損害賠償をしたいという場合には、これを前提として negligence による不法行為があるのだという法的な構成をしまして、それによって損害賠償請求をしていくということになります。

### (1) 不実表示 (misrepresentation)

#### a. 不実表示の意義

そこで、まず前提となります不実表示は何かというお話からしたいと思います。このあたり、若干釈迦に説法で申しわけありませんが、確認がてらということで説明します。

不実表示とは、相手方を契約関係に勧誘する際に、事実に関して不正確な言動をなすということです。大事なのは事実に関することであるということで、後ほど出てきますが、意見表明等に関して何らかの問題があったという場合はこれに当たらないこととなります。これは現実の問題では結構デリケートな問題になるのですが、概念上はこのように事実に関する記述があった場合ということになります。かつ不実な言動があった場合、相手方においてミスリード (誤導) され、契約を締結したというだけの決定的な内容、言動でなければいけない。ですから、些細な間違いがあって、それが契約締結に影響しないという場合には、もちろん不実表示にはならないこととなります。

基本的に、表示者においてその不実表示を知っていたかどうかといった問題は、差し当たりは問わないというのが不実表示の法理になります。つまり、その言動を行った表示者が不正確性を知っていたとか、不正確な言動をなすについて過失があったということは、不実表示に当たるかどうかという観点からは問題にならないこととなります。ですから、不実表示には、意図的にする場合もあれば、過失でしてしまう場合もあれば、過失すら

なくて不実表示になる場合もあれば、いろんなパターンがあるということです。

#### b. 不実表示に関するメルクマール

英国における契約法の教科書等を見ますと、不実表示に関してこういったことが問題になるのだということで幾つかメルクマールが列挙されています。これは、先ほどの不実表示に関する枠組みを敷衍したものになります。

- ① 不実表示は、言明または行動によってなされる。
- ② 不実表示は、現在または過去の事実もしくは法に関してなされなければならない。
- ③ 不実表示は、意見の表明を含むべきでない。
- ④ 不実表示は、曖昧なものであってはならない。  
つまり、事実に関して確固たる誤りがあればということのようです。
- ⑤ 不実表示は、合理的な人に対して影響を与えるだけの実質的なものでなければならない。
- ⑥ 不実表示は、主たる契約の締結前になされなければならない。
- ⑦ 不実表示は、契約の一方当事者となる者から他方当事者となる者に対して行われなければならない。
- ⑧ 不実表示は、微細な誤りを指すものではない。
- ⑨ 不実表示の被表示者において生じた誤解が客観的に見て合理的に生じ得るものであれば、それは不実表示である。
- ⑩ 不実表示のなされた時点から契約締結前までのどの時点をとってもそれが誤った内容であれば、それは誤った言動と評価される。
- ⑪ 不実表示の被表示者は、それがなされていることを認識しており、それに決定的に影響を受けて判断をしていなければならない。

こういったことが先ほどの概念、枠組みを敷衍するものとして言われてきているわけです。

#### c. 不実表示と開示義務の関係

(duty to disclose)

この関係で若干問題になりますのは、不実表示

と開示義務との関係です。そもそも不実表示というのは、ある契約当事者が契約締結前に何か事実と異なることを告げるという場合ですが、その前提として、開示義務がある場合でなければならないかどうかということが一応は問題になります。

英国法上は、開示義務があるかどうかということと不実表示がなされるかどうかは、差し当たり関係はありません。つまり、開示義務なくして何らかの誤った表示をすれば不実表示になるし、もちろん開示義務があってもそのような表示を行えば、それは不実表示になり得ます。いずれにせよ、開示義務があるかないかということと不実表示が成立するかないかは、差し当たり別の問題です。

開示義務に関して言いますと、英国法は基本的に存在しないというところが出発点になっています。我が国などですと、信義則上、説明義務が課されたりするのですが、そういった問題は原則としてないということです。一方の契約当事者となるべき者が他方の契約当事者となるべき者に対して、取引の締結や契約条件の確定のために有用な情報を明らかにする積極的な義務はないということになります。ここには有名な「買い主注意せよ (caveat emptor)」の原則が妥当してしまっていて、デリバティブ取引にも妥当しますし、非常にリスクの高いような店頭デリバティブ取引でもそれは変わらない、こういう大前提が置かれています。

#### d. 不実表示の類型

不実表示というのは、表示する側がわざとやったかとか過失でやったかというようなことは差し当たり問題ではなくて、事実に関して誤った内容を含んでおり、かつ受け手がそれによって重大な影響を受けて意思決定をしていれば不実表示になると、こういう枠組みなのですが、英国法上、実際には表示をする者の対応によって整理がなされています。

意図的、詐欺的になされた場合、過失があってもなされている場合、過失すらなく不実表示がなされている場合、こういった形で分けてしまっていて、実際には、これによって不実表示に基づく効果が

異なります。

#### e. 不実表示がなされた場合の民事上の効果

そこで、それぞれについて簡単に敷衍をしておきます。

##### ① 詐欺となる不実表示の場合

(fraudulent misrepresentation)

効果としては2つ考えられます。一つは契約を取り消す、無効 (rescission) にしてしまうという方法です。これは実はエクイティ上認められてきた救済だと言われていまして、この場合には契約に関する巻き戻しが行われることになります。

もう一つは、損害賠償請求をしたいという場合には、意図的、詐欺的に行ったという点を捉えて、詐欺に基づく不法行為 (tort of deceit) という形で請求をしてくださいということになっています。ですから、損害賠償請求はあくまでも不法行為と位置づけることによって可能になります。

なお、詐欺による不法行為において認められる損害賠償の額は、支払った額と後に獲得できた価値との差額というだけではなくて、契約締結において要した費用、あるいは契約締結の結果として得られなかった利益も含め、非常に広い範囲を認めることになっています。英国ではこういう言い方はしないのですが、我が国などでいう完全賠償に近いような形を考えているわけです。

##### ② 過失による不実表示の場合

(negligent misrepresentation)

契約の取消はこの場合も認められます。そして、損害賠償請求をしたいという場合には、やはり不法行為の枠組みにのせて行うということになりまして、negligenceがあるかどうかという形になります。negligenceに関してはまた後ほど述べます。

この場合、予見可能な範囲で直接的な損害が賠償の対象になります。皆様もご存じのとおり、我が国の民法 416 条は英国法から入ってきていますが、基本的にはそれと同じ考え方になります。



## ③ 単純な不実表示の場合

(innocent misrepresentation)

最後に、過失、negligence があるとは評価できないけれども不実表示があったという場合については、エクイティ上認められている取消しだけが認められることとなります。レジュメに歴史的な経過だけは書いておきましたが、19世紀に、不実表示に関しては取消しの効果だけは最低限のものとして認めていこうという形で発展してきたために、あらゆる不実表示についてこの効果が認められています。

## f. 1967年不実表示法による特別の規律の存在

(Misrepresentation Act 1967)

不実表示の説明が長くなって申しわけないのですが、不実表示に関してはもう一つ重要な規律があります。すなわちイギリスにおいては、Misrepresentation Act という1967年の法律がありまして、ここに若干特別な規律が置かれています。これはどういうものかといいますと、不実表示があつて契約を締結し、かつ損害を被ったという者がいる場合、仮に詐欺がないという場合でも、当該表示者が表示の内容が真実であると信じる相当の理由があり、かつ契約締結時点まで現に信じていたという事実を立証しない限り、詐欺的な不実表示がなされていたならば負うであろう不法行為責任を負う(2条1項)ということになっています。

これは何かといいますと、negligence の不法行為の立証責任を転換させていて、かつ責任の内容は詐欺による不法行為と同じような効果を認めていきましょうということで、消費者保護の観点が入っているのです。ですので、実際にイギリスで損害賠償請求をするときには、ほぼ1967年不実表示法による請求というのが盛り込まれています。もちろん、通常的不法行為も請求してくるのですが、実際には1967年不実表示法が非常に重要な役割を果たすこととなります。

そのほか1967年法につきましては、不実表示か

ら生じる責任を契約上排除する、あるいは制限するという契約条項は、それが不合理であると評価できる場合には無効であるといったことも入っています(3条)。この観点から見ましても、非常に消費者保護的な発想で動いている法律だということがわかります。

## (2) 過失による不法行為

損害賠償請求をする場合については、基本的には不法行為の枠組みにのせるということがありまして、かつ通常は過失があるかどうか問われますので、これも無用な説明かもしれませんが、簡単に敷衍をしておきたいと思います。

過失、negligence による不法行為が成立するためには、教科書的には次の3つのものが必要であると言われていています。

- ・ 注意義務(duty of care)の存在
- ・ 義務違反(breach of duty)の存在
- ・ 経済的損害との因果関係(causation)の存在

## a. 注意義務を課すに当たっての3基準

実際に問題になりますのは、注意義務としてどのようなものを負っていたのかという点です。これには歴史的な発展があり、不法行為法の教科書などでは数ページにわたって説明があるのですが、現時点での到達点は次のようなものであるということで、3基準が挙げられています。

- ① 損害が予見可能であること。
- ② 問題となる当事者間に十分に近接した関係(proximate relationship)があること。
- ③ 裁判所による政策的な判断として、当事者間で何らかの注意義務を課すことが「公平(fair)であり、正当(just)であり、かつ合理的(reasonable)である」と言えること。

①は我々もよくわかりますが、②の近接性というのをどう判断するのか。あるいは、③においてfairでjustでreasonableというのはどういう場合なのかというのは事案によりますので、結局それは事案を見なければわからないというのが現時点のイギリス法の状況のようです。

以上がコモンロー、それに類する法的な規律と  
いうことになります。

## 2. 金融監督法上の法的規律

### ○ 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開

今度は、金融監督法上どういった規律がかかっているかを見てまいります。イギリスにおいて金融商品の取引業者にどういった義務が課せられてきたのかということですが、その歴史はあまり古いものではありませんで、当初は、ライセンス規制のようなもの、あるいは自主規制というような形で展開してきました。

- ・ 1939年・1958年投資詐欺防止法 (Prevention of Fraud (Investments) Acts 1939/1958)  
→証券取引に関与する事業者に対するライセンスを求めるもの
- ・ 1986年金融サービス法 (Financial Service Act 1986)  
→政府の監督下にある自主規制機関の設置
- ・ 1993年投資サービス指令 (ISD : Investment Services Directive 1993)

これは、EUレベルでの指令が金融監督に関して影響を及ぼしたという例です。これがその端緒になるわけですが、ただ、投資サービス指令というのは、加盟国間で法規制の最小限の調和 (minimum harmonization) を目指すという形になり、かつ、域内で国境を越えて金融サービスを提供するものの障害を除去するというようなことを考えていました。その反面で、金融商品取引業者に関してどういった規制がかかっていたかということ、一般的な公平誠実義務や注意義務 (11条) といった規定はあったけれども、個別具体的に何をやってはいけない、何をやってよいのかということとはあまりはっきりしませんでした。

- ・ 2000年金融サービス・市場法 (FSMA: Financial Services and Markets Act 2000)  
→自主規制システムが十分機能しない中で、単一の規制機関 (保険、銀行、投資セクターを束ねる機関) が求められる。

- ・ 2004年金融商品市場指令  
(MiFID: Markets in Financial Instruments Directive)

この指令におきまして、金融商品取引業者に対する監督法上の細かい規制が入ってくるようになりました。後ほどまた改めて述べますが、この指令が2004年に出されて、さらにこれを具体化する指令が2006年に出て、イギリスでは2007年にこれを取り込んだ行為基準が作られました。これは具体的には、金融サービス市場法 (FSMA) から委任を受けた FSA の規則という形でつくられることになります。

イギリスのこの行為規制の中身自体は、金融商品市場指令にほぼ従っていますので、まず、市場指令の条文を確認しながら見ていきたいと思えます。

金融商品市場指令自体は、先ほどの ISD、1993年の指令とは違いますが、各国間で非常に高いレベルでの法の統一を図っていくことを考えています。ただ、その高いレベルというのは、基本的な枠組みをここで定めるということでありまして、さらに実施指令、実施規則を後々定めることを前提としていました。前述の2006年の指令というのがこの実施指令でして、2004年の内容をさらに具体化した内容がここに書かれているわけです。

さらに中身を見ていきますと、1条1項に規制対象、かつ4条に金融商品取引業者 (investment firms) とは何ぞやということが書いてあります。

#### a. 顧客の分類

顧客は3種類に分類して規制をかけることになっています。

- ① 一般顧客 (retail client)  
(MiFID 4条1項12号)
- ② 専門的顧客 (professional client)  
(MiFID 4条1項11号)
- ③ 特定取引当事者 (eligible counterparty)  
(MiFID 24条)

はっきりと内容が書いてあるのは②の professional client で、金融商品市場で活動す

るについて何らかの権限を与えられる、もしくは規制をされることが求められる者、具体的には信用機関、金融商品取引業者、保険会社、年金基金等が対象になります。これを専門的な顧客という形に位置づけまして、そうでない者は①の一般顧客 (retail client) ということになります。ですから、一般顧客について積極的な定義があるわけではなくて、消極的に定義がなされています。

さらに、専門的顧客の中でも、各加盟国で行為規制等による保護を特に与える必要がないと判断する専門的投資家等は、特定取引当事者 (eligible counterparty) という位置づけをしまして、規制を外すことを認めています。これに該当する者は、行為規制の幾つかはかけなくてよいという形で具体的に書いてあります。

本日問題になるのは、24条の eligible counterparty ではなくて、retail client か professional client ということになります。

#### b. 金融商品取引業者に対する行為規制の例

次に、金融商品取引業者にかかっている行為規制としましては、利益相反規制 (MiFID18条) であつたり、投資サービス提供時における顧客に対する義務 (MiFID19条) であつたり、顧客の注文執行時における最良執行義務その他の義務 (MiFID21・22条) といった話になります。

#### c. 金融商品取引業者に対する利益相反規制

利益相反に関しましては、基本的には手続規制でありまして、まず、自分のところで生ずるであろう利益相反を明らかにするための適切な手続をとりなさい (MiFID18条1項)、かつ、利益相反が明らかにされた上で、利益相反を回避するための効果的な組織上、管理上の措置をとりなさい (MiFID13条3項)、組織管理上の措置をとってもなお利益相反が残るという場合は、個別の取引時に利益相反の一般的な性質とその源について顧客に開示しなさい (MiFID18条2項) と、こういう枠組みになっています。

d. 投資サービス提供時における顧客に対する金融商品取引業者の義務の内容 (MiFID19条)

ここからが、本日のデリバティブ取引の勧誘と関連し得るところになります。

- ① 一般的義務 (1項)
- ② 情報提供義務 (2項)
- ③ 顧客の情報を取得する義務 (4項・5項)
- ④ 文書作成及び交付に関する義務 (7項・8項)

まず1項で、一般的義務としまして、顧客の最善の利益に合致するように誠実、公平、かつ専門性をもって行動すべき義務を課すことになっています。

さらに、2項以下8項までが、個別具体的な義務とされていまして、まず2項は、情報提供義務ということになります。これは、顧客に対して公平、明確かつ誤導的でない、ミスリードしない情報提供をなすべき義務とされています。どういう情報を出すべきなのかということが3項に記されていまして、どういう金融商品取引業者なのか、どういうサービスを提供するのか、どういう金融商品ないし投資戦略を提供するのか、それから、その取引を執行する地——取引所でやるのか、店頭でやるのか等、方法と言ったほうがいいのかもかもしれません——、あるいは取引に際してかかるべき費用等、これは開示をしなさいということになっているわけです。

これ以上開示をすべきかどうかというのは、各国の民事法上の規制との問題で生じる話でありまして、少なくとも監督法上、EUレベルで統一されているのは、この2項及び3項のレベルでの情報提供ということになっています。

次に、適合性と関連する話です。MiFIDではどういう形になっているかといいますと、投資助言ないしその他の投資サービスを提供する場合には、顧客に関する情報を取得しなさいということが義務づけられています。その義務づけられた情報をとった上でどう対処するかというのは、一般的義務の内容として、顧客に最善のものを提供する、あるいは場合によっては警告を発する義務があるということです。

内容を見ていきますと、投資助言を行う場合、顧客の当該投資分野における知識及び経験、それから財産状況、投資目的に関して情報をとりなさいということで、投資助言を広く行う場合については、最も厳しく情報を集めろということになっています。それ以外の場合に関しては、最低限、顧客の当該投資分野における知識及び経験に関して情報をとりなさいということです。

前述のように、もし情報を獲得してある金融商品を勧める、あるいは顧客が買いたいと言ったときに、その顧客に適合しない、appropriate ではないと判断された場合には、金融商品取引業者はその旨の警告を発する義務を課せられています。あるいは、指令上は金融商品取引業者の側から顧客のある一定の情報をとるように義務づけられていますので、この情報をとりたいと思っているにもかかわらず顧客から情報が出てこないとか、不十分な情報しか出てこないという場合には、金融商品取引業者においてある金融商品が顧客に適合するかどうかを判断できませんということをやはり警告する、こういう義務が課せられています。

なお、6項に、単に注文を執行するだけの場合にはこの4項、5項の規制はかかりませんと書いてありますので、原則は4項、5項になります。

それから、7項、8項は、文書を業者が作成するということと、顧客に対しては一定のサービスに関する報告をするということが定められています。

#### e. 金融商品市場指令の国内法化

以上が指令の大まかな内容になるわけですがけれども、これを踏まえて英国でどういう対応がなされていったのかが次の問題になります。

2007年にMiFIDに即した行為規則をまとめました。これがCOBSと言われる、FSA（金融サービス機構）の行為準則（FSA's Conduct of Business Rules）をまとめたものです。

#### f. 金融商品取引業者に対する行為準則

COBSは400ページ以上の大部のものなので、

皆さんにはMiFIDのほうをお配りしたわけですが、MiFIDとCOBSはどのような関係に立つかと申しますと、たとえば、先ほどの顧客の分類に関してはCOBSの第3章に出てきます。また、利益相反規制は、実はCOBSの中に散りばめられていて、ここというのがはっきり出てこないのですが、一般的なものとしましては、経営者に対する準則というところに出てきまして、利益相反に関する内容がまとめて記されています。

それから、顧客への一般的な義務はCOBS 2.1、情報提供義務は2.2、それから情報取得義務に関しては9章、10章、投資助言がある場合に関しては、suitabilityという表現で9章に書いてあり、投資助言を伴わない場合については、appropriatenessという形で10章に出てくると、こういった形で整理されています。

このようにCOBSの基本的な内容はMiFIDの内容に従って書いてありますので、MiFIDをごらんいただければ、英国の投資勧誘規制に関する監督法上の枠組みは大体見えてくることになります。

#### g. FSMA及び規則違反時の民事上の効果

FSMAの規律は、基本的に民事上の効果を直接認めるものとしています。これはFSMAの150条です。この請求と民事上の請求というのは基本的には別のものになります。ですから、FSMA150条が入っているから民事上の請求が何か影響を受けるということはないということにして、それは当該規定が一般的な私法上の請求を排除するものではないという意味です。

この点は一時期ヨーロッパで議論になったところにして、このMiFIDに基づく監督法上の規制に入ったときに、各国における民事上の請求はどういう影響を受けるのかということが言われました。民事上の請求は、監督法上の請求が認められることにより影響を受けるという議論も国によってはあるのですが、イギリスはそこは全く別であるという前提で、互いに影響は受けないということをはっきりさせています。

長々と法的な枠組みを語ってしまいましたけれ

ども、以上がイギリスにおける投資勧誘をめぐる法的な規律の枠組みでして、これに基づいて投資勧誘に関する先例を見ていきたいと思います。

## II. デリバティブ取引の投資勧誘に関する先例

これから見ていきますのは、基本的には、裁判所で損害賠償請求その他の請求の形をとったものです。大変申しわけございませんが、監督法上の何らかの行政上の制裁が加わったものについては十分追いかけていませんでしたので、ひとまず本日は、民事上の請求として出てきたものについて、どういう法的な規律が及んでいるかというところを見ていきたいと思います。

デリバティブ取引の投資勧誘に関する先例を見ていきますと、大きく分けると、プロの投資家が問題になっている事案と、一般投資家が問題になっている事案とがあります。これは先ほどの金融監督法上の専門的顧客と一般的顧客という枠組みにほぼ類似するかと思いますが、金融監督法上はある程度概念がしっかりしているのに対して、民事責任の追及で先ほどの不法行為なり不実表示で来る場合には、このプロ投資家、一般投資家という概念がしっかりでき上がっているわけではありません。これは、あくまでも傾向的なものとして、投資経験が非常に豊富な者が相手になっている場合とそうでない場合、こういったイメージになります。

### 1. プロ投資家事案

まず問題になりますのがプロ投資家の事案であります。イギリスの文献を当たっていきますと、ほぼこれしか出てこないというのが実際です。このプロ投資家事案を3つほどご紹介したいと思います。

#### (1) The Bankers Trust Case

(Bankers Trust International PLC v. PT Dharmala Sakti Sejahtera, [1996] CLC 518)

これはリーディングケースに近いもののようにです。

#### 【当事者】

当事者の一方は、Bankers Trust International PLC (BTI) と、この同じグループの中にある販売業者の Bankers Trust Company (BTCo) になります。後ほど出てきますが、後者のシンガポール支店が実際には販売をしたという、こういう事案になります。取引相手は、DSS (PT Dharmala Sakti Sejahtera) というインドネシア法人です。

#### 【取引】

1994年1月27日、BTI (BTCoを含む) と DSS との取引として、次のような契約が締結されました。

すなわち、想定元本 5,000 万米ドル、契約期間 2年、参照期間において6カ月もの米ドル LIBOR の参照利率が一定水準を下回っていた場合、DSS が BTI から受け取り、上回った場合には支払うという形になるよう、複数のスワップ契約が組み合わされて、かなり複雑になっている取引です (スワップ取引①)。

ところが、契約を締結して間もなく、1994年2月にFRBが金利を引き上げまして、スワップ取引①がDSSにとって利益を見込めなくなりました。そこで、DSSがBTIに契約を変えてくれと言って泣きついて、BTIもそれに応じるわけです。基本的には、複数のスワップ取引を組み合わせ、スワップ取引①と同じような効果が見込めるようにする、というものです (スワップ取引②)。

問題となったのはこのスワップ取引②でして、スワップ取引①よりもう一段複雑であることが認定されています。BTCo担当者、これはシンガポール支店の担当者ですが、この者はDSSに取引に関する説明を行った際、DSSが被り得る損害についてのリスクを説明しませんでした。ただ、DSSはその取引の構造は十分理解していたという、こういう事案です。

#### 【事実経過】

その後、1994年の3月、4月に立て続けにFRBが金利を引き上げて、スワップ取引②もまた利益

が出なくなっていました。

DSS は、このようなことがありまして、取引の窓口となっていた BTCo のシンガポール支店に対して、BTCo には重大な不実表示があったと主張して、この契約に関しては継続しないという旨を伝達しました（1994 年 5 月 13 日）。これがどういう意味を持つのか、私もよくわかりませんが、一応そういう伝達をしたということになっています。

これに対して 1994 年 12 月、BTI は、ISDA の契約条件に基づいて、DSS に債務不履行があると言って、DSS に対して約 6,470 万米ドルの支払い義務があるとして支払い請求をしました。この契約はある一定利率を上回りますと DSS が支払うという契約になっていましたので、これの履行を求めたということのようです。

その際に DSS はどういう主張をしたかといいますと、スワップ取引②を取引する際に、BTCo の担当者はこの契約に関する構造の説明をしているわけですが、その際にリスクについて説明をしていない、また経済見通し、つまり米国における金利引き上げに関する見通しに関して説明がなされていないということで、重大な不実表示があったと主張しました。不実表示となると契約は無効になりますから、Bankers Trust に対して契約を取り消して無効にするということと、かつ反訴を提起して諸般の費用等の請求をしたわけです。

#### 【判旨】請求認容

##### a. BTI における過失による不実表示の有無

それでどうなったかといいますと、Bankers Trust の DSS に対する請求が認められ、DSS の反論ないし反訴は認められないことになりました。

本件で問題になりましたのは、過失による不実表示があったのかという点で、特に問題になったのは、過失があったのかどうかという点です。要は、BTI に何らかの注意義務が発生していたのかどうか、仮に発生していたとする場合に、どのような注意義務が発生していたのかということが問われたわけです。本件の場合、何が問題になるかといいますと、先ほどの negligence の話で、①DSS

に損害が生じることについての予見可能性があったのかどうか、②BTI と DSS に近接性、相互に義務が発生するような関係の近さがあるかどうか、③本件において注意義務を BTI に課すことが公平、正当かつ合理的か、という点を先例に従って判断することになったわけです。

#### 【判旨】

実際に裁判所はどういった事情を勘案して結論を導いたのでしょうか。

##### b. BTI における過失（注意義務違反）の有無

BTCo の担当者として DSS の担当者との間に専門的な能力の差はあったけれども、その差は非常に小さく、かつ DSS の担当者は本件スワップ取引の性質を評価できるだけの能力を有していた。かつ、DSS 側の技能、経験、勤勉さ等を考えた場合に、BTCo や BTI の側に一般的な助言をすべき義務は発生しないとされました。ですので、DSS 側が言ったような将来的な経済見通しであるとかリスクに関しては、一般的な説明義務の中で勘案されるものではないということになったわけです。

問題は、スワップ取引②を行う時点で、BTCo の側から取引に関する説明がなされているという点をどう捉えるかです。BTCo に一般的な注意義務、助言義務はありません。かつ、冒頭で述べたように、英国法上は基本的に「買い主注意せよ」ですから、取引に関する説明義務ももちろんありません。ただ裁判所は、当事者が何らかの説明を行った場合、その行った説明について一定の義務は発生し得るということを言っています。

つまり、スワップ取引②を行う時点で、当該取引に関する説明が BTCo 側からなされているところ、このような場合、不注意に誤った事実が説明されないようにする義務がある。したがって、BTI 及び BTCo は、適切なグラフや文字等を用いて提案されている取引の財務上の意味を説明しなければならず、バランスを保って利点と欠点を明らかにしなければならないということです。

では、BTCo の実際の説明はどうだったのかとい

いますと、本件においてスワップ取引②を実行する際に BTCo の担当者が行った説明は、最善の水準にあるというわけではない。ただ、故意にリスクに関する説明を省いて不実表示を行ったというわけではなく、十分に思慮を備えたというわけではない、あるいは営業努力がちょっと過ぎていた (over-enthusiastic salesmanship) という類のものであると言っています。

他方で DSS は、スワップ取引②における莫大な損害を生じさせる構造を認識していました。言わなくても知っていたでしょう、ということです。かつ、Bankers Trust 側からなされた説明で、一部の説明が省かれていたとしても、それによって DSS がミスリード (誤導) されたという事実はない。したがって、説明があれば異なった行動をとっていただろうということもないので、本件においては過失 (注意義務違反) はないとされました。

ただ、この判旨を読んでいると、過失の話をしているのか、そもそも不実表示がないという話をしているのか、若干入り交じっているような気もするのですが、一応は過失がないという話の中でこういう結論になっているようです。

業者の顧客に対する注意義務の範囲は、すぐれて特定の状況に応じて課せられているものであって、顧客の被った損害に対して業者が責任を負うかどうかは、あらゆる事情を総合して勘案すべきであり、特定の事情を他の事情から切り離して、そこだけを捉えて判断すべきではないというふうに言っています。

まとめますと、本件で BTI に過失による不実表示はないとするに当たり問題となる事情は、①BTI 及び BTCo において DSS に対する一般的な説明義務はないこと、②それにもかかわらず DSS に対して BTI 側からスワップ取引②に関する説明がなされたこと、③当該説明によって BTI 及び BTCo には不注意に誤った説明をしない義務が発生したこと、④BTI と BTCo はその義務を完全に実行していないが、故意に不実表示をしたわけではないこと、かつ⑤DSS の取引に関する意思決定は BTCo 担当者の説明によって影響を受けていないこと、になりま

す。したがって、本件の場合には過失はないという判断で終わったわけです。

### 【評価】

この事案をどう読むか。これは下級審の裁判例ですが、一般的な説明義務は前提となっていないということで、イギリス法上の伝統的な枠組みを引いています。かつ、DSS の側がかなり複雑だと評価されているスワップ取引①、②に関して理解できるだけの知識と経験を持っていた。そのことゆえに、金融商品取引業者の説明がどうであれ、自分の投資判断は変わっていなかったと認定できる事案だったということです。かつ、金融商品取引業者の側で意図的に不実表示をしたという事情もないということで、過失による不実表示なしという判断をしたということになります。

かりに、MiFID19 条 1 項 (COBS 2.1) の一般的な義務との関係を考えるとどうなるでしょうか。MiFID19 条 1 項の求める顧客に対する情報提供であるとか、最善の利益に合致するように誠実に行動したかという観点からしますと、若干問題があるようにも思われます。しかし、英国で書かれているものなどを見ますと、そういう義務は一般的にはあるけれども、専門的な顧客の場合については軽減されるだろうという言い方もされていて、責任が認められる場合はいずれにしても制約されていくべきだろうと、こういった評価がなされています。

### (2) The Peekay Case

(Peekay Intermark Limited (1) Harish Pawani (2) v. Australia and New Zealand Banking Group Limited, [2005] EWHC 830 (Comm), [2006] EWCA Civ 386)

第2のケースとして、Peekay Case があります。

### 【当事者】

一方当事者は、Peekay Intermark Limited (Peekay) という会社で、これは投資をするための会社です。この会社を支配しているのは Harisch

Pawani（株主・取締役）という、Dubai 居住の投資経験が非常に豊かだという評価をされている者です。他方当事者は Australia and New Zealand Banking Group Limited (ANZ) になります。

### 【取引】

本件の取引は、Peekay が ANZ のプライベートバンクから、USD Hedged Russian Treasury Bill という金融商品を 1998 年 2 月に 25 万米ドル分購入したというものです。これはどういう商品かといいますと、GKO（ロシア割引政府証券）——これは 1 年未満の短期証券ですけれども——を参照商品にしまして、リスクとキャッシュフローを完全に GKO にリンクさせるという商品になっています。

実際にこの商品を買った投資家はこういった形でキャッシュフローを受け取るかという、GKO の満期時には米ドルで償還できるよう、ANZ の側で GKO 満期時の米ドル先物を買ってある、こういう商品になります。

### 【事実経過】

こういう商品を Peekay がどういう形で購入していったかといいますと、Peekay が使っている投資担当の専門的アドバイザーがいて、この人から勧められるわけです。取引をする際、ANZ から受けた説明、あるいは Peekay が少なくとも思っている説明によれば、本件金融商品を購入することにより GKO に対する持分を持つことになっていました。また ANZ の担当者は、ANZ が GKO を保有し、Peekay に対して受託者の地位に立つというふうに口頭で説明をしていました。しかし、取引締結時に交わされた term sheet によれば、本件金融商品は純粋に「合成」された商品でありまして、ANZ は GKO を保有していないし、Peekay が GKO に対する持分を有するわけでもなかったとされています。

これはなぜかといいますと、ロシアの短期政府証券というのは、買える金融機関が決まっています。基本的にはロシアの銀行かスイスのある銀行のモスクワ支店しか買えないという商品なので

す。それ以外の銀行は GKO を買う権利しか持っていないという形になっており、ANZ が持っているのは買う権利だけで、GKO 本体は持っていないわけです。ですので、こういった合成商品しかつくれなかったということにして、これは調べればわかるというものです。

なお、本件において非常に重要なのは、この取引をなすに当たって、Peekay 及び Pawani は、本件金融商品に係る final terms and conditions という取引条件書面のページごとに全てサインをしたという認定があることです。

この後、ロシア政府はほどなくデフォルトを起こしまして、GKO は債務不履行になります。その結果、本件金融商品は GKO との間で現金決済が行われまして、投資額の 2.5% に当たる 5,000 米ドルが ANZ より Peekay に対して支払われました。

こういったことを踏まえまして、Peekay と Pawani は、ANZ 担当者が不実表示をしたこと、term の内容を知っていれば取引を行わなかったこと、そして ANZ は担当者の発言と term の内容が異なることについて知らせるべきであったこと等を述べて、先ほどありました 1967 年の不実表示法等に基づいて損害賠償請求を行いました。

### 【第 1 審判旨】請求認容

#### a. 不実表示の有無

1 審は請求を認めました。ANZ の担当者は Pawani をミスリードする意図はなかったけれども、そもそも金融商品を理解していなかったのも、それで不実表示を行ってしまった。他方で、Pawani が書類を一切読まなかったのは unwise である、つまり「賢くなかった」けれども、ANZ 担当者に信頼を置いており、本件金融商品が当該担当者が述べたものと全く異なると信じる理由がなかったということを述べて、投資額と事後に受け取った額との差額の賠償を認めました。

### 【控訴審判旨】原判決破棄

これは控訴されて、控訴審で破棄されました。



## b. 不実表示の有無

控訴審は捉え方を変えまして、本件金融商品について、①Pawani がその構造と条件を理解するだけの十分な明晰さを有していたかどうか、②Pawani において、ANZ 担当者の説明が Peekay に本件金融商品を購入させるだけの誘因となっていたかが問題であるとしました。

それを踏まえてどういう判断をしたかといいますと、Pawani が各ページに署名をした final terms and conditions には十分に明確に金融商品に対する説明が書かれていまして、Pawani は実際に読んでいないのですが、読んでいけば十分に内容を理解できるものであったということです。それから、Pawani 自体は取引経験が豊かという前提から、ANZ 担当者の説明が誘因となって取引を行ったのではなく、自分の判断で取引をしている。しかも文書にサインをしているので、ある種の推定ですが、文書内容に基づいて行ったと評価してよい。こうして本件においては、要は、ANZ 担当者の説明が Pawani の意思決定に影響を与えていないということで、請求を認めていないわけです。

## 【評価】

本判決で非常に重要なのは、顧客が相応の知識と経験を有していて、その知識と経験を有しているがゆえに取引条件を読んでいない、かつ読まずにサインをしている点です。ここが本件における特徴だとされています。

なお、金融商品取引業者における意図的な不実表示はなかったというケースで、これは先ほどの Bankers Trust のケースと変わりません。

## (3) The Springwell Case

(Springwell Navigation Corporation v. JP Morgan Chase Bank, [2008] EWHC 1186 (Comm), [2010] EWCA Civ 1221)

## 【当事者】

一方当事者は、Springwell Navigation Corporation (Springwell) です。これは、ギリシ

ヤ人の Adamandios Polemis という、London と Piraeus で海運事業をやっている非常に羽振りのいい人が余剰資金を投資するためにつくった会社です。もともとは違う事業をやっていたのですが、ある時期からはもっぱら投資のために使っているという会社です。

もう一方の金融商品取引事業者は JP Morgan Chase Bank (Chase) です。

## 【取引】

この Springwell と JP Morgan Chase はかねてより取引関係がありまして、1998 年までに Springwell と Chase との間で投資総額 7 億米ドルのポートフォリオが組まれていました。このポートフォリオは、2 つに投資を分けて、一つはロシアの債券に投資する、もう一つはラテンアメリカの債券に投資するという、聞いただけでも危なっかしいものです。

本件で問題になったのはロシア債ですけれども、ロシア債として投資対象となっていたのは長期のユーロ債、一旦リストラクチャされているソ連債、それから先ほどの GKO になります。この GKO に関しては、これと連動して取引ができるような債券も含んでいます。それを含めた GKO 関連の債券ということになります。

## 【事実経過】

ロシア政府は 1998 年 8 月に債務支払いを停止して、Springwell が持った GKO は全く支払いを受けられなくなりました。そこで Springwell は、Chase に対して、①投資助言に関する義務違反、②不実表示があったと主張して損害賠償請求を行いました。

## 【第 1 審判旨】請求棄却

## a. 投資助言に関する義務について

Springwell は、1 審の段階で非常に抽象的な請求をしておりました。これに対して裁判所は、Chase は Springwell のポートフォリオに関して一般的な助言義務を負うわけではない、Springwell

自体は非常に高度に洗練された投資家であって、契約上助言義務は一切負わないタイプの投資家であることも明らかになっている、として請求を認めませんでした。最後の点はどういうことかといいますと、本件の契約において投資家の Springwell の側は、Chase の発言等に依存せず意思決定をしたということが明記されているということです。

イギリスの専門的な投資家と金融機関との契約書の一般的な内容はこのような形をとっていて、“A not place reliance on B’ s statements (A は B の説明に依存しない)” という形で入ります。つまり、投資助言には依存しません、自分で判断しましたということを必ず契約書に入れて書面化し、サインをとるということをやっているようです。

#### b. 不実表示について

不実表示に関しても、一般的な不実表示があったというような請求がなされて、これは一般的な助言義務を認めるのと変わらないので、そもそも請求は成り立ちませんということを言われています。問題になるのは、個別的な不実表示があったかということですが、ロシア経済に関する不実表示があったとか、仕組債に関する説明に不実表示があったとか、ロシアの銀行の状況に関して不実の説明があったということが主張されていますけれども、これらは全て事実認定レベルで無かったものとして退けられます。

#### 【控訴審判旨】控訴棄却

これは控訴されまして、Springwell は不実表示に関して次のような点に絞って争いました。すなわち Chase からは、GKO は保守的な投資であり、十分流動性が確保されている、かつ為替リスクはないのだという説明を受けたが、これは事実と反するから不実表示であったとして損害賠償請求をしてくるわけです。なぜ Springwell がこの点に絞って争ったかといいますと、Chase と Springwell の電話記録等を見ますと、こういった発言が中に入っていて認定ができそうだからということです。

裁判所はこれに対してどう判断したかといいますと、仮にそういった発言が認定できるとしても、①Springwell は洗練された投資家であって、問題となる金融商品のリスクは十分に理解していたこと、かつ、その問題発言自体も、そこだけを取り上げるのではなくて、新興市場における投資に関する全般の会話の中で出てきた総体的な内容ではないということを言っているわけです。ですから、Springwell はそこだけを取り上げているけれども、それのみで不実表示と言うのは不当であるし、かつ、そもそもリスクは理解していたではないかというようなことを言われています。

②仮に①の点をおくとしても、そういった表現は、あくまでも Chase の意見であって、事実に関する表示ではないと評価できると言って、二重の理屈で Springwell の主張を退けていくわけです。

#### 【評価】

#### c. Peekay Case の延長線上で捉えられるケース

この Springwell Case は、今までのケースの延長線上でそれを確認したものと評価されています。繰り返しになりますが、デリバティブその他の投資勧誘においても、一般的な助言義務のようなものはない。かつ、取引条件に関して署名などして十分理解しているという前提で、非常に洗練された投資家である以上、その投資家に対して特にリスクが出現したからといって責任を負わせるということはないということを言っているわけです。本件でも、もちろん金融商品取引業者の意図的な不実表示はなかったということが前提としてあります。

#### 2. 一般投資家事案

一般投資家事案としてここに挙げているものは、デリバティブの事案ではありません。ただ、一般投資家に対する勧誘に関する先例として紹介されるものとして、参考までに挙げておきます。

#### ○ The Ockwell Case

(Seymour v. Caroline Ockwell & Co.; Zurich

IFA Limited, [2005] EWHC 1137 (QB))

### 【当事者】

- Edward Arthur Seymour and Pauline Mary Seymour (Seymours)
- Zurich IFA Limited (ZIFA)

Seymour 夫妻は、農業ビジネスを売却して、その際に生じる課税を軽減したい、かつ残った資本の一定部分はリスクの低い投資商品に投資したいと希望していました。これに対して取引を勧誘したのが Caroline Ockwell & Co. (Ockwell) ですけれども、この人が Zurich IFA から権限を付与されて一定の金融商品を勧誘したという、こういう事案になります。

### 【取引】

実際に取引権限を有している Ockwell は、Seymour 夫妻に Allied Dunber International Managed Portfolio Bond (ADIMP Bond) の投資を勧めて、Seymour 夫妻はこれを 50 万ポンド買うわけです。

この ADIMP Bond のもとになっている Allied Dunber というのは、ZIFA の傘下にある投資商品を提供している会社です。また ADIMP Bond 自体は全くの外形でしかありませんで、実際にこれを買うとどういうリスクに結びついているかという、背後にある Imperial Consolidated Group の管理する Alpha Fund のリスクに結びつくとされていました。

### 【事実経過】

Alpha Fund が危ないのではないかということは、ZIFA の中でも提起されていました。しかし、ZIFA の中で提起された Alpha Fund の危なさというのは、ZIFA の上層部に伝わらず、Ockwell にも伝わりませんでした。結局、Ockwell から Seymour 夫妻にも伝わりませんで、その後 Alpha Fund は清算され、Seymour 夫妻は投資額全部を失いました。

そこで、Seymour 夫妻は、Ockwell と ZIFA の negligence を根拠として損害賠償請求を行いました。

た。

### 【判旨】 Ockwell に対する請求を認容

一般的に投資勧誘等に際して注意すべき事項として、裁判所は次のような内容を示しています。

専門家である Ockwell について、どういう基準で過失を判断するかというと、一般的に合理的に能力のある専門家に期待される基準に従って判断すべきである。Ockwell は、Alpha Fund のリスクを十分評価しなければならなかった。特に本件においては、Seymour 夫妻がリスクの低い投資を望んでいたから、専門家である Ockwell はそれに適合的な投資を助言するというを企図していたはずであるし、そうであれば、それに適合するかどうかは自分で意見を形成して独立の判断をすべきであった。もし彼女が自分で調べて Alpha Fund が危ないということが分かれば、ZIFA からの助言を得て精査すべきであったと、こういうことを言っているわけです。

その結果、どういう責任が認められたかといいますと、実際に失った資金と逸失利益が認められています。ですから、ここでは詐欺的不法行為と同じレベルでの損害賠償請求が認められることになりました。

### 【判旨】

#### • ZIFA に対する請求

Seymour 夫妻は、ZIFA に対しても請求を行っていますが、これは認められませんでした。なぜかといいますと、これは negligence で請求する要件のうち、近接性の要件を満たさないとされたからです。

それから、Ockwell も ZIFA に対して negligence に基づく請求をしています。これは ZIFA の側が Ockwell に十分な情報を提供していない、情報を更新する義務を果たしていないとして、Seymour 夫妻に払った額の 3 分の 2 を損害額として認めました。要は、Seymour 夫妻の被った損失を 2 対 1 で負担するという形で結論が出されたわけです。

【評価】

本件は、前述のようにデリバティブの事案ではありませんし、投資勧誘に際しての事案でもないので特殊な事案となります。ただ、一般投資家が相手になっている場合について、一般投資家の意向を知っている金融商品取引業者は、専門家としてその適合した商品を自らの責任において確認しなければいけないし、それに応じて助言をしなければいけないということが義務として課されていまして、これは専門投資家の事案とは大分違うということになります。

Ⅲ. 若干の評価とコメント

1. 金融商品取引業者の説明義務

まず、金融商品取引業者に一般的な説明義務はありません。ただ、MiFID 及び COBS に基づく行政的な説明義務、行政上の規制から来る説明義務があります。それから、デリバティブに関する説明を何か行えば、その行った説明について不注意に不確かな説明をしない義務はあるということになります。

2. 金融商品取引業者の責任追及の枠組み

責任追及を行う際には、事実に関して異なる表示を行った場合には不実表示に当たるという前提で、多くの場合、1967 年の不実表示法に基づいて過失による不法行為を請求していくこととなります。

これがイギリスの枠組みです。ですので、イギリスのデリバティブ投資勧誘のときに注意しなければいけないのは、不実表示に当たるかどうか、過失があるかどうか、これらの枠組みの中で投資勧誘に関する事実関係が審査されていく、ということなのです。

それから、投資家の投資経験の豊かさというのが非常に問題になっていて、これは裁判所も重要視しています。これは、今申し上げた過失の判断なり不実表示の判断の中で影響を及ぼしているのではないかと思います。そもそも過失の判断の際には注意義務を課すべきかどうかというところが

問題になりますけれども、当事者の力関係を見たときに、注意義務を課す合理性があるかどうかというところが問題になるでしょうし、不実表示の判断で言いますと、ある不実表示が相手方の意思決定に影響を及ぼしたかどうかの問題になります。ここで投資経験等が非常に勘案されて、影響を及ぼしていなかったではないかという形で問題になってきたというようなことがあります。

駆け足になって申しわけありませんでしたが、私からの報告は以上です。よろしくご教示のほど、お願い申し上げます。

~~~~~

【討 論】

○山下 ありがとうございます。

それでは、ただいまの松井先生の報告について自由にご意見、ご質問をお願いいたします。

【商品構造の理解と不実表示の成否】

○森田 不実表示というときに、商品構造がわかっておれば不実表示にはならない、意見とか将来どうなるという部分は不実表示にならない、とお聞きしたのですが、例えば日本でそんなことを考えることができるのでしょうか。つまり、デリバティブ取引において構造がわかっているというとき、例えばスワップを使うとかはわかっているのでしょうかけれども、その詳細を見ると商品ごとに極めて複雑な構造になっていると思うのですね。それなのに、構造はわかっているというふうな言い方が果たしてデリバティブについて可能なのかという、ちょっと初心者的な質問で申し訳ないのですが、ご説明いただければと思います。

○松井 基本的に、相手方となっている取引当事者が非常に投資経験豊かで投資内容について理解をしているという場合、商品の複雑な構造なり、キャッシュフローなりが理解されていれば、それ以上の問題は生じない。これに対して、将来に対する見通しとかその他の説明に関しては、基本的には法的には拾わないという、こういう前提で裁

判所は動いているようです。

問題になるのは、やはり投資家が個人だった場合です。その場合については、そもそも商品の構造を理解しているかどうかから問題になり得ますし、適合性の問題も出てきますから、これはちょっと別にして考えなければいけません。

ただ、相手がプロの投資家で商品構造を理解していて、将来見通し等が自分の責任でできますという場合、イギリスでは救済が与えられないので、そこは非常にはっきりしていると思います。

【業者の不実表示と投資家の意思決定との因果関係】

○森本 14 ページの不実表示法の規定と 41 ページ以下の事件との関係をお教えいただきたいのですが、41 ページ以下のご説明を聞いていますと、そもそも業者側の者はほとんどこの商品の性格を知らなかったように思われます。したがって詐欺ではないということで、14 ページの 2 条も適用されなくなったのですが、業者側が全然商品知識を持たずに間違っただけを言っても、相手方がサインをしていて、それなりに合理性があったら、責任を負わないでよいということになるのですか。

ところが、この判決を見ると、相手はきちっとサインしているし、この文書を読めばわかったはずだと言っているのですが、それなら業者もわかってしかるべきなので、そこら辺の関係がよくわからなかったわけですね。つまり、業者側が無知であつたら、でたらめなことを言っても、業者側については何のおとがめもないというのはどうかという気がしたのです。あるいは誤解があるのかもわかりませんので、そこら辺のところをお教えいただきたいと思います。

○松井 まず、業者側が不正確な説明をした、しかし投資家は非常に洗練されていて、十分に商品内容を理解していて、業者側の誤った説明が意思決定に影響していない、という前提であれば、Peekay のような判決が出ることになります。

今先生がおっしゃったように、業者が全く無知ででたらめだったという場合にどうなのかという

ことですが、これは幾つか前提を置かなければいけないと思います。業者の説明自体はでたらめだった、しかも、でたらめな説明であるがゆえに投資家が意思決定を行ったというような場合には、恐らく結論は変わり得るだろうという気がします。まさに業者側に過失があるかどうかの問題になりますし、不実表示に当たるということにもなるでしょう。

他方で、業者側はでたらめだったのだけれども、ただ、でたらめなのはひとまずおいて、投資家側はそれとは無関係に投資をしていたという場合には、恐らく Peekay 判決に近いような内容が出てくるのではないかという気がします。

この Peekay の事案自体はどうなのかといいますが、説明の内容が実際の商品性と著しくかけ離れたというわけではなくて、リスクの内容とかキャッシュフローの内容自体が間違っていたというわけではない。ただ、投資家がロシア債に対する持分があるかどうかというところが不正確だったというだけです。であれば、業者の説明の不十分さというのはあまりクローズアップされないと思うのですね。

先生のご質問で問題になるのは、業者の説明が極端に内容において問題があり、かつ投資家もその問題ゆえに影響を受けたという場合で、これは判断が違って来る。ただ、そうでなければ、基本的には請求が認められるようなことは、少なくともプロ事案だと難しいのではないかというのが、私の感触です。

○森本 46 ページを見ますと、仮にこの原告が final terms を読んでおれば十分に内容を理解できるものであったということで、要するにサインをしたから読んだのだということになるのでしょうか。けれども、それなら、相手側だって知っているはずじゃないかと。相手側が無知だとなぜ認定できるのかなというのが少し疑問だったということもあわせて言わせていただきます。

○松井 本件の場合、署名をしたというのが多分全てなのですね。

○森本 それが決定的だということですね。

○松井 署名をしているということは、もう読んで理解したものとみなす。しかも、本件の pawani という人は、自分の投資の経験等に基づいて十分理解があるがゆえに読まなくていいと判断し、かつ読んでいないのにサインをしていいと判断した、そういう投資家だったという認定のようですので、そこがやはり非常に決定的だったのではないかという気がしています。

○森本 ありがとうございます。

【金商取業者の過失と近接性基準の内容】

○前田 ご報告の初めのほうで、コモンロー上の不実表示となる場合、そして損害賠償責任が生じる場合についてご説明くださいました。この損害賠償責任が発生する枠組みは、当事者の一方が特に金融商品取引業者であるかどうかにかかわらず、一般の商品の売買にも妥当する枠組みであるという理解でいいのでしょうか。つまり、この枠組みは一般の売買に共通だけれども、特に一方が金融商品取引業者であれば、例えば過失の有無の判断などが違ってくという考え方でいいのか、確認させていただきたいと思います。

それとあわせて、その過失の有無を判断する際に、「近接した関係」の有無が考慮要素になるというご説明がありました。近接した関係ということのイメージが湧きにくいのですが、これは、例えば業者がブローカー業務を行うのであれば、顧客と業者との間には信頼関係が存在するということがよく言われますけれども、典型的にはそういう信頼関係のようなものだと考えればいいのでしょうか。

○松井 まず1点目ですけれども、不法行為請求をするときの過失の判断等で、金融商品取引業者であることについては、特にそのこと自体が問題になっているというわけではありません。ただ、実際の事案では、両当事者の情報の不均衡とか、様々な事情が考慮されますので、個別事案の個別判断において一方当事者が業者であることの意味は多分あるだろうと思います。

つまり、業者事案で他方が一般顧客だったりす

れば、金融商品取引業者の過失の認定等はしやすくなるということが一般論としてあると思います。特に1967年の不実表示法は、相手方が消費者のときなどに保護を与えることも念頭に置いていますので、そのことを考えますと、業者と一般顧客間の場合について、通常とは違う過失の認定のされ方はあり得るのではないかという気がします。

2点目の近接性は、少なくとも契約類似の関係にある当事者であれば、これを認めるというのはそんなに問題がないと思います。他方で、先ほどのZIFAの事案のように、商品の提供者、商品の提供はしているけれども販売には従事していないという背後に隠れているような者は、近接性がないと言って切っています。この要件は、注意義務を認めるかどうかにかたまって、注意義務の前提になるような生の社会関係があるかどうかを判断する際に、注意義務を認めるための社会関係がないと言って切るために使う消極的要件なのではないかというような感じがしています。

私も、もうちょっと事例を見てからお答えできればいいのですが、ほかの事例に通じておりませんので、それぐらいのことしか申し上げられず申し訳ございません。

○前田 どうもありがとうございました。

【「買い主注意せよ」原則と救済措置の関係／商品組成業者の責任】

○龍田 来月加藤さんのご報告の後で議論するのがよいかもしれませんが、昔勉強を始めたころ、アメリカ連邦証券関係法の基本的な考え方が、「買い主注意せよ」という法理から「売り主注意せよ」に転換していると教えられたことが、鮮明に記憶に焼きついています。イギリスの場合は、今もやはりもともとの「買い主注意せよ」から出発して物事を考えていくのだろうかというのが単純な疑問です。

なぜアメリカで「売り主注意せよ」になったかといえば、証券というのが、消費材その他の通常の商品とは違って内容が非常に複雑だからと説明されていたと思います。デリバティブになると、

もう一つ複雑なのですね。単に複雑なだけではなくて、さまざまなものがあり、中には契約で決めたことだけが内容になっているデリバティブもあるのではないかと思います。そして、どちらに転んでも一方だけが得をし、他方は損するばかりというたぐいのデリバティブもあるやに聞きます。もちろん、よくわかって取引をする人はそういうものに手を出さないでしょうが、そもそもそういうものを商品とすること自体が不当で、誰が取引しようがいけないのだという考え方もあってしかるべきではないかと思われまます。そういう議論はないのでしょうか。

最後に、業者が説明義務を負うといいますが、業者にもいろいろのものがありますね。仕組みをする業者と仲介して販売に携わる業者とは、区別して考えるべきだろうと思います。さきほど言いました中身が不当でおかしい商品などは、それを仕組んだ業者が非難されるべきであって、仲介する業者も一律に議論するのはどうかなという気もするのですが、いかがでしょうか。

○松井 貴重なご指摘をありがとうございます。

まず、「買い主注意せよ」のところは、私も、我が国と比べて非常にシビアだなという感じがして、違和感のあったところでもあります。「買い主注意せよ」は、原則としてはあるのですが、ただ、例えば一般の顧客が出てきた場合に、実際上どこまでこれを貫徹するかというのは、イギリスでも、かなりためらいがあるのだらうと思います。つまり、プロ事案で相手方が商品をわかっているような場合、「買い主注意せよ」の前提でいきますという説明は非常にシンプルでわかりやすいのですが、一般顧客にデリバティブを売りました、しかもそれは複雑でしたという場合には、恐らくイギリスでも修正を加えてくるのだらうと思います。

では、仮に修正を加えるとして、どう加えるのかというのが問題でして、一つは、Ockwell の事案で出てきた適合性のような考え方があるかと思えます。つまり、相手方の意向に従ってしかるべきものを販売しなければいけない、というような

ところで多分救済をしていくのだらうと。これは、「買い主注意せよ」の原則を修正して救済するか、あるいはそれは残したまま別の理屈で救済するのかという問題はあるのですが、やはり取引する相手に従って「買い主注意せよ」の原則は変わってくるのだらうという気がします。

なお、一般的な企業の発行開示、継続開示の局面では、イギリスでも、「買い主注意せよ」の話と違った話になるのかもしれないという気はしています。

それから、実際にデリバティブのような複雑な商品をつくる人間と販売する人間がそれぞれ分かれている場合——最後の Ockwell の事案がまさにそうですが——その商品をつくった者がどういう責任を負うのかというのは、非常に難しい問題です。投資家はその商品をつくった業者を訴えるという場合、不法行為でいくのでしょうか、どういう形で過失を構成するかという、ここが難しいと思います。イギリスもそこは問題として認識されていて、既存の不実表示なり不法行為の枠組みだとどうしても乗ってこないのです。裁判所は、恐らく苦肉の策として、販売業者には全面的な責任をまず負わせてしまった。複雑な商品であれば、複雑な商品であることを販売業者自体が十分に調査して、顧客の適合性に合わせて販売しなければならない。その上で、複雑な商品について何か問題があったのであれば、販売業者とその商品の製造業者との間で調整をなさいという形で、一応の調整はつけたのだらう。

ただ、そのような解決でいいのか、あるいは業者がつくったこと自体の責任等はないのかというのは、イギリスでも十分問題として認識されています。それと同時に、これは今後の問題であるとして棚上げされているというのが実際です。先生のご指摘は、本当に深刻な問題として残っているということだらうと思います。

○龍田 ありがとうございます。

【The Ockwell Case 判決の法的構成】

○行澤 60 ページの Ockwell case に関する評

価として、一般投資家に対する関係では、情報を獲得した専門家は適合性原則を前提にした助言義務があるという評価について、先生ご自身が、MiFID のいわゆる金融監督規制上の義務規範がコモンロー上の判断枠組みに流し込まれているというふうに評価されているように見えたのですが、その理解は正しいでしょうか。

もう一点が、先生ご自身も書かれているように、本件は不実表示の問題というよりも、negligence の問題のような印象を私も非常に強く持ちました。仮にこの事業者と一般投資家の関係がある種の助言契約を介するようなもの、つまり、こういうふうに農業資産を処分したいので、いい商品があったら教えてほしいというような内容を含んでいるとしたら、むしろこれは純粋に債務不履行の問題になるのかなど。そうすると、本件を、独立的に助言義務をコモンロー上認めた判決として果たして評価していいのでしょうか。

以上の2点についてお教えいただければと思います。

○松井　　まず1点目、MiFID と本件の評価との関係ですけれども、あくまでもこの事案自体は、金融監督法上の枠組みとは無関係に、negligence をどう評価しているかという形で出てきています。私が申しあげたのは、仮に本件の Ockwell の行動を金融監督法上の枠組みで見るとどう評価できるのだろうかということ。そうすると、MiFID19 条5項ないし1項の観点から、やはり監督法上は問題があると評価できるだろうということで、これは本件の外の話ですね。過失に基づく不法行為請求がなされた際に、MiFID の違反がある、だから過失があるといった、そういうことを意図しているものではありません。この点は誤解を招くような報告で大変失礼いたしました。

むしろ、仮にイギリスの行政庁がこのような Ockwell の行為を見れば、COBS に違反するとして、別途行政上の何らかの制裁を加えるということもあり得ます。

2点目の、助言契約のようなものがあって、それに対する債務不履行であるのではないかという

ことですが、そのような構成も、直感的にはあるような気がします。特に、助言契約違反だといったときに、同じように損害との因果関係を考えることができれば、多分それはそんなに問題はないと思うのです。本件の場合、損害として、逸失利益まで全部認めていますので、契約上の救済を認めているのとあまり変わりません。本件の場合、かりに助言契約があったところまで評価できなくても、不法行為で十分な責任が追及できるというところに恐らく意味があるのだろうという気がします。

ですので、行澤先生のおっしゃるとおり、助言契約があって、助言契約違反だと言えれば、それはそれで同じような結論を導けたのかもしれないという気はします。

○行澤　　そうすると、プロ投資家との関係で仮にこういう事案があったとしたら、逆に助言義務等は認められないという方向に働くと推論してよろしいのでしょうか。

○松井　　プロ投資家の場合は、そもそも助言契約を結ぶというような仕組みにはなかなかないですね。プロ投資家にデリバティブを勧めるときには、金融機関は、まず助言をしませんということを一筆とらせますので、おっしゃるとおり、助言義務等は発生しないという前提で金融機関は動きます。そのかわり複雑な商品も売ります。こういうスタンスになっているのだろうと思います。

○行澤　　ありがとうございました。

【不実表示の効果と不法行為との関係】

○伊藤　　イギリス法上認められている損害賠償の基本的な枠組みでちょっとまだわからないことが多くて、それを伺いたいのですが、11 ページから 13 ページに①から③まで判例法理がまず紹介されていて、ここの話だけ見る限りでは、不実表示というのは契約の取消しを導く概念のように見えます。他方で、損害賠償が認められるかどうかは、要は詐欺に当たるか、あるいは過失に当たるかということで決まりそうな気がします。

これに対して、14 ページで紹介されている 1967

年不実表示法というのは、この条文を見ると、不実表示を理由に損害賠償が認められているようです。ということは、1967年不実表示法というのは、まさに不実表示を理由に損害賠償を認める、そのような特別法なのかということをもっと伺いたいです。

もっと一般的には、不実表示というものと過失というものの関係がよくわからないのです。後ろのほうの裁判例の紹介を見ても、あるときには過失が主張されているし、あるときには不実表示が主張されています。

それから、31ページにFSMA150条が紹介されていますが、この条文は現実に使われているものなのでしょうか。その点も伺いたいです。

○松井 不実表示自体は、要するに契約法上の問題であって、契約の取消しなし無効という効果を導くものとして存在します。ただ、不実表示があった場合に、当該契約から損害を被った者がいる場合に救済をしたいという要請が出てきたときに、それはどの枠組みにのせるかということ、これは契約法上の中での効果が伴うようにするには、やはり不法行為にのせざるを得ないというのが、イギリスの選択だったわけです。

そうしますと、結局、不法行為請求をするときに何を根拠にするのかということ、不法行為は、前述のように不実表示があるかないかと無関係に成立しますので、不実表示であると言う必要はなくなるのです。そうしますと、伊藤先生のご疑問もそこにあるのではないかと思うのですけれども、不実表示と言うことの意味はないということになるのではないかと思います。

ただ一つあるのは、不実表示があった上で不法行為の請求をする場合に、どうも過失が認められやすくなるのではないかと、という気はしています。つまり、事実に関する虚偽の表示がありますから、その虚偽の表示のところに即して不注意があったかどうかということを考えればいいわけです。

もう一つは、先生のご指摘のとおり、イギリスの場合は1967年不実表示法を入れて立証責任の転換をやっていますから、さらに使いやすくなっ

たということがあるでしょう。恐らく不実表示に基づいて不法行為を請求するという例があり、現にそれによって救済しなければいけないという例があり、その結果として1967年法が出てきているはずなので、やはり不実表示と過失による不法行為とが密接に結びつく事案が多々あったのであろうというふうに理解しています。

現在では、不実表示による損害賠償請求をするときにはほぼ1967年法を使いますので、そういう意味では、不実表示に基づいて不法行為請求をするという有用性があるということになっているかと思えます。

ですから、最初の質問に関しては、論理的には一応別なのだけれども、不実表示を契機として過失を考えるとというのが、事案としてもあったのだろうし、多分実務的にもそのほうが過失の認定がしやすかった。そして特別の立法もつくって、さらに救済をしていったというようなことではないかと、推測をしています。

それから、FSMAの150条を使った請求はあるかというのは、私が見た2011年までの資料ではそういった請求が出てきた例を見つけられませんでした。ただ、全くの推測ですが実際に使っている例はあるのではないかと思います。

○伊藤 ありがとうございます。

【コモンロー上と規制法上の投資家区分】

○洲崎 プロ投資家と一般投資家について伺いたいのですが、今日ご紹介された裁判例は、いずれもコモンロー上の責任の成否に関するもので、プロ投資家に関するものが3件、一般投資家に関するものが1件で、過失があったかどうか争われたものが多かったのかなと思います。そもそも不実表示が成立するのかどうか、あるいは因果関係があるのかどうかということが問題になったものもあったように思います。例えば、過失はあった、つまり、業者側の説明はいいかげんだったが、非常に経験のある投資家であったのだから、ちゃんと文書を読んでいれば損害は生じなかったはずであるというのは、因果関係が問題なのかな

という気がするのです。

いずれにせよ、投資家側に過失があったのかどうか、因果関係があったのかどうか、そして不実表示が成立するかどうかということは、投資家の属性によって、つまりプロかどうかで損害賠償責任が変わってくるというのはよくわかる話です。そうだとすると、個人投資家であっても、非常に投資経験が豊富な者であれば、それはむしろプロ投資家のほうに含めて、損害賠償責任が成立しにくくなるような判断をするということも理解できるところです。

これに対して、レジュメの23ページ、MiFIDのルールでは、専門的顧客を実質的に金融機関に限っているような感じがします。もっとも、③の特定取引当事者に経験豊富な個人投資家も含めるのであれば、コモンロー上のプロと一般投資家の区別に近づくのかなという気もします。逆に、③は②の金融機関に類似するようなものだとすると、コモンローでいうところの一般投資家とプロ投資家の区別と、MiFIDでいうところの一般投資家と専門的顧客はちょっとずれてくるのではないかなという気がしたのですが、そのあたりはいかがでしょうか。

○松井　まず、この23ページの①、②、③の分類と、私がイギリスの判例として紹介したプロ投資家が似たようなものではないかというのは、ちょっと言い過ぎたところがありました。MiFIDの専門的顧客、あるいはそれを受けたイギリスのCOBSというのは、確かに金融機関ないしそれに類するような機関投資家みたいなものを基本的には念頭においています。ですので、先ほどの例で紹介したものとイコールで考えてよいかと言われると、違うのかもしれないという気がします。

ただ、なぜ近いものと考えていると申し上げたかと申しますと、基本的には、MiFID 4条1項11号に出てくる専門的顧客というのは、当然に金融商品投資に関心があるものとしてみなし、したがって、その保護のレベルを下げたよいたと考えている顧客だからです。ただ、概念枠組み自体は大分違いますので、ずれが生じるというのは先生のお

っしゃるとおりだと思います。

それから、特定取引当事者はどうなるのかという話ですが、基本的に念頭に置いているのは、やはり金融機関です。これはもう24条を見るとわかりますが、19条以下の幾つかの保護規定を外してよいということがはっきり出てきますので、それは各国において特に保護の必要はないと判断できるレベルの金融機関というのを念頭に置いていると。ですから、これはかなり特殊なものでして、これに個人投資家が入ってくるということはちょっと考えにくいだろうと思います。

○洲崎　そうだとしますと、31ページの、MiFIDに基づく英国法の規定に違反すれば、それが損害賠償請求の根拠になるというところの判断についても、規制に違反するかどうかの判断に際しての一般投資家かプロ投資家かというのは、23ページの基準に従った区別をするというよりは、むしろコモンロー上のプロ投資家か一般投資家かという区別に基づいて、規制に違反しているか、つまり実質的な説明義務に違反しているかどうかを判断することになるというように考えてよろしいのでしょうか。

○松井　この150条は、金融監督法上の規則の違反としての問題になりますので、そこで投資家の属性がどう判断されるかというのは、基本的には金融監督法上の法的規律に従って変わってくるということになります。

ある種の金融監督法上の規律は、専門的顧客か一般顧客かということとを区別しないで規律しているものもあります。この場合、一般顧客か専門的顧客かという枠組みで切るのでではなくて、むしろコモンロー上のそれぞれの投資経験に応じて適合性に適しているか適していないかみたいな判断はやはり出てくる可能性があります。ですので、150条違反といっても、はっきり規制上、専門的顧客と一般顧客とを明示的に区別している規定に違反した場合はその基準でいきますし、そうではなく投資家を一般的に扱っているものにつきましては、コモンロー上の顧客の認識水準とか経験水準みたいなもので判断する可能性はあるだろうと思いま

す。

○洲崎 どうもありがとうございました。

【イギリスにおけるデリバティブ取引に係る紛争の現状】

○山下 私のほうからの質問で、第1回目と第2回目では、日本とドイツの話をしました。この両国は、事業者向けに相当高いリスクのデリバティブを販売して、それが裁判などで問題になっています。どちらの国でも経験が中途半端にあるような事業者の投資家というのでしょうか、こういう類型のものについては、自己責任ではなくて、やはりある程度説明義務あるいは助言義務的な義務を課してもいいのかという議論もあったかと思いますが、それに比べると、今回のイギリスの話というのは、やはり自己責任原則がかなり強調されているようにも今日お聞きしました。

ただ、事案としては、そんなに高いデリバティブが問題になったような事例でもなさそうだなと思われまして、非常にリスクの高いものがたくさん売り込まれて、トラブルが世の中で問題になっている、そういう情報はあまりないと思ってよろしいのでしょうか。

○松井 イギリスにおいても、激しくデリバティブが販売されているということは当然あるだろうと思います。それは、売る相手であるとか、契約内容で必ず自己責任を徹底しているとか、ある程度紛争にならないような形で対処されているのかなと思いました。

ちなみに、今回イギリスで問題になった事案として紹介したのを見ますと、いずれも海外の投資家の事案なのですね。これはイギリスの特徴で、世界中の本当に投資経験の豊かな人間が投資資金を集めてイギリスにやってきて、特殊な商品を買っていく。それはリスクが高いのですけれども、実際にリスクが実現したときには訴えて、紛争になっているのかなという感じがしました。つまり、本当に危ないものを危ないとわかっている人が相応のリスクをとって購入しているのでしょうか、中途半端な経験の人は多分相応のリスクのものを

買っているのでしょうか、そのミスマッチがあまり大きく生じていないのかもしれませんが。

ただ、これは法的に意味があるものとして判例集や文献等で出てくるものに過ぎないので、例えば行政処分レベルで処理されているものであるとか、あるいはイギリスの場合ADRで解決されているものも多々あるようで、そういうところで処理されているものとか、実は目に見えないところにたくさんあるのかもしれませんが。ですので、問題に全くなっていないというわけではないのでしょうか、日本の投資とは問題のあらわれ方が違うというのは、先生のおっしゃるとおりだろうという気がします。

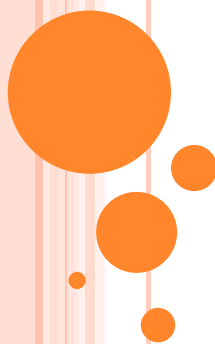
○山下 ほかにいかがでしょうか。

○森田 イギリスの場合は、おっしゃるようにADRで、庶民レベルというかコンシューマーレベルは、そこでもう裁判にもならず解決するというのが進んでいるというふうに聞いています。ですから、31ページのFSMAの150条か何か、要するにコモンロー上の訴権があるとかというふうじゃなくて、立法上の救済規定に基づいて救済できるというようなものがもっと普及していて、その請求についてはADRで処理するというふうですので、おっしゃるように、判例に出てくるのはコモンローとかになったものしか出てこないというような感じもあるのかなと思いました。

ですから、これでイギリスの全体像ではないというふうな感じがしますので、ちょっとその辺を最後に言いたいと思いました。どうもありがとうございました。

○山下 それでは、一応今日はこれで終わりたいと思います。

次回は加藤先生に同じテーマでアメリカの話をお伺いすることになっています。それでは、本日はこれで終了いたします。どうもありがとうございました。



デリバティブ取引の投資勧誘規制 【英国】

2014.3.28
立教大学 松井秀征

目次

- 1 デリバティブ取引の投資勧誘に対する法的規律
- 2 デリバティブ取引の投資勧誘に関する先例
- 3 若干の評価とコメント

1 法的規律

- 英国におけるデリバティブ取引の投資勧誘に対する法的規律の枠組み
 - ・ コモンロー上の法的規律
→違反時：民事上の損害賠償責任その他の効果
 - ・ 金融監督法上の法的規律
→違反時：行政上の制裁
民事上の損害賠償責任その他の効果

3

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 業者による投資勧誘に従って、デリバティブ取引を行った投資家が損害を被り、当該業者等に責任を追及する場合
 - ・ 契約締結時の不実表示（misrepresentation）による責任等
→とりわけ問題となりうるのは、過失による不法行為（negligence）による責任

4

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 不実表示 (misrepresentation)
 - ・ 不実表示の意義
 - 相手方を契約関係に勧誘する際、事実に関して、不正確な言動をなすこと
 - 当該言動は、相手方において誤導され、契約を締結するに足りるだけの決定的な内容を含んでいなければならない
 - 当該言動を行った表示者が、その内容の不正確性を認識しているか否か、当該言動を行うについて過失があるか否かは、不実表示に該当するかどうかという観点からはひとまず問題ではない

5

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 不実表示 (misrepresentation)
 - ・ 不実表示に関するメルクマール
 - ① 不実表示は言明又は行動によってなされる
 - ② 不実表示は現在又は過去の事実、もしくは法に関してなされなければならない
 - ③ 不実表示は意見の表明を含むべきでない
 - ④ 不実表示は曖昧なものであってはならない
 - ⑤ 不実表示は、合理的な人に対して影響を与えるだけの実質的なものでなければならない

6

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 不実表示 (misrepresentation)
 - ・ 不実表示に関するメルクマール (続き)
 - ⑥ 不実表示は、主たる契約の締結前になされなければならない
 - ⑦ 不実表示は契約の一方当事者となる者から他方当事者となる者に対して行われなければならない
 - ⑧ 不実表示は微細な誤りを指すものではない
 - ⑨ 不実表示の被表示者において生じた誤解が、客観的にみて合理的に生じうるものであれば、それは不実表示である

7

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 不実表示 (misrepresentation)
 - ・ 不実表示に関するメルクマール (続き)
 - ⑩ 不実表示のなされた時点から契約締結前までのどの時点をとっても、それが誤った内容であればそれは誤った言動と評価される
 - ⑪ 不実表示の被表示者は、それがなされていることを認識しており、それに決定的に影響を受けて判断をしていなければならない

8

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 不実表示 (misrepresentation)
 - ・ 不実表示と開示義務 (duty to disclose) との関係
→ 英国法上の前提：
一方の契約当事者となるべき者が、他方の契約当事者となるべき者に対して、取引の締結や契約条件の確定のために有用な情報を明らかにする積極的な義務はない
(店頭デリバティブ取引であっても「買主注意せよ (caveat emptor)」の原則が妥当)

9

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 不実表示 (misrepresentation)
 - ・ 不実表示の類型
 - ① 詐欺となる不実表示
(fraudulent misrepresentation)
 - ② 過失による不実表示
(negligent misrepresentation)
 - ③ 単純な不実表示
(innocent misrepresentation)

10

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 不実表示 (misrepresentation)
 - ・ 不実表示がなされた場合の民事上の効果
 - ① 詐欺となる不実表示の場合
 - 契約の取消し：エクイティ上の救済 (rescission)
 - 不法行為に基づく損害賠償責任 (tort of deceit)
 - * なお、詐欺による不法行為において認められる損害賠償の範囲は、支払額と獲得価値との差額、契約締結において要した費用、及び契約締結の結果として逸した利益を含み、賠償の範囲としてはもっとも広く認められる

11

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 不実表示 (misrepresentation)
 - ・ 不実表示がなされた場合の民事上の効果
 - ② 過失による不実表示の場合
 - 契約の取消し
 - 不法行為に基づく損害賠償責任 (tort of negligence)
 - * 過失による不法行為において認められる損害賠償の範囲は、予見可能な直接損害

12

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 不実表示 (misrepresentation)
 - ・ 不実表示がなされた場合の民事上の効果
 - ③ 単純な不実表示
 - 契約の取消し
(エクイティ上の救済として、あらゆる不実表示に対する契約の取消しが19世紀に発展してきたという事情がある)

13

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 不実表示 (misrepresentation)
 - ・ 1967年不実表示法による特別の規律の存在
(Misrepresentation Act 1967)
 - 不実表示によって契約を締結し、かつ損害を被った者がいる場合、詐欺的な不実表示がなされていない場合でも、当該表示者が表示の内容が真実であると信じる相当の理由があり、かつ契約締結時点まで現に信じていたという事実を立証しない限り、詐欺的な不実表示がなされていたならば負うであろう不法行為責任を負う (2条1項)
 - 枠組みは過失不法行為だが、責任内容は詐欺不法行為の内容

14

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 不実表示 (misrepresentation)
 - ・ 1967年不実表示法による特別の規律の存在 (Misrepresentation Act 1967)
- 不実表示から生じる責任を不合理に排除し、又は制限する契約条項を無効とする (3条)

15

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 過失による不法行為 (tort of negligence)
 - ・ 注意義務 (duty of care) の存在
 - ・ 義務違反 (breach of duty) の存在
 - ・ 経済的損害との因果関係 (causation) の存在
- とりわけ問題となるのは注意義務の存在と
その内容

16

1 法的規律

(1) コモンロー上の法的規律

- 過失による不法行為 (tort of negligence)
 - ・ 注意義務を課すに当たっての3基準
 - ① 損害が予見可能であること
 - ② 当事者間に十分に近接した関係 (proximate relationship) があること
 - ③ 裁判所による政策的な判断として、注意義務を課すことが「公平 (fair) であり、正当 (just) であり、かつ合理的 (reasonable) である」といえること
(*Caparo v. Dickman*, [1990] 2.A.C.605)

17

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ 1939年・1958年投資詐欺防止法
(Prevention of Fraud (Investments) Acts 1939/1958)
→証券取引に関与する事業者に対するライセンスを求めるもの
 - ・ 1986年金融サーヴィス法
(Financial Service Act 1986)
→政府の監督下にある自主規制機関の設置

18

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ 1993年投資サービス指令
(ISD : Investment Services Directive 1993)
 - 加盟国における法規制の最小限の調和
 - 金融サービスに関する域内の障害の除去
(域内における国境を越える金融サービスの提供に際して、ライセンスを出自国で受ければ足りる)
 - *ただし、規制対象となる金融商品の不十分さ、金融商品の取引業者が従うべき事業上の行為規制に関する具体的規律の乏しさ(公平誠実義務や注意義務(11条)という一般的な行為規制はあるが)

19

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ 2000年金融サービス・市場法
(FSMA : Financial Services and Markets Act 2000)
 - 自主規制システムが十分機能しない中で、単一の規制機関(保険、銀行、投資セクターを束ねる機関)が求められる

20

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ 2004年金融商品市場指令
(MiFID: Markets in Financial Instruments Directive)
 - ISDに代わるものとして制定され、高次元の原理 (high level principles) を定めるものとして位置づけられる (より具体的な実施指令、実施規則の存在を前提とする)
 - 加盟国における金融商品市場に関する規制の最大限の調和 (各国の規制の上乗せを認めない)
 - 行為規制に関する具体的内容を有する

21

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ 規制対象 (MiFID1条1項)
 - 金融商品取引業者 (investment firms)
 - 規制市場 (regulated markets)
 - ・ 金融商品取引業者の意義 (MiFID4条1項1号)
 - 通常行う職業ないし事業活動が、指令の列挙する第三者への投資サービス、ないし職業的な投資活動に該当する法人等

22

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ 顧客の分類
 - ① 一般顧客 (retail client)
 - 専門的顧客でない者 (MiFID4条1項12号)
 - ② 専門的顧客 (professional client)
 - 金融市場における活動について権限を与えられ、もしくは規制されることが求められる者 (信用機関、金融商品取引業者、保険会社、年金基金等) (MiFID4条1項11号)
 - ③ 特定取引当事者 (eligible counterparty)
 - 各加盟国で特に行為規制等による保護を設ける必要がないと判断する専門的投資家等 (MiFID24条)

23

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ 金融商品取引者に対する行為規制の例
 - 利益相反規制 (MiFID18条)
 - 投資サービス提供時における顧客に対する義務 (MiFID19条)
 - 顧客の注文執行時における最良執行義務その他の義務 (MiFID21・22条)

24

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ 金融商品取引業者に対する利益相反規制
 - 自らにおいて生ずべき利益相反を明らかにするための適切な手続をとらなければならない
(MiFID18条1項)
 - 当該手続により明らかにされる利益相反を回避するため、効果的な組織上、管理上の措置を保持し、運営しなければならない (MiFID13条3項)
 - 以上によって顧客に損害の生じるリスクを回避するに足りない場合、取引等を行う前に利益相反の一般的な性質とその源について開示しなければならない
(MiFID18条2項)

25

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ 投資サービス提供時における顧客に対する金融商品取引業者の義務の内容 (MiFID19条)
 - ① 一般的義務 (1項) : 顧客の最善の利益に合致するよう、誠実、公平、かつ専門性をもって行動すべき義務
 - ② 情報提供義務 (2項) : 顧客に対して公平、明確、かつ誤動的でない情報提供をなす義務
(適切な情報として含むべき内容として、金融商品取引業者とそのサービス、金融商品及び提案されている投資戦略、執行地 (方法)、費用等 (3項))

26

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ 投資サービス提供時の顧客に対する金融商品取引業者の義務の内容 (MiFID19条)
 - ③ 顧客の情報を取得する義務 (4項・5項)
 - 【投資助言等を行う場合】顧客の当該投資分野に関する知識及び経験、財務状況、及び投資目的等に関する情報の獲得
 - 【それ以外の場合】顧客の当該投資分野に関する知識及び経験に関する情報の獲得
 - もし情報を獲得した結果、ある金融商品やサービスが当該顧客に適合 (appropriate) しないと判断される場合、金融商品取引業者はその旨の警告を発する義務がある
 - 顧客が情報を提供しない、もしくは不十分にしか提供しない場合、金融商品取引業者において適合性の判断ができないことを警告する義務がある
 - * なお、顧客の注文を執行するだけの場合等の例外 (6項)

27

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ 投資サービス提供時における顧客に対する金融商品取引業者の義務の内容 (MiFID19条)
 - ④ 文書作成及び交付に関する義務(7項・8項)
 - 【金融商品取引業者】取引当事者間で合意された権利義務、業者が顧客に提供すべきサービスの内容等を記した文書の作成
 - 【顧客】顧客に対して提供されるサービスに関する報告 (取引やサービスに関する費用に関する記載を含む) を受領

28

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ 金融商品市場指令の国内法化
 - 2007年にMiFIDに即した行為規則をまとめる
(COBS : FSA's Conduct of Business Rules)
 - * FSMA138条は、FSA (当時。現在のFCA) において、消費者利益保護の観点から、事業者による業務遂行にあたって必要な規則を定める権限を認めている
 - ・ 金融商品取引業者に対する行為準則
 - MiFIDが適用となる事業者に対して求められる行為準則
(PRIN : Principles of Business)
 - 経営者に対する準則
(SYSC : Senior Management Arrangements, Systems and Controls)

29

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ MiFIDとCOBS等の対応関係
 - 顧客の分類 : COBS 3
 - 利益相反規制 : SYSC 10
 - 顧客への一般的義務 : COBS 2.1
 - 顧客への情報提供義務 : COBS 2.2
 - 顧客からの情報取得義務 : COBS 9/10
 - * 投資助言につきsuitability (COBS 9)
 - * それ以外につきappropriateness (COBS 10)
 - 文書義務 : COBS 16

30

1 法的規律

(2) 金融監督法上の法的規律

- 金融商品の取引業者に対する金融監督法の展開
 - ・ FSMA及び規則違反時の民事上の効果
 - 当該違反の結果として損害を被った私人による訴えが可能となる (FSMA150条)
 - (規制違反の直接的効果)
 - 当該効果が一般的な私法上の請求を排除するものではない

31

2 投資勧誘に関する先例

- デリバティブの投資勧誘に関する先例
 - ・ プロ投資家が対象となっている事案
 - ・ 一般投資家が対象となっている事案
- 金融監督法上の専門的顧客と一般顧客にほぼ等しい関係と考えてよからうが、事案そのものはコモンロー上の枠組みに従ったもの

32

2 投資勧誘に関する先例 (1) プロ投資家事案

○ The *Bankers Trust* Case

(*Bankers Trust International PLC v. PT Dharmala Sakti Sejahtera*, [1996] CLC 518)

【当事者】

- Bankers Trust International PLC (BTI)
Bankers Trust Company (BTCo)
→同一グループに属する金融商品取引業者
- PT Dharmala Sakti Sejahtera (DSS)
→取引相手となるインドネシア法人

33

2 投資勧誘に関する先例 (1) プロ投資家事案

○ The *Bankers Trust* Case

【取引】

- 1994年1月27日におけるBTIとDSSの取引
(スワップ取引①)
 - 想定元本5000万米ドル
 - 契約期間2年
 - 参照期間において、6か月ものの米ドルLIBORの参照利率が一定水準を下回っていた場合、DSSがBTIから受取り、上回った場合、DSSがBTIに支払い
- 1994年2月にFRBが政策金利を引き上げ、スワップ取引①がDSSにとって利益を見込めなくなり、取引内容改訂に向けた交渉を行い、同一構造の取引を実現 (スワップ取引②)
 - スワップ取引②に際して、BTCo担当者は当該取引に関する説明を行い、その際DSSの被りうる損害についてのリスクに関する説明を欠いていたが、DSSはその取引の構造を理解していた

34

2 投資勧誘に関する先例

(1) プロ投資家事案

○ The *Bankers Trust* Case

【事実経過】

- 1994年3月、4月にFRBが政策金利引き上げ
→DSSにとってスワップ取引②がout of moneyの状態
- 1994年5月13日、DSSは、取引にあたっての窓口となったBTCo（シンガポール支店）において重大な不実表示があったと主張して、契約の継続を望まない旨を伝達
- 1994年12月、BTIは、ISDAの契約条件に基づき、DSSに債務不履行があるとした上で、DSSに対して約6470万米ドルの支払義務があるとして、支払請求
- DSSは、BTCoが利点を強調しながら本件スワップ取引（LIBOR Barrier Swap）の高いリスクについては説明せず、また経済見通しについて誤ったアドバイスを行ったと主張し、重大な不実表示を基礎に反論するとともに、反訴を提起

35

2 投資勧誘に関する先例

(1) プロ投資家事案

○ The *Bankers Trust* Case

【判旨】請求認容

- BTIにおける過失による不実表示の有無
→BTIにおける過失の有無（注意義務が発生するか否か、及びかりに義務があるとした場合にどのような義務が発生するか）は、BTIとDSSとの関係において、①DSSに損害が生じることについての予見可能性の有無、②BTIとDSSとの近接性、③本件において注意義務をBTIに課すことが公平、正当、かつ合理的か、という点を問うことになる

36

2 投資勧誘に関する先例 (1) プロ投資家事案

○ The Bankers Trust Case

【判旨】

- ・ BTIにおける過失（注意義務違反）の有無
- BTCoの担当者とDSSのそれとの間に専門的能力の差はあるものの、その差は非常に小さく、DSSの担当者は本件スワップ取引の性質を評価できるだけの能力を有していた
- DSS側の技能、経験、勤勉さ等を考えた場合、BTCo及びBTIの側に一般的な助言者の役割はない
- スワップ取引②を行う時点で、当該取引に関する説明がBTCoの側からなされているところ、このような場合、不注意に誤った事実が説明されないようにする義務がある。したがってBTI及びBTCoは、適切なグラフや文字を用いて、提案されている取引の財務上の意味を説明しなければならず、バランスを保って利点と欠点を明らかにしなければならない

37

2 投資勧誘に関する先例 (1) プロ投資家事案

○ The Bankers Trust Case

【判旨】

- ・ BTIにおける過失（注意義務違反）の有無
- たしかに、本件においてBTCoの担当者にはスワップ取引②を実行する際の説明について最善の水準にあるとはいえないが、故意に不実表示を行ったというものではなく、十分な思慮を欠いた、もしくは過度の営業努力を行った（over-enthusiastic salesmanship）という類のものである
- 他方でDSSは、スワップ取引②における莫大な損害を生じさせる構造を認識しており、以上の説明によってDSSが誤導されたという事実がない。以上の認識があることで異なる行動をとっていたであろうという事情もない

38

2 投資勧誘に関する先例

(1) プロ投資家事案

○ The Bankers Trust Case

【判旨】

- ・BTIにおける過失（注意義務違反）の有無
- 業者の顧客に対する注意義務の範囲は、すぐれて特定の状況に応じて画せられ、顧客の被った損害に対して業者が責任を負うかどうかはすべての事情を総合して勘案すべきであり、特定の事情を他の事情から切り離して考えるべきではない
- 本件でBTIに過失による不実表示はないとするにあたり問題となる事情は、①BTI及びBTCoにおいてDSSに対する説明義務はないこと、②それにもかかわらずDSSに対してスワップ取引②に関する説明がなされたこと、③当該説明によってBTI及びBTCoには不注意に誤った説明をしない義務が発生したこと、④BTIとBTCoはその義務を完全には実行していないが、故意に不実表示をしたわけではないこと、⑤DSSの取引に関する意思決定はBTCo担当者の説明によって影響を受けていないこと

39

2 投資勧誘に関する先例

(1) プロ投資家事案

○ The Bankers Trust Case

【評価】

- ・一般的な説明義務が前提とならないケース
- ・顧客が相応の知識と経験を有していたケース
 - 金融商品取引業者の説明によって投資判断の影響を受けていないケース
- ・金融商品取引業者の意図的な不実表示のないケース
- *現時点であれば、MiFID19条1項（COBS 2.1）の一般的義務には抵触しているようにも見えるが、専門的顧客の場合にはその義務は軽減され、責任の認められる場合は制約されるとの理解もある

40

2 投資勧誘に関する先例 (1) プロ投資家事案

○ The Peekay Case

(*Peekay Intermark Limited (1) Harish Pawani (2) v. Australia and New Zealand Banking Group Limited*, [2005] EWHC 830 (Comm), [2006] EWCA Civ 386)

【当事者】

- Peekay Intermark Limited (Peekay)
→Harish Pawani(株主・取締役)の支配する会社
PawaniはDubai在住で、投資経験は非常に豊か
- Australia and New Zealand Banking Group Limited
(ANZ)
→金融商品取引業者

41

2 投資勧誘に関する先例 (1) プロ投資家事案

○ The Peekay Case

【取引】

- 1998年2月にPeekayがANZのプライベートバンクから、USD Hedged Russian Treasury Billなる金融商品（本件金融商品）を25万米ドル分購入
→参照商品：ロシア割引政府証券（GKO）
→リスク及びキャッシュフロー：GKOにリンク
→リスクヘッジ：GKO満期時の米ドル先物購入
- 投資家にはGKOの満期時に米ドルで償還

42

2 投資勧誘に関する先例

(1) プロ投資家事案

○ The Peekay Case

【事実経過】

- ・取引の際の会話では、Peekayが本件金融商品を購入することにより、GKOに対する持分を有することとされていた（ANZがGKOを保有し、Peekayに対して受託者の地位に立つ）が、取引締結時に交わされたterm sheetによれば、本件金融商品は純粹に「合成」商品であって、ANZはGKOを保有していないし、Peekayは持分を有するわけでもなかった
- ・ただし取引にあたって、Peekay及びPawaniは、本件金融商品にかかるfinal terms and conditionsの全ての頁にサインをしている

43

2 投資勧誘に関する先例

(1) プロ投資家事案

○ The Peekay Case

【事実経過】

- ・ロシア政府は、1998年8月、債務支払いを停止し、GKOは債務不履行となった。その結果、本件金融商品の現金決済が行われ、投資額の2.5%にあたる5000米ドルがANZよりPeekayに対して支払われた
- ・Peekay及びPawaniは、ANZ担当者が不実表示をしたこと、termの内容を知っていれば取引を行わなかったこと、そしてANZは担当者の発言とtermの内容が異なることについて知らせるべきであったこと等述べて、1967年不実表示法等に基づき、損害賠償請求を行った

44

2 投資勧誘に関する先例 (1) プロ投資家事案

○ The Peekay Case

【第1審判旨】請求認容

・不実表示の有無

→ANZ担当者はPawaniを誤導する意図はなかったものの、本件金融商品を理解しておらず、不実表示を行った

→Pawaniが書類を一切読まなかったのは「賢くなかった」けれども、ANZ担当者に信頼を置いており、本件金融商品が当該担当者が述べたものと異なると信じる理由がなかった

*投資額と事後に受け取った額との差額の賠償が認められている

45

2 投資勧誘に関する先例 (1) プロ投資家事案

○ The Peekay Case

【控訴審判旨】原判決破棄

・不実表示の有無

→問題は、次の2点にあるととらえた

① 本件金融商品について、Pawaniがその構造と条件を理解するだけの十分な明確さを有していたかどうか

② Pawaniにおいて、ANZ担当者の説明がPeekayに本件金融商品を購入させるだけの誘因となっていたかどうか

→Pawaniにおいて署名をした本件金融商品におけるfinal terms and conditionsは、十分に明確な内容を有しており、かりにPawaniがこれを読んでいれば十分に内容を理解できるものであった

→PawaniはANZ担当者の説明が誘因となって取引を行ったのではなく、文書内容に基づいて行ったと評価できる

46

2 投資勧誘に関する先例

(1) プロ投資家事案

○ The *Peekay* Case

【評価】

- ・顧客が相応の知識と経験を有していたケース
→金融商品に関する取引条件を読まずに読んだとの署名をしているケース
→金融商品取引業者の説明によって投資判断の影響を受けていないと評価されたケース
- ・金融商品取引業者の意図的な不実表示のないケース

47

2 投資勧誘に関する先例

(1) プロ投資家事案

○ The *Springwell* Case

(*Springwell Navigation Corporation v. JP Morgan Chase Bank*, [2008] EWHC 1186 (Comm), [2010] EWCA Civ 1221)

【当事者】

- ・Springwell Navigation Corporation (Springwell)
→Adamandios Polemis (LondonとPiraeusで海運事業経営) とその兄弟が設立した投資会社
- ・JP Morgan Chase Bank (Chase)
→金融商品取引事業者

48

2 投資勧誘に関する先例 (1) プロ投資家事案

○ The *Springwell* Case

【取引】

- 1998年までにSpringwellは、Chaseとの間で次のような投資総額7億米ドルのポートフォリオを組成
 - 投資はロシアとラテンアメリカの債券に行う
 - ロシア債券は、長期のユーロ債、リストラクチュアされたソ連債、及びGKO（ないしその成果に連動し、その満期にルーブルで米ドルを買う先物取引を伴う債券）を含む

49

2 投資勧誘に関する先例 (1) プロ投資家事案

○ The *Springwell* Case

【事実経過】

- ロシア政府は、1998年8月、債務支払いを停止し、GKOは債務不履行となった。その結果、Springwellの保有するGKO（ないしこれに連動する債券）は支払いを受けられなくなった
- SpringwellはChaseに対して、
 - ① 投資助言に関する義務の違反
 - ② 不実表示を主張して、損害賠償請求等を行った

50

2 投資勧誘に関する先例

(1) プロ投資家事案

○ The *Springwell* Case

【第1審判旨】 請求棄却

- ・ 投資助言に関する義務について
 - Chaseは、Springwellのポートフォリオに関する一般的な助言義務を負うものではない
 - Springwellは、高度に洗練された投資家であり、契約上助言義務を負わない種類の投資家であることが契約における文書化において示されている（SpringwellはChaseに依存しない）

51

2 投資勧誘に関する先例

(1) プロ投資家事案

○ The *Springwell* Case

【第1審判旨】

- ・ 不実表示について
 - 一般的不実表示の主張は、一般的助言義務に関する主張と区別できない
 - 個別的な不実表示の主張（ロシア経済、仕組債及びロシアの銀行に関する不実表示がなされたとの主張）は事実認定により斥けられる

52

2 投資勧誘に関する先例 (1) プロ投資家事案

○ The *Springwell* Case

【控訴審判旨】控訴棄却

- ・控訴審においてSpringwellは不実表示に関する点に絞って争い、ChaseからGKOが保守的であり、流動性があり、かつ為替リスクがないと説明された点が不実であると主張した
→裁判所は、電話記録等からChaseがこのように発言した旨を認定できるとしても、
 - ①Springwellが洗練された投資家であって、問題となる金融商品のリスクは十分に理解していたこと、とりわけこの会話が新興市場における投資に関する内容の中で出てきたものであること
 - ②かりに①の点を措くとしても、意見として理解できるのであって、不実表示の対象とならないことを示して、Springwellの主張を斥けた

53

2 投資勧誘に関する先例 (1) プロ投資家事案

○ The *Springwell* Case

【評価】

- ・ Bankers Trust Caseの延長線上でとらえられるケース
→ 一般的助言義務を認めない
- ・ Peekay Caseの延長線上でとらえられるケース
→ 取引条件に関して署名を獲得し、その中で金融商品取引業者が提供した情報に関する責任を負わないこと、情報の内容について独立の手続で確認していないこと、契約上のwarrantyを与えないこと、顧客が洗練されており、業者に依存すべきでないことを確認しているケース
- ・ 金融商品取引業者の意図的な不実表示のないケース

54

2 投資勧誘に関する先例 (2) 一般投資家事案

- The *Ockwell Case*
(*Seymour v. Caroline Ockwell & Co.; Zurich IFA Limited*,
[2005] EWHC 1137 (QB))

【当事者】

- Edward Arthur Seymour and Pauline Mary Seymour
(Seymours)
→農業ビジネスの売却に伴う課税を軽減し、かつ手にした資本の一定部分をリスクの低い投資商品に投資することを希望
- Caroline Ockwell & Co. (Ockwell)
→Zurich IFAから金融商品取引の権限を付与
- Zurich IFA Limited (ZIFA)
→保険商品、投資商品を提供する会社を保有する持株会社

55

2 投資勧誘に関する先例 (2) 一般投資家事案

- The *Ockwell Case*

【取引】

- Ockwellは、SeymoursにAllied Dunber International Managed Portfolio Bond (ADIMP Bond) の投資を勧め、Seymoursはこれに50万ポンドを投資した
- Allied Dunberは、ZIFAの傘下にある投資商品を提供している会社である。ADIMP Bond自体は「包み(wrapper)」に過ぎず、これに投資することで、Imperial Consolidated Groupの管理するAlpha Fundのリスクに結びつくことになる

56

2 投資勧誘に関する先例 (2) 一般投資家事案

○ The *Ockwell* Case

【事実経過】

- Seymoursによる投資がなされた後、ZIFAにおいてAlpha Fundの健全性に関する疑念が提示されたが、ZIFA内部でこれが適切に伝達されなかった結果、当該情報はOckwellにも伝えられなかった
- その後、Alpha Fundは清算され、Seymoursは投資額全額を失った
- Seymoursは、Ockwell及びZIFAのnegligenceを根拠として損害賠償請求を行った

57

2 投資勧誘に関する先例 (2) 一般投資家事案

○ The *Ockwell* Case

【判旨】 Ockwellに対する請求を認容

- Ockwellの過失の判断
 - 専門家の過失は、一般的に合理的に能力のある専門家に期待できる基準に従って判断する
 - 本件においてAlpha Fundはリスクの低い投資ではなく、Ockwellはそのような評価をしなかった点で問題がある
 - Ockwellは、リスクの低いSeymoursに適合的な投資を助言することを企図していた。そうであれば彼女がすべきだったのは彼女自身が意見を形成し、独立の判断をすることだったのであり、ZIFAからの助言も精査すべきであった
- 認められる損害
 - 失った資金及び当該資金を失うことで得られなくなった利益（節約するはずだった税金等）

58

2 投資勧誘に関する先例 (2) 一般投資家事案

○ The *Ockwell* Case

【判旨】

- ・ ZIFAに対する請求
- negligentに基づく請求の際に問題となる注意義務の枠組み（予見可能性、近接性、義務を課すことの公平性・正当性・合理性）のうち、近接性の要件を満たさないとして棄却
- * なお、OckwellはZIFAに対する請求をなし、ZIFAは情報を更新する義務に反したとして、OckwellのSeymourに対する責任のうち3分の2を損害額として認めた

59

2 投資勧誘に関する先例 (2) 一般投資家事案

○ The *Ockwell* Case

【評価】

- ・ 一般投資家の場合において、その情報を獲得した金融商品取引業者は、専門家として、当該投資家に適合した金融商品であることを自らの責任において確認し、助言すべきことが求められている
- MiFID19条5項（COBS 10）及び1項（COBS 2.1）に照らしても相応か
- ・ 本件事案の特徴
- 不実表示ではなく negligenceの事案
- デリバティブの投資勧誘の事案ではない

60

3 若干の評価とコメント

- 英国におけるデリバティブの投資勧誘
 - ・ 金融商品取引業者の説明義務
 - 原則として、私法上、金融商品取引業者に説明義務は発生しない（MiFID及びCOBSによる行政的規制に基づく説明義務は除く）
 - 金融商品取引業者の側からデリバティブに関する説明を行った場合、不注意に誤った説明をしない義務はある

61

3 若干の評価とコメント

- 英国におけるデリバティブの投資勧誘
 - ・ 金融商品取引業者の責任追及の枠組み
 - 事実に関して異なる表示を行った場合には不実表示に該当し、詐欺的、ないし過失によりこれが行われていれば、不法行為に基づく損害賠償請求がなされることになる
 - 以上のような事情がない場合には過失による不法行為に基づく損害賠償請求がなされることになる

62

3 若干の評価とコメント

- 英国におけるデリバティブの投資勧誘
 - ・ 金融商品取引業者の責任追及の枠組み
 - 英国では「不実表示」「過失」の概念構造に拘束された形で投資勧誘に関する責任の判断がなされている
 - いわゆる適合性の問題は、「過失」の判断（予見可能性あるいは注意義務を課すことの合理性?）、ないし「不実表示」の判断（当該不実表示が意思決定に影響を与えているか）の枠内で扱われてきている

ご清聴ありがとうございました。

I

(Acts whose publication is obligatory)

**DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL
of 21 April 2004
on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and
Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council
Directive 93/22/EEC**

THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION,

Having regard to the Treaty establishing the European Community, and in particular Article 47(2) thereof,

Having regard to the proposal from the Commission (1),

Having regard to the Opinion of the European Economic and Social Committee (2),

Having regard to the opinion of the European Central Bank (3),

Acting in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty (4),

Whereas:

- (1) Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field (5) sought to establish the conditions under which authorised investment firms and banks could provide specified services or establish branches in other Member States on the basis of home country authorisation and supervision. To this end, that Directive aimed to harmonise the initial authorisation and operating requirements for investment firms including conduct of business rules. It also provided for the harmonisation of some conditions governing the operation of regulated markets.

(1) OJ C 71 E, 23.5.2003, p. 62.
(2) OJ C 220, 16.9.2003, p. 1.
(3) OJ C 144, 24.6.2003, p. 6.
(4) OJ L 14, 20.2.2003, p. 1.
(5) Council Directive of 25 September 1993 (not yet published in the Official Journal of the European Union), Council Directive of 8 December 2003 (OJ C 60 E, 6.3.2004, p. 11). Position of the European Parliament of 30 March 2004 (not yet published in the Official Journal) and Decision of the Council of 7 April 2004.
(6) OJ L 141, 11.6.1993, p. 27. Directive as last amended by Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 35, 11.2.2003, p. 1).

(6) Definitions of regulated market and MTF should be introduced and closely aligned with each other to reflect the fact that they represent the same organised trading functionality. The definitions should exclude bilateral systems where an investment firm enters into every trade on own account and not as a riskless counterparty imposed between the buyer and seller. The term 'system' encompasses all those markets that are composed of a set of rules and a trading platform as well as those that only function on the basis of a set of rules. Regulated markets and MTFs are not obliged to operate a 'technical' system for matching orders. A market which is only composed of a set of rules that governs aspects related to membership, admission of instruments to trading, trading between members, reporting and where applicable, transparency obligations is a regulated market or an MTF within the meaning of this Directive and the transactions concluded under those rules are considered to be concluded under the systems of a regulated market or an MTF. The term 'buying and selling interests' is to be understood in a broad sense and includes orders, quotes and indications of interest. The requirement that the interests be brought together in the system by means of non-discretionary rules set by the system operator means that they are brought together under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures (including procedures embodied in computer software). The term 'non-discretionary rules' means that these rules leave the investment firm operating an MTF with no discretion as to how interests may interact. The definitions require that interests be brought together in such a way as to result in a contract, meaning that execution takes place under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures.

(7) The purpose of this Directive is to cover undertakings the regular occupation or business of which is to provide investment services and/or perform investment activities on a professional basis. Its scope should not therefore cover any person with a different professional activity.

(8) Persons administering their own assets and undertakings, who do not provide investment services and/or perform investment activities other than dealing on own account unless they are market makers or they deal on own account outside a regulated market or an MTF on an organised, frequent and systematic basis, by providing a system accessible to third parties in order to engage in dealings with them should not be covered by the scope of this Directive.

(9) References in the text to persons should be understood as including both natural and legal persons.

(10) Insurance or assurance undertakings the activities of which are subject to appropriate monitoring by the competent prudential-supervision authorities and which are subject to Council Directive 64/225/EEC of 23 February 1964 on the abolition of restrictions on freedom of establishment and freedom to provide services in respect of reinsurance and retrocession (6), First Council Directive 73/239/EEC of 24 July 1973 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of direct insurance other than life assurance (7) and Council Directive 2002/83/EC of 5 November 2002 concerning life assurance (8) should be excluded.

(11) Persons who do not provide services for third parties but whose business consists in providing investment services solely for their parent undertakings for their subsidiaries, or for other subsidiaries of their parent undertakings should not be covered by this Directive.

(12) Persons who provide investment services only on an incidental basis in the course of professional activity should also be excluded from the scope of this Directive, provided that activity is regulated and the relevant rules do not prohibit the provision, on an incidental basis, of investment services.

(13) Persons who provide investment services consisting exclusively in the administration of employee-participation schemes and who therefore do not provide investment services for third parties should not be covered by this Directive.

(14) It is necessary to exclude from the scope of this Directive central banks and other bodies performing similar functions as well as public bodies charged with or intervening in the management of the public debt, which concept covers the investment thereof, with the exception of bodies that are partly or wholly State-owned the role of which is commercial or linked to the acquisition of holdings.

(15) It is necessary to exclude from the scope of this Directive collective investment undertakings and pension funds whether or not coordinated at Community level, and the depositaries or managers of such undertakings, since they are subject to specific rules directly adapted to their activities.

(6) OJ 56, 4.4.1964, p. 878/64. Directive as amended by the 1972 Act of Accession.
(7) OJ L 228, 16.8.1973, p. 3. Directive as last amended by Directive 2002/87/EC.
(8) OJ L 345, 19.12.2002, p. 1.

(16) In order to benefit from the exemptions from this Directive the person concerned should comply on a continuous basis with the conditions laid down for such exemptions. In particular, if a person provides investment services or performs investment activities and is exempted from this Directive because such services or activities are ancillary to his main business, when considered on a group basis, he should no longer be covered by the exemption related to ancillary services where the provision of those services or activities ceases to be ancillary to his main business.

(17) Persons who provide the investment services and/or perform investment activities covered by this Directive should be subject to authorisation by their home Member States in order to protect investors and the stability of the financial system.

(18) Credit institutions that are authorised under Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council of 20 March 2000 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions⁽¹⁾ should not need another authorisation under this Directive in order to provide investment services or perform investment activities. When a credit institution decides to provide investment services or perform investment activities the competent authorities, before granting an authorisation, should verify that it complies with the relevant provisions of this Directive.

(19) In cases where an investment firm provides one or more investment services not covered by its authorisation, or performs one or more investment activities not covered by its authorisation, on a non-regular basis it should not need an additional authorisation under this Directive.

(20) For the purposes of this Directive, the business of the reception and transmission of orders should also include bringing together two or more investors thereby bringing about a transaction between those investors.

(21) In the context of the forthcoming revision of the Capital Adequacy framework in Basel II, Member States recognise the need to re-examine whether or not investment firms who execute client orders on a matched principal basis are to be regarded as acting as principals, and thereby be subject to additional regulatory capital requirements.

(22) The principles of mutual recognition and of home Member State supervision require that the Member States' competent authorities should not grant or should withdraw authorisation where factors such as the content of programmes of operations, the geographical

⁽¹⁾ OJ L 126, 26.5.2000, p. 1. Directive as last amended by Directive 2002/87/EC.

distribution or the activities actually carried on indicate clearly that an investment firm has opted for the legal system of one Member State for the purpose of ending the stricter standards in force in another Member State within the territory of which it intends to carry on or does carry on the greater part of its activities. An investment firm which is a legal person should be authorised in the Member State in which it has its registered office. An investment firm which is not a legal person should be authorised in the Member State in which it has its head office. In addition, Member States should require that an investment firm's head office must always be situated in its home Member State and that it actually operates there.

(23) An investment firm authorised in its home Member State should be entitled to provide investment services or perform investment activities throughout the Community without the need to seek a separate authorisation from the competent authority in the Member State in which it wishes to provide such services or perform such activities.

(24) Since certain investment firms are exempted from certain obligations imposed by Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions⁽¹⁾, they should be obliged to hold either a minimum amount of capital or professional indemnity insurance or a combination of both. The adjustments of the amounts of that insurance should take into account adjustments made in the framework of Directive 2002/92/EC of the European Parliament and of the Council of 9 December 2002 on insurance mediation⁽²⁾. This particular treatment for the purposes of capital adequacy should be without prejudice to any decisions regarding the appropriate treatment of these firms under future changes to Community legislation on capital adequacy.

(25) Since the scope of prudential legislation should be limited to those entities which, by virtue of running a trading book on a professional basis, represent a source of counterparty risk to other market participants, entities which deal on own account in financial instruments, including those commodity derivatives covered by this Directive, as well as those that provide investment services in commodity derivatives to the clients of their main business on an ancillary basis to their main business when considered on a group basis, provided that this main business is not the provision of investment services within the meaning of this Directive, should be excluded from the scope of this Directive.

⁽¹⁾ OJ L 141, 11.6.1993, p. 1. Directive as last amended by Directive 2002/87/EC.
⁽²⁾ OJ L 9, 15.1.2003, p. 3.

(26) In order to protect an investor's ownership and other similar rights in respect of securities and his rights in respect of funds entrusted to a firm those rights should in particular be kept distinct from those of the firm. This principle should not, however, prevent a firm from doing business in its name but on behalf of the investor, where that is required by the very nature of the transaction and the investor is in agreement, for example stock lending.

(27) Where a client, in line with Community legislation and in particular Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements⁽¹⁾, transfers full ownership of financial instruments or funds to an investment firm for the purpose of securing or otherwise covering present or future, actual or contingent or prospective obligations, such financial instruments or funds should likewise no longer be regarded as belonging to the client.

(28) The procedures for the authorisation, within the Community, of branches of investment firms authorised in third countries should continue to apply to such firms. Those branches should not enjoy the freedom to provide services under the second paragraph of Article 49 of the Treaty or those of the establishment in Member States other than those in which they are established. In view of cases where the Community is not bound by any bilateral or multilateral obligations it is appropriate to provide for a procedure intended to ensure that Community investment firms receive reciprocal treatment in the third countries concerned.

(29) The expanding range of activities that many investment firms undertake simultaneously has increased potential for conflicts of interest between those different activities and the interests of their clients. It is therefore necessary to provide for rules to ensure that such conflicts do not adversely affect the interests of their clients.

(30) A service should be considered to be provided at the initiative of a client unless the client demands it in response to a personalised communication from or on behalf of the firm to that particular client, which contains an invitation or is intended to influence the client in respect of a specific financial instrument or specific transaction. A service can be considered to be provided at the initiative of the client notwithstanding that the client demands it on the basis of any communication containing a promotion or offer of financial instruments made by any means that by its very nature is general

⁽¹⁾ OJ L 168, 27.6.2002, p. 43.

and addressed to the public or a larger group or category of clients or potential clients.

(31) One of the objectives of this Directive is to protect investors. Measures to protect investors should be adapted to the particularities of each category of investors (retail, professional and counterparties).

(32) By way of derogation from the principle of home country authorisation, supervision and enforcement of obligations in respect of the operation of branches, it is appropriate for the competent authority of the host Member State to assume responsibility for enforcing certain obligations specified in this Directive in relation to business conducted through a branch within the territory where the branch is located, since that authority is closest to the branch, and is better placed to detect and intervene in respect of infringements of rules governing the operations of the branch.

(33) It is necessary to impose an effective 'best execution' obligation to ensure that investment firms execute client orders on terms that are most favourable to the client. This obligation should apply to the firm which owes contractual or agency obligations to the client.

(34) Fair competition requires that market participants and investors be able to compare the prices that trading venues (i.e. regulated markets, MTFs and intermediaries) are required to publish. To this end, it is recommended that Member States remove any obstacles which may prevent the consolidation at European level of the relevant information and its publication.

(35) When establishing the business relationship with the potential client the investment firm might ask the client or potential client to consent at the same time to the execution policy as well as to the possibility that his orders may be executed outside a regulated market or an MTF.

(36) Persons who provide investment services on behalf of more than one investment firm should not be considered as tied agents but as investment firms when they fall under the definition provided in this Directive, with the exception of certain persons who may be exempted.

(37) This Directive should be without prejudice to the right of tied agents to undertake activities covered by other Directives and related activities in respect of financial services or products not covered by this Directive, including on behalf of parts of the same financial group.

(38) The conditions for conducting activities outside the premises of the investment firm (door-to-door selling) should not be covered by this Directive.

(39) Member States' competent authorities should not register or should withdraw the registration where the activities actually carried out indicate clearly that a tied agent has opted for the legal system of one Member State for the purpose of evading the stricter standards in force in another Member State within the territory of which it intends to carry on or does carry on the greater part of its activities.

(40) For the purposes of this Directive eligible counterparties should be considered as acting as clients.

(41) For the purposes of ensuring that conduct of business rules (including rules on best execution and handling of client orders) are enforced in respect of those investors most in need of these protections, and to reflect well-established market practice throughout the Community, it is appropriate to clarify that conduct of business rules may be waived in the case of transactions entered into or brought about between eligible counterparties.

(42) In respect of transactions executed between eligible counterparties, the obligation to disclose client limit orders should only apply where the counter party is explicitly sending a limit order to an investment firm for its execution.

(43) Member States shall protect the right to privacy of natural persons with respect to the processing of personal data in accordance with Directive 95/46/EC of the European Parliament and of the Council of 24 October 1995 on the protection of individuals with regard to the processing of personal data and of the free movement of such data.⁽¹⁾

(44) With the two-fold aim of protecting investors and ensuring the smooth operation of securities markets, it is necessary to ensure that transparency of transactions is achieved and that the rules laid down for that purpose apply to investment firms when they operate on the markets. In order to enable investors or market participants to assess at any time the terms of a transaction in shares that they are considering and to verify afterwards the conditions in which it was carried out, common rules should be established for the publication of details of completed transactions in shares and for the disclosure of details of current opportunities to trade in shares. These rules are needed to ensure the effective integration of Member State equity markets, to

promote the efficiency of the overall price formation process for equity instruments, and to assist the effective operation of 'best execution' obligations. These considerations require a comprehensive transparency regime applicable to all transactions in shares irrespective of their execution by an investment firm on a bilateral basis or through regulated markets or MTFs. The obligations for investment firms under this Directive to quote a bid and offer price and to execute an order at the quoted price do not relieve investment firms of the obligation to route an order to another execution venue when such internalisation could prevent the firm from complying with 'best execution' obligations.

(45) Member States should be able to apply transaction reporting obligations of the Directive to financial instruments that are not admitted to trading on a regulated market.

(46) A Member State may decide to apply the pre- and post-trade transparency requirements laid down in this Directive to financial instruments other than shares. In that case those requirements should apply to all investment firms for which that Member State is the home Member State for their operations within the territory of that Member State and those carried out cross-border through the freedom to provide services. They should also apply to the operations carried out within the territory of that Member State by the branches established in its territory of investment firms authorised in another Member State.

(47) Investment firms should all have the same opportunities of joining or having access to regulated markets throughout the Community. Regardless of the manner in which transactions are at present organised in the Member States, it is important to abolish the technical and legal restrictions on access to regulated markets.

(48) In order to facilitate the finalisation of cross-border transactions, it is appropriate to provide for access to clearing and settlement systems throughout the Community by investment firms, irrespective of whether transactions have been concluded through regulated markets in the Member State concerned. Investment firms which wish to participate directly in other Member States' settlement systems should comply with the relevant operational and commercial requirements for membership and the prudential measures to uphold the smooth and orderly functioning of the financial markets.

(49) The authorisation to operate a regulated market should extend to all activities which are directly related to the display, processing, execution, confirmation and reporting of orders from the point at which such orders are received by the regulated market to the point at which they are transmitted for subsequent finalisation, and to activities related to the admission of financial instruments to trading. This should also include transactions concluded through the medium of designated market makers appointed by the regulated market which are undertaken under its systems and in accordance with the rules that govern those systems. Not all transactions concluded by members or participants of the regulated market or MTF are to be considered as concluded within the systems of a regulated market or MTF. Transactions which members or participants conclude on a bilateral basis and which do not comply with all the obligations established for a regulated market or an MTF under this Directive should be considered as transactions concluded outside a regulated market or an MTF for the purposes of the definition of systematic internaliser. In such a case the obligation for investment firms to make public firm quotes should apply if the conditions established by this Directive are met.

(50) Systematic internalisers might decide to give access to their quotes only to retail clients, only to professional clients, or to both. They should not be allowed to discriminate within those categories of clients.

(51) Article 27 does not oblige systematic internalisers to publish firm quotes in relation to transactions above standard market size.

(52) Where an investment firm is a systematic internaliser both in shares and in other financial instruments, the obligation to quote should only apply in respect of shares without prejudice to Recital 46.

(53) It is not the intention of this Directive to require the application of pre-trade transparency rules to transactions carried out on an OTC basis, the characteristics of which include that they are ad-hoc and irregular and are carried out with wholesale counterparties and are part of a business relationship which is itself characterised by dealings above standard market size, and where the deals are carried out outside the systems usually used by the firm concerned for its business as a systematic internaliser.

(54) The standard market size for any class of share should not be significantly disproportionate to any share included in that class.

(55) Revision of Directive 93/6/EEC should fix the minimum capital requirements with which regulated markets should comply in order to be authorised, and in so doing should take into account the specific nature of the risks associated with such markets.

(56) Operators of a regulated market should also be able to operate an MTF in accordance with the relevant provisions of this Directive.

(57) The provisions of this Directive concerning the admission of instruments to trading under the rules enforced by the regulated market should be without prejudice to the application of Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities⁽²⁾. A regulated market should not be prevented from applying more demanding requirements in respect of the issues of securities or instruments which it is considering for admission to trading than are imposed pursuant to this Directive.

(58) Member States should be able to designate different competent authorities to enforce the wide-ranging obligations laid down in this Directive. Such authorities should be of a public nature guaranteeing their independence from economic actors and avoiding conflicts of interest. In accordance with national law Member States should ensure appropriate financing of the competent authority. The designation of public authorities should not exclude delegation under the responsibility of the competent authority.

(59) Any confidential information received by the contact point of one Member State through the contact point of another Member State should not be regarded as purely domestic.

(60) It is necessary to enhance convergence of powers at the disposal of competent authorities so as to pave the way towards an equivalent intensity of enforcement across the integrated financial market. A common minimum set of powers coupled with adequate resources should guarantee supervisory effectiveness.

⁽¹⁾ OJ L 184, 6.7.2001, p. 1. Directive as last amended by European Parliament and Council Directive 2003/71/EC (OJ L 345, 31.12.2003, p. 64).

(61) With a view to protecting clients and without prejudice to the right of customers to bring their action before the courts, it is appropriate that Member States encourage public or private bodies established with a view to settling disputes out-of-court, to cooperate in resolving cross-border disputes, taking into account Commission Recommendation 98/257/EC of 30 March 1998 on the principles applicable to the bodies responsible for out-of-court settlement of consumer disputes⁽¹⁾. When implementing provisions on complaints and redress procedures for out-of-court settlements, Member States should be encouraged to use existing cross-border cooperation mechanisms, notably the Financial Services Complaints Network (FIN-Net).

(62) Any exchange or transmission of information between competent authorities, other authorities, bodies or persons should be in accordance with the rules on transfer of personal data to third countries as laid down in Directive 95/46/EC.

(63) It is necessary to reinforce provisions on exchange of information between national competent authorities and to strengthen the duties of assistance and cooperation which they owe to each other. Due to increasing cross-border activity, competent authorities should provide each other with the relevant information for the exercise of their functions, so as to ensure the effective enforcement of this Directive, including in situations where infringements or suspected infringements may be of concern to authorities in two or more Member States. In the exchange of information, strict professional secrecy is needed to ensure the smooth transmission of that information and the protection of particular rights.

(64) At its meeting on 17 July 2000, the Council set up the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. In its final report, the Committee of Wise Men proposed the introduction of new legislative techniques based on a four-level approach, namely framework principles, implementing measures, cooperation and enforcement. Level 1, the Directive, should confine itself to broad general 'framework' principles while Level 2 should contain technical implementing measures to be adopted by the Commission with the assistance of a committee.

(65) The Resolution adopted by the Stockholm European Council of 23 March 2001 endorsed the final report of the Committee of Wise Men and the proposed four-level approach to make the regulatory process for Community securities legislation more efficient and transparent.

(66) According to the Stockholm European Council, Level 2 implementing measures should be used more frequently, to ensure that technical provisions can be kept up to

date with market and supervisory developments, and deadlines should be set for all stages of Level 2 work.

(67) The Resolution of the European Parliament of 5 February 2002 on the implementation of financial services legislation also endorsed the Committee of Wise Men's report, on the basis of the solemn declaration made before Parliament the same day by the Commission and the letter of 2 October 2001 addressed by the Internal Market Commissioner to the chairman of Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs with regard to the safeguards for the European Parliament's role in this process.

(68) The measures necessary for the implementation of this Directive should be adopted in accordance with Council Decision 1999/468/EC of 28 June 1999 laying down the procedures for the exercise of implementing powers conferred on the Commission⁽²⁾.

(69) The European Parliament should be given a period of three months from the first transmission of draft implementing measures to allow it to examine them and to give its opinion. However, in urgent and duly justified cases, this period could be shortened. If, within that period, a resolution is passed by the European Parliament, the Commission should re-examine the draft measures.

(70) With a view to taking into account further developments in the financial markets the Commission should submit reports to the European Parliament and the Council on the application of the provisions concerning professional indemnity insurance, the scope of the transparency rules and the possible authorisation of specialised dealers in commodity derivatives as investment firms.

(71) The objective of creating an integrated financial market, in which investors are effectively protected and the efficiency and integrity of the overall market are safeguarded, requires the establishment of common regulatory requirements relating to investment firms wherever they are authorised in the Community and governing the functioning of regulated markets and other trading systems so as to prevent opacity or disruption on one market from undermining the efficient operation of the European financial system as a whole. Since this objective may be better achieved at Community level, the Community may adopt measures in accordance with the principle of subsidiarity as set out in Article 5 of the Treaty. In accordance with the principle of proportionality, as set out in that Article, this Directive does not go beyond what is necessary in order to achieve this objective.

⁽¹⁾ OJ L 184, 17.7.1999, p. 23.

⁽²⁾ OJ L 115, 17.4.1998, p. 31.

HAVE ADOPTED THIS DIRECTIVE:

TITLE I

DEFINITIONS AND SCOPE

Article 1

Scope

1. This Directive shall apply to investment firms and regulated markets.
2. The following provisions shall also apply to credit institutions authorised under Directive 2000/12/EC, when providing one or more investment services and/or performing investment activities:
 - Articles 2(2), 11, 13 and 14,
 - Chapter II of Title II excluding Article 23(2) second subparagraph,
 - Chapter III of Title II excluding Articles 31(2) to 31(4) and 32(2) to 32(6), 32(8) and 32(9),
 - Articles 48 to 53, 57, 61 and 62, and
 - Article 71(1).

Article 2

Exemptions

1. This Directive shall not apply to:

- (a) insurance undertakings as defined in Article 1 of Directive 73/239/EEC or assurance undertakings as defined in Article 1 of Directive 2002/83/EC or undertakings carrying on the reinsurance and retrocession activities referred to in Directive 64/225/EEC;
- (b) persons which provide investment services exclusively for their parent undertakings, for their subsidiaries or for other subsidiaries of their parent undertakings;
- (c) persons providing an investment service where that service is provided in an incidental manner in the course of a professional activity and that activity is regulated by legal or regulatory provisions or a code of ethics governing the profession which do not exclude the provision of that service;
- (d) persons who do not provide any investment services or activities other than dealing on own account unless they are market makers or deal on own account outside a regulated market or an MTF on an organised, frequent and systematic basis by providing a system accessible to third parties in order to engage in dealings with them;
- (e) persons which provide investment services consisting exclusively in the administration of employee-participation schemes;

(f) persons which provide investment services which only involve both administration of employee-participation schemes and the provision of investment services exclusively for their parent undertakings, for their subsidiaries or for other subsidiaries of their parent undertakings;

(g) the members of the European System of Central Banks and other national bodies performing similar functions and other public bodies charged with or intervening in the management of the public debt;

(h) collective investment undertakings and pension funds whether coordinated at Community level or not and the depositaries and managers of such undertakings;

(i) persons dealing on own account in financial instruments, or providing investment services in commodity derivatives or derivative contracts included in Annex I, Section C.10 to the clients of their main business, provided this is an ancillary activity to their main business, when considered on a group basis, and that main business is not the provision of investment services within the meaning of this Directive or banking services under Directive 2000/12/EC;

(j) persons providing investment advice in the course of providing another professional activity not covered by this Directive provided that the provision of such advice is not specifically remunerated;

(k) persons whose main business consists of dealing on own account in commodities and/or commodity derivatives. This exception shall not apply where the persons that deal on own account in commodities and/or commodity derivatives are part of a group the main business of which is the provision of other investment services within the meaning of this Directive or banking services under Directive 2000/12/EC;

(l) firms which provide investment services and/or perform investment activities consisting exclusively in dealing on own account on markets in financial futures or options or other derivatives and on cash markets for the sole purpose of hedging positions on derivatives markets or which deal for the accounts of other members of those markets or make prices for them and which are guaranteed by clearing members of the same markets, where responsibility for ensuring the performance of contracts entered into by such firms is assumed by clearing members of the same markets;

(m) associations set up by Danish and Finnish pension funds with the sole aim of managing the assets of pension funds that are members of those associations;

(n) 'agenti di cambio', whose activities and functions are governed by Article 201 of Italian Legislative Decree No 58 of 24 February 1998.

2. The rights conferred by this Directive shall not extend to the provision of services as counterparty in transactions carried out by public bodies dealing with public debt or by members of the European System of Central Banks performing their tasks as provided for by the Treaty and the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank or performing equivalent functions under national provisions.

3. In order to take account of developments on financial markets, and to ensure the uniform application of this Directive, the Commission, acting in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), may, in respect of exemptions (c) (i), and (k) define the criteria for determining when an activity is to be considered as ancillary to the main business on a group level as well as for determining when an activity is provided in an incidental manner.

Article 3

Optional exemptions

1. Member States may choose not to apply this Directive to any persons for which they are the home Member State that:

- are not allowed to hold clients' funds or securities and which for that reason are not allowed at any time to place themselves in debt with their clients, and
- are not allowed to provide any investment service except the reception and transmission of orders in transferable securities and units in collective investment undertakings and the provision of investment advice in relation to such financial instruments, and

— in the course of providing that service, are allowed to transmit orders only to:

- (i) investment firms authorised in accordance with this Directive;
- (ii) credit institutions authorised in accordance with Directive 2000/12/EC;
- (iii) branches of investment firms or of credit institutions which are authorised in a third country and which are subject to and comply with prudential rules considered by the competent authorities to be at least as stringent as those laid down in this Directive, in Directive 2000/12/EC or in Directive 93/6/EEC;

(iv) collective investment undertakings authorised under the law of a Member State to market units to the public and to the managers of such undertakings;

(v) investment companies with fixed capital, as defined in Article 15(4) of Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent⁽¹⁾, the securities of which are listed or dealt in on a regulated market in a Member State;

provided that the activities of those persons are regulated at national level.

2. Persons excluded from the scope of this Directive according to paragraph 1 cannot benefit from the freedom to provide services and/or activities or to establish branches as provided for in Articles 31 and 32 respectively.

Article 4

Definitions

1. For the purposes of this Directive, the following definitions shall apply:

1) 'Investment firm' means any legal person whose regular occupation or business is the provision of one or more investment services to third parties and/or the performance of one or more investment activities on a professional basis;

Member States may include in the definition of investment firms undertakings which are not legal persons, provided that:

- (a) their legal status ensures a level of protection for third parties' interests equivalent to that afforded by legal persons, and
- (b) they are subject to equivalent prudential supervision appropriate to their legal form.

However, where a natural person provides services involving the holding of third parties' funds or transferable securities, he may be considered as an investment firm for the purposes of this Directive only if, without prejudice to the other requirements imposed in this Directive and in Directive 93/6/EEC, he complies with the following conditions:

- (a) the ownership rights of third parties in instruments and funds must be safeguarded, especially in the event of the insolvency of the firm or of its proprietors, seizure, set-off or any other action by creditors of the firm or of its proprietors;

⁽¹⁾ OJ L 26, 31.1.1977, p. 1. Directive as last amended by the 1994 Act of Accession.

(b) the firm must be subject to rules designed to monitor the firm's solvency and that of its proprietors;

(c) the firm's annual accounts must be audited by one or more persons empowered, under national law, to audit accounts;

(d) where the firm has only one proprietor, he must make provision for the protection of investors in the event of the firm's cessation of business following his death, his incapacity or any other such event;

2) 'Investment services and activities' means any of the services and activities listed in Section A of Annex I relating to any of the instruments listed in Section C of Annex I;

The Commission shall determine, acting in accordance with the procedure referred to in Article 64(2):

— the derivative contracts mentioned in Section C 7 of Annex I that have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls

— the derivative contracts mentioned in Section C 10 of Annex I that have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls;

3) 'Ancillary service' means any of the services listed in Section B of Annex I;

4) 'Investment advice' means the provision of personal recommendations to a client, either upon its request or at the initiative of the investment firm, in respect of one or more transactions relating to financial instruments;

5) 'Execution of orders on behalf of clients' means acting to conclude agreements to buy or sell one or more financial instruments on behalf of clients;

6) 'Dealing on own account' means trading against proprietary capital resulting in the conclusion of transactions in one or more financial instruments;

7) 'Systematic internaliser' means an investment firm which, on an organised, frequent and systematic basis, deals on its own account by executing client orders outside a regulated market or an MTF;

8) 'Market maker' means a person who holds himself out on the financial markets on a continuous basis as being willing to deal on own account by buying and selling financial instruments against his proprietary capital at prices defined by him;

9) 'Portfolio management' means managing portfolios in accordance with mandates given by clients on a discretion-

ary client-by-client basis where such portfolios include one or more financial instruments;

10) 'Client' means any natural or legal person to whom an investment firm provides investment and/or ancillary services;

11) 'Professional client' means a client meeting the criteria laid down in Annex II;

12) 'Retail client' means a client who is not a professional client;

13) 'Market operator' means a person or persons who manages and/or operates the business of a regulated market. The market operator may be the regulated market itself;

14) 'Regulated market' means a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments – in the system and in accordance with its non-discretionary rules – in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions regularly and in accordance with the provisions of Title II;

15) 'Multilateral trading facility (MTF)' means a multilateral system, operated by an investment firm or a market operator, which brings together multiple third-party buying and selling interests in financial instruments – in the system and in accordance with non-discretionary rules – in a way that results in a contract in accordance with the provisions of Title II;

16) 'Limit order' means an order to buy or sell a financial instrument at its specified price limit or better and for a specified size;

17) 'Financial instrument' means those instruments specified in Section C of Annex I;

18) 'Transferable securities' means those classes of securities which are negotiable on the capital market, with the exception of instruments of payment, such as:

- (a) shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, partnerships or other entities, and depositary receipts in respect of shares;
- (b) bonds or other forms of securitised debt, including depositary receipts in respect of such securities;
- (c) any other securities giving the right to acquire or sell any such transferable securities or giving rise to a cash settlement determined by reference to transferable securities, currencies, interest rates or yields, commodities or other indices or measures;

19) 'Money-market instruments' means those classes of instruments which are normally dealt in on the money market, such as treasury bills, certificates of deposit, and commercial papers and excluding instruments of payment;

20) 'Home Member State' means

(a) in the case of investment firms:

(i) if the investment firm is a natural person, the Member State in which its head office is situated;

(ii) if the investment firm is a legal person, the Member State in which its registered office is situated;

(iii) if the investment firm has, under its national law, no registered office, the Member State in which its head office is situated;

(b) in the case of a regulated market, the Member State in which the regulated market is registered or, if under the law of that Member State it has no registered office, the Member State in which the head office of the regulated market is situated;

21) 'Host Member State' means the Member State, other than the home Member State, in which an investment firm has a branch or performs services and/or activities or the Member State in which a regulated market provides appropriate arrangements so as to facilitate access to trading on its system by remote members or participants established in that same Member State;

22) 'Competent authority' means the authority, designated by each Member State in accordance with Article 48, unless otherwise specified in this Directive;

23) 'Credit institutions' means credit institutions as defined under Directive 2000/12/EC;

24) 'UCITS management company' means a management company as defined in Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985, on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (1);

25) 'Tied agent' means a natural or legal person who, under the full and unconditional responsibility of only one investment firm on whose behalf it acts, promotes investment and/or ancillary services to clients or prospective clients, receives and transmits instructions or orders from the client in respect of investment services or financial instruments, places financial instruments and/or provides advice to clients or prospective clients in respect of those financial instruments or services;

(1) OJ L 375, 31.12.1985, p. 3. Directive as last amended by Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 41, 13.2.2002, p. 35).

26) 'Branch' means a place of business other than the head office which is a part of an investment firm, which has no legal personality and which provides investment services and/or activities and which may also perform ancillary services for which the investment firm has been authorised; all the places of business set up in the same Member State by an investment firm with headquarters in another Member State shall be regarded as a single branch;

27) 'Qualifying holding' means any direct or indirect holding in an investment firm which represents 10% or more of the capital or of the voting rights, as set out in Article 92 of Directive 2001/34/EC, or which makes it possible to exercise a significant influence over the management of the investment firm in which that holding subsists;

28) 'Parent undertaking' means a parent undertaking as defined in Articles 1 and 2 of Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 on consolidated accounts (1);

29) 'Subsidiary' means a subsidiary undertaking as defined in Articles 1 and 2 of Directive 83/349/EEC, including any subsidiary of a subsidiary undertaking of an ultimate parent undertaking;

30) 'Control' means control as defined in Article 1 of Directive 83/349/EEC;

31) 'Close links' means a situation in which two or more natural or legal persons are linked by:

(a) participation which means the ownership, direct or by way of control, of 20% or more of the voting rights or capital of an undertaking;

(b) control which means the relationship between a parent undertaking and a subsidiary, in all the cases referred to in Article 1(1) and (2) of Directive 83/349/EEC, or a similar relationship between any natural or legal person and an undertaking, any subsidiary undertaking of a subsidiary undertaking also being considered a subsidiary of the parent undertaking which is at the head of those undertakings;

A situation in which two or more natural or legal persons are permanently linked to one and the same person by a control relationship shall also be regarded as constituting a close link between such persons.

2. In order to take account of developments on financial markets and to ensure the uniform application of this Directive, the Commission, acting in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), may clarify the definitions laid down in paragraph 1 of this Article.

(1) OJ L 193, 18.7.1983, p. 1. Directive as last amended by Directive 2003/51/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 178, 17.7.2003, p. 16).

TITLE II

AUTHORISATION AND OPERATING CONDITIONS FOR INVESTMENT FIRMS

CHAPTER I

CONDITIONS AND PROCEDURES FOR AUTHORISATION

Article 5

Requirement for authorisation

1. Each Member State shall require that the performance of investment services or activities as a regular occupation, or business on a professional basis be subject to prior authorisation in accordance with the provisions of this Chapter. Such authorisation shall be granted by the home Member State competent authority designated in accordance with Article 48.

2. By way of derogation from paragraph 1, Member States shall allow any market operator to operate an MTF, subject to the prior verification of their compliance with the provisions of this Chapter, excluding Articles 11 and 15.

3. Member States shall establish a register of all investment firms. This register shall be publicly accessible and shall contain information on the services and/or activities for which the investment firm is authorised. It shall be updated on a regular basis.

4. Each Member State shall require that:

— any investment firm which is a legal person have its head office in the same Member State as its registered office,

— any investment firm which is not a legal person or any investment firm which is a legal person but under its national law has no registered office have its head office in the Member State in which it actually carries on its business.

5. In the case of investment firms which provide only investment advice or the service of reception and transmission of orders under the conditions established in Article 3, Member States may allow the competent authority to delegate administrative, preparatory or ancillary tasks related to the granting of an authorisation, in accordance with the conditions laid down in Article 48(2).

Article 6

Scope of authorisation

1. The home Member State shall ensure that the authorisation specifies the investment services or activities which the investment firm is authorised to provide. The authorisation may cover one or more of the ancillary services set out in Section B of Annex I. Authorisation shall in no case be granted solely for the provision of ancillary services.

2. An investment firm seeking authorisation to extend its business to additional investment services or activities or ancillary services not foreseen at the time of initial authorisation shall submit a request for extension of its authorisation.

3. The authorisation shall be valid for the entire Community and shall allow an investment firm to provide the services or perform the activities for which it has been authorised, throughout the Community, either through the establishment of a branch or the free provision of services.

Article 7

Procedures for granting and refusing requests for authorisation

1. The competent authority shall not grant authorisation unless and until such time as it is fully satisfied that the applicant complies with all requirements under the provisions adopted pursuant to this Directive.

2. The investment firm shall provide all information, including a programme of operations setting out inter alia the types of business envisaged and the organisational structure, necessary to enable the competent authority to satisfy itself that the investment firm has established, at the time of initial authorisation, all the necessary arrangements to meet its obligations under the provisions of this Chapter.

3. An applicant shall be informed, within six months of the submission of a complete application, whether or not authorisation has been granted.

Article 8

Withdrawal of authorisations

The competent authority may withdraw the authorisation issued to an investment firm where such an investment firm:

(a) does not make use of the authorisation within 12 months, expressly renounces the authorisation or has provided no investment services or performed no investment activity for the preceding six months, unless the Member State concerned has provided for authorisation to lapse in such cases;

(b) has obtained the authorisation by making false statements or by any other irregular means;

(c) no longer meets the conditions under which authorisation was granted, such as compliance with the conditions set out in Directive 93/6/EEC;

(d) has seriously and systematically infringed the provisions adopted pursuant to this Directive governing the operating conditions for investment firms;

(e) falls within any of the cases where national law, in respect of matters outside the scope of this Directive, provides for withdrawal.

Article 9

Persons who effectively direct the business

1. Member States shall require the persons who effectively direct the business of an investment firm to be of sufficiently good repute and sufficiently experienced as to ensure the sound and prudent management of the investment firm.

Where the market operator that seeks authorisation to operate an MTF and the persons that effectively direct the business of the MTF are the same as those that effectively direct the business of the regulated market, those persons are deemed to comply with the requirements laid down in the first subparagraph.

2. Member States shall require the investment firm to notify the competent authority of any changes to its management, along with all information needed to assess whether the new staff appointed to manage the firm are of sufficiently good repute and sufficiently experienced.

3. The competent authority shall refuse authorisation if it is not satisfied that the persons who will effectively direct the business of the investment firm are of sufficiently good repute or sufficiently experienced, or if there are objective and demonstrable grounds for believing that proposed changes to the management of the firm pose a threat to its sound and prudent management.

4. Member States shall require that the management of investment firms is undertaken by at least two persons meeting the requirements laid down in paragraph 1.

By way of derogation from the first subparagraph, Member States may grant authorisation to investment firms that are natural persons or to investment firms that are legal persons managed by a single natural person in accordance with their constitutive rules and national laws. Member States shall nevertheless require that alternative arrangements be in place which ensure the sound and prudent management of such investment firms.

Article 10

Shareholders and members with qualifying holdings

1. The competent authorities shall not authorise the performance of investment services or activities by an investment firm until they have been informed of the identities of the shareholders or members, whether direct or indirect, natural or legal persons, that have qualifying holdings and the amounts of those holdings.

The competent authorities shall refuse authorisation if, taking into account the need to ensure the sound and prudent management of an investment firm, they are not satisfied as to the suitability of the shareholders or members that have qualifying holdings.

Article 13

Organisational requirements

1. The home Member State shall require that investment firms comply with the organisational requirements set out in paragraphs 2 to 8.

2. An investment firm shall establish adequate policies and procedures sufficient to ensure compliance of the firm including its managers, employees and tied agents with its obligations under the provisions of this Directive as well as appropriate rules governing personal transactions by such persons.

3. An investment firm shall maintain and operate effective organisational and administrative arrangements with a view to taking all reasonable steps designed to prevent conflicts of interest as defined in Article 18 from adversely affecting the interests of its clients.

4. An investment firm shall take reasonable steps to ensure continuity and regularity in the performance of investment services and activities. To this end the investment firm shall employ appropriate and proportionate systems, resources and procedures.

5. An investment firm shall ensure, when relying on a third party for the performance of operational functions which are critical for the provision of continuous and satisfactory service to clients and the performance of investment activities on a continuous and satisfactory basis, that it takes reasonable steps to avoid undue additional operational risk. Outsourcing of important operational functions may not be undertaken in such a way as to impair materially the quality of its internal control and the ability of the supervisor to monitor the firm's compliance with all obligations.

An investment firm shall have sound administrative and accounting procedures, internal control mechanisms, effective procedures for risk assessment, and effective control and safeguard arrangements for information processing systems.

6. An investment firm shall arrange for records to be kept of all services and transactions undertaken by it which shall be sufficient to enable the competent authority to monitor compliance with the requirements under this Directive, and in particular to ascertain that the investment firm has complied with all obligations with respect to clients or potential clients.

7. An investment firm shall, when holding financial instruments belonging to clients, make adequate arrangements so as to safeguard clients' ownership rights, especially in the event of the investment firm's insolvency, and to prevent the use of a client's instruments on own account except with the client's express consent.

At least once a year, investment firms shall also inform the competent authority of the names of shareholders and members possessing qualifying holdings and the sizes of such holdings as shown, for example, by the information received at annual general meetings of shareholders and members or as a result of compliance with the regulations applicable to companies whose transferable securities are admitted to trading on a regulated market.

6. Member States shall require that, where the influence exercised by the persons referred to in the first subparagraph of paragraph 1 is likely to be prejudicial to the sound and prudent management of an investment firm, the competent authority take appropriate measures to put an end to that situation.

Such measures may consist in applications for judicial orders and/or the imposition of sanctions against directors and those responsible for management, or suspension of the exercise of the voting rights attaching to the shares held by the shareholders or members in question.

Similar measures shall be taken in respect of persons who fail to comply with the obligation to provide prior information in relation to the acquisition or increase of a qualifying holding. If a holding is acquired despite the opposition of the competent authorities, the Member States shall, regardless of any other sanctions to be adopted, provide either for exercise of the corresponding voting rights to be suspended, for the nullity of the votes cast or for the possibility of their annulment.

Article 11

Membership of an authorised investor compensation scheme

The competent authority shall verify that any entity seeking authorisation as an investment firm meets its obligations under Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor-compensation schemes (1) at the time of authorisation.

Article 12

Initial capital endowment

Member States shall ensure that the competent authorities do not grant authorisation unless the investment firm has sufficient initial capital in accordance with the requirements of Directive 93/6/EEC having regard to the nature of the investment service or activity in question.

Pending the revision of Directive 93/6/EEC, the investment firms provided for in Article 67 shall be subject to the capital requirements laid down in that Article.

(1) OJ L 84, 26.3.1997, p. 22.

8. An investment firm shall, when holding funds belonging to clients, make adequate arrangements to safeguard the clients' rights and, except in the case of credit institutions, prevent the use of client funds for its own account.

9. In the case of branches of investment firms, the competent authority of the Member State in which the branch is located shall, without prejudice to the possibility of the competent authority of the home Member State of the investment firm to have direct access to those records, enforce the obligations laid down in paragraph 6 with regard to transactions undertaken by the branch.

10. In order to take account of technical developments on financial markets and to ensure the uniform application of paragraphs 2 to 9, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures which specify the concrete organisational requirements to be imposed on investment firms performing different investment services and/or activities and ancillary services or combinations thereof.

Article 14

Trading process and finalisation of transactions in an MTF

1. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF, in addition to meeting the requirements laid down in Article 13, establish transparent and non-discretionary rules and procedures for fair and orderly trading and establish objective criteria for the efficient execution of orders.

2. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF establish transparent rules regarding the criteria for determining the financial instruments that can be traded under its systems.

Member States shall require that, where applicable, investment firms or market operators operating an MTF provide, or are satisfied that there is access to, sufficient publicly available information to enable its users to form an investment judgement, taking into account both the nature of the users and the types of instruments traded.

3. Member States shall ensure that Articles 19, 21 and 22 are not applicable to the transactions concluded under the rules governing an MTF between its members or participants or between the MTF and its members or participants in relation to the use of the MTF. However, the members of or participants in the MTF shall comply with the obligations provided for in Articles 19, 21 and 22 with respect to their clients when, acting on behalf of their clients, they execute their orders through the systems of an MTF.

4. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF establish and maintain transparent rules based on objective criteria governing access to its facility. These rules shall comply with the conditions established in Article 42(5).

5. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF clearly inform its users of their respective responsibilities for the settlement of the transactions executed in that facility. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF have put in place the necessary arrangements to facilitate the efficient settlement of the transactions concluded under the systems of the MTF.

6. Where a transferable security, which has been admitted to trading on a regulated market, is also traded on an MTF without the consent of the issuer, the issuer shall not be subject to any obligation relating to initial, ongoing or ad hoc financial disclosure with regard to that MTF.

7. Member States shall require that any investment firm or market operator operating an MTF comply immediately with any instruction from its competent authority pursuant to Article 50(1) to suspend or remove a financial instrument from trading.

Article 15

Relations with third countries

1. Member States shall inform the Commission of any general difficulties which their investment firms encounter in establishing themselves or providing investment services and/or performing investment activities in any third country.

2. Whenever it appears to the Commission, on the basis of information submitted to it under paragraph 1, that a third country does not grant Community investment firms effective market access comparable to that granted by the Community to investment firms from that third country, the Commission may submit proposals to the Council for an appropriate mandate for negotiation with a view to obtaining comparable competitive opportunities for Community investment firms. The Council shall act by a qualified majority.

3. Whenever it appears to the Commission, on the basis of information submitted to it under paragraph 1, that Community investment firms in a third country are not granted national treatment affording the same competitive opportunities as are available to domestic investment firms and that the conditions of effective market access are not fulfilled, the Commission may initiate negotiations in order to remedy the situation.

In the circumstances referred to in the first subparagraph, the Commission may decide, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), at any time and in addition to the initiation of negotiations, that the competent authorities of the Member States must limit or suspend their decisions regarding requests pending or future requests for authorisation and the acquisition of holdings by direct or indirect parent undertakings governed by the law of the third country applied to the setting-up of subsidiaries by investment firms duly authorised in the Community or by their subsidiaries, or to the acquisition of holdings in Community investment firms by such firms or subsidiaries. The duration of such measures may not exceed three months.

Before the end of the three-month period referred to in the second subparagraph and in the light of the results of the negotiations, the Commission may decide, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), to extend these measures.

4. Whenever it appears to the Commission that one of the situations referred to in paragraphs 2 and 3 obtains, the Member States shall inform it at its request:

(a) of any application for the authorisation of any firm which is the direct or indirect subsidiary of a parent undertaking governed by the law of the third country in question;

(b) whenever they are informed in accordance with Article 10(3) that such a parent undertaking proposes to acquire a holding in a Community investment firm, in consequence of which the latter would become its subsidiary.

That obligation to provide information shall lapse whenever agreement is reached with the third country concerned or when the measures referred to in the second and third subparagraphs of paragraph 3 cease to apply.

5. Measures taken under this Article shall comply with the Community's obligations under any international agreements, bilateral or multilateral, governing the taking-up or pursuit of the business of investment firms.

CHAPTER II

OPERATING CONDITIONS FOR INVESTMENT FIRMS

Section 1

General provisions

Article 16

Regular review of conditions for initial authorisation

1. Member States shall require that an investment firm authorised in their territory comply at all times with the

conditions for initial authorisation established in Chapter 1 of this Title.

2. Member States shall require competent authorities to establish the appropriate methods to monitor that investment firms comply with their obligation under paragraph 1. They shall require investment firms to notify the competent authorities of any material changes to the conditions for initial authorisation.

3. In the case of investment firms which provide only investment advice, Member States may allow the competent authority to delegate administrative, preparatory or ancillary tasks related to the review of the conditions for initial authorisation, in accordance with the conditions laid down in Article 48(2).

Article 17

General obligation in respect of on-going supervision

1. Member States shall ensure that the competent authorities monitor the activities of investment firms so as to assess compliance with the operating conditions provided for in this Directive. Member States shall ensure that the appropriate measures are in place to enable the competent authorities to obtain the information needed to assess the compliance of investment firms with those obligations.

2. In the case of investment firms which provide only investment advice, Member States may allow the competent authority to delegate administrative, preparatory or ancillary tasks related to the regular monitoring of operational requirements, in accordance with the conditions laid down in Article 48(2).

Article 18

Conflicts of interest

1. Member States shall require investment firms to take all reasonable steps to identify conflicts of interest between themselves, including their managers, employees and tied agents, or any person directly or indirectly linked to them by control and their clients or between one client and another that arise in the course of providing any investment and ancillary services, or combinations thereof.

2. Where organisational or administrative arrangements made by the investment firm in accordance with Article 13(5) to manage conflicts of interest are not sufficient to ensure, with reasonable confidence, that risks of damage to client interests will be prevented, the investment firm shall clearly disclose the general nature and/or sources of conflicts of interest to the client before undertaking business on its behalf.

3. In order to take account of technical developments on financial markets and to ensure uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures to:

- (a) define the steps that investment firms might reasonably be expected to take to identify, prevent, manage and/or disclose conflicts of interest when providing various investment and ancillary services and combinations thereof;
- (b) establish appropriate criteria for determining the types of conflict of interest whose existence may damage the interests of the clients or potential clients of the investment firm.

Section 2

Provisions to ensure investor protection

Article 19

Conduct of business obligations when providing investment services to clients

- 1. Member States shall require that, when providing investment services and/or where appropriate, ancillary services to clients, an investment firm act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its clients and comply, in particular, with the principles set out in paragraphs 2 to 8.
- 2. All information, including marketing communications, addressed by the investment firm to clients or potential clients shall be fair, clear and not misleading. Marketing communications shall be clearly identifiable as such.
- 3. Appropriate information shall be provided in a comprehensible form to clients or potential clients about:
 - the investment firm and its services,
 - financial instruments and proposed investment strategies; this should include appropriate guidance on and warnings of the risks associated with investments in those instruments or in respect of particular investment strategies,
 - execution venues, and
 - costs and associated charges
 so that they are reasonably able to understand the nature and risks of the investment service and of the specific type of financial instrument that is being offered and, consequently, to take investment decisions on an informed basis. This information may be provided in a standardised format.
- 4. When providing investment advice or portfolio management the investment firm shall obtain the necessary information regarding the client's investment objectives, risk tolerance and financial situation, and shall ensure that the information is accurate, complete and up-to-date. The information shall be provided in a standardised format.

— the client or potential client has been clearly informed that in the provision of this service the investment firm is not required to assess the suitability of the instrument or service provided or offered and that therefore he does not benefit from the corresponding protection of the relevant conduct of business rules; this warning may be provided in a standardised format.

- the investment firm complies with its obligations under Article 18.
- 7. The investment firm shall establish a record that includes the document or documents agreed between the firm, and the client that set out the rights and obligations of the parties, and the other terms on which the firm will provide services to the client. The rights and duties of the parties to the contract may be incorporated by reference to other documents or legal texts.
- 8. The client must receive from the investment firm adequate reports on the service provided to its clients. These reports shall include, where applicable, the costs associated with the transactions and services undertaken on behalf of the client.

9. In cases where an investment service is offered as part of a financial product which is already subject to other provisions of Community legislation or common European standards related to credit institutions and consumer credits with respect to risk assessment of clients and/or information requirements, this service shall not be additionally subject to the obligations set out in this Article.

10. In order to ensure the necessary protection of investors and the uniform application of paragraphs 1 to 8, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures to ensure that investment firms comply with the principles set out therein when providing investment or ancillary services to their clients. Those implementing measures shall take into account:

- (a) the nature of the service(s) offered or provided to the client or potential client, taking into account the type, object, size and frequency of the transactions;
- (b) the nature of the financial instruments being offered or considered;
- (c) the retail or professional nature of the client or potential clients.

Article 20

Provision of services through the medium of another investment firm

Member States shall allow an investment firm receiving an instruction to perform investment or ancillary services on

behalf of a client through the medium of another investment firm to rely on client information transmitted by the latter firm. The investment firm which mediates the instructions will remain responsible for the completeness and accuracy of the information transmitted.

The investment firm which receives an instruction to undertake services on behalf of a client in this way shall also be able to rely on any recommendations in respect of the service or transaction that have been provided to the client by another investment firm. The investment firm which mediates the instructions will remain responsible for the appropriateness for the client of the recommendations or advice provided.

The investment firm which receives client instructions or orders through the medium of another investment firm shall remain responsible for concluding the service or transaction, based on any such information or recommendations, in accordance with the relevant provisions of this Title.

Article 21

Obligation to execute orders on terms most favourable to the client

1. Member States shall require that investment firms take all reasonable steps to obtain, when executing orders, the best possible result for their clients taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature or any other consideration relevant to the execution of the order. Nevertheless, whenever there is a specific instruction from the client the investment firm shall execute the order following the specific instruction.

2. Member States shall require investment firms to establish and implement effective arrangements for complying with paragraph 1. In particular Member States shall require investment firms to establish and implement an order execution policy to allow them to obtain, for their client orders, the best possible result in accordance with paragraph 1.

3. The order execution policy shall include, in respect of each class of instruments, information on the different venues where the investment firm executes its client orders and the factors affecting the choice of execution venue. It shall at least include those venues that enable the investment firm to obtain on a consistent basis the best possible result for the execution of client orders.

Member States shall require that investment firms provide appropriate information to their clients on their order execution policy. Member States shall require that investment firms obtain the prior consent of their clients to the execution policy.

Member States shall require that, where the order execution policy provides for the possibility that client orders may be executed outside a regulated market or an MTF, the investment firm shall, in particular, inform its clients about this possibility. Member States shall require that investment firms obtain the prior express consent of their clients before proceeding to execute their orders outside a regulated market or an MTF. Investment firms may obtain this consent either in the form of a general agreement or in respect of individual transactions.

4. Member States shall require investment firms to monitor the effectiveness of their order execution arrangements and execution policy in order to identify and, where appropriate, correct any deficiencies. In particular, they shall assess, on a regular basis, whether the execution venues included in the order execution policy provide for the best possible result for the client or whether they need to make changes to their execution arrangements. Member States shall require investment firms to notify clients of any material changes to their order execution arrangements or execution policy.

5. Member States shall require investment firms to be able to demonstrate to their clients, at their request, that they have executed their orders in accordance with the firm's execution policy.

6. In order to ensure the protection necessary for investors, the fair and orderly functioning of markets, and to ensure the uniform application of paragraphs 1, 3 and 4, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), adopt implementing measures concerning:

- (a) the criteria for determining the relative importance of the different factors that, pursuant to paragraph 1, may be taken into account for determining the best possible result taking into account the size and type of order and the retail or professional nature of the client;
- (b) factors that may be taken into account by an investment firm when reviewing its execution arrangements and the circumstances under which changes to such arrangements may be appropriate. In particular, the factors for determining which venues enable investment firms to obtain on a consistent basis the best possible result for executing the client orders;
- (c) the nature and extent of the information to be provided to clients on their execution policies, pursuant to paragraph 3.

Article 22

Client order handling rules

1. Member States shall require that investment firms authorised to execute orders on behalf of clients implement

procedures and arrangements which provide for the prompt, fair and expeditious execution of client orders, relative to other client orders or the trading interests of the investment firm.

These procedures or arrangements shall allow for the execution of otherwise compatible client orders in accordance with the time of their reception by the investment firm.

2. Member States shall require that, in the case of a client limit order in respect of shares admitted to trading on a regulated market which are not immediately executed under prevailing market conditions, investment firms are, unless the client expressly instructs otherwise, to take measures to facilitate the earliest possible execution of that order by making public immediately that client limit order in a manner which is easily accessible to other market participants. Member States may decide that investment firms comply with this obligation by transmitting the client limit order to a regulated market and/or MTF. Member States shall provide that the competent authorities may waive the obligation to make public a limit order that is large in scale compared with normal market size as determined under Article 44(2).

3. In order to ensure that measures for the protection of investors and fair and orderly functioning of markets take account of technical developments in financial markets, and to ensure the uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures which define:

- (a) the conditions and nature of the procedures and arrangements which result in the prompt, fair and expeditious execution of client orders and the situations in which or types of transaction for which investment firms may reasonably deviate from prompt execution so as to obtain more favourable terms for clients;
- (b) the different methods through which an investment firm can be deemed to have met its obligation to disclose not immediately executable client limit orders to the market.

Obligations of investment firms when appointing tied agents

1. Member States may decide to allow an investment firm to appoint tied agents for the purposes of promoting the services of the investment firm, soliciting business or receiving orders from clients or potential clients and transmitting them, placing financial instruments and providing advice in respect of such financial instruments and services offered by that investment firm.

2. Member States shall require that where an investment firm decides to appoint a tied agent it remains fully and unconditionally responsible for any action or omission on the part of the tied agent when acting on behalf of the firm. Member States shall require the investment firm to ensure that a tied agent discloses the capacity in which he is acting and the firm which he is representing when contacting or before dealing with any client or potential client.

Member States may allow, in accordance with Article 13(6), (7) and (8), tied agents registered in their territory to handle clients' money and/or financial instruments on behalf and under the full responsibility of the investment firm for which they are acting within their territory or, in the case of a cross-border operation, in the territory of a Member State which allows a tied agent to handle clients' money.

Member States shall require the investment firms to monitor the activities of their tied agents so as to ensure that they continue to comply with this Directive when acting through tied agents.

3. Member States that decide to allow investment firms to appoint tied agents shall establish a public register. Tied agents shall be registered in the public register in the Member State where they are established.

Where the Member State in which the tied agent is established has decided, in accordance with paragraph 1, not to allow the investment firms authorised by their competent authorities to appoint tied agents, those tied agents shall be registered with the competent authority of the home Member State of the investment firm on whose behalf it acts.

Member States shall ensure that tied agents are only admitted to the public register if it has been established that they are of sufficiently good repute and that they possess appropriate general, commercial and professional knowledge so as to be able to communicate accurately all relevant information regarding the proposed service to the client or potential client.

Member States may decide that investment firms can verify whether the tied agents which they have appointed are of sufficiently good repute and possess the knowledge as referred to in the third subparagraph.

The register shall be updated on a regular basis. It shall be publicly available for consultation.

4. Member States shall require that investment firms appointing tied agents take adequate measures in order to avoid any negative impact that the activities of the tied agent not covered by the scope of this Directive could have on the activities carried out by the tied agent on behalf of the investment firm.

Member States may allow competent authorities to collaborate with investment firms and credit institutions, their associations and other entities in registering tied agents and in monitoring compliance of tied agents with the requirements of paragraph 3. In particular, tied agents may be registered by an investment firm, credit institution or their associations, and other entities under the supervision of the competent authority.

5. Member States shall require that investment firms appoint only tied agents entered in the public registers referred to in paragraph 3.

6. Member States may reinforce the requirements set out in this Article or add other requirements for tied agents registered within their jurisdiction.

Article 24

Transactions executed with eligible counterparties

1. Member States shall ensure that investment firms authorised to execute orders on behalf of clients and/or to deal on own account and/or to receive and transmit orders, may bring about or enter into transactions with eligible counterparties without being obliged to comply with the obligations under Articles 19, 21 and 22(1) in respect of those transactions or in respect of any ancillary service directly related to those transactions.

2. Member States shall recognise as eligible counterparties for the purposes of this Article investment firms, credit institutions, insurance companies, UCIS and their management companies, pension funds and their management companies, other financial institutions authorised or regulated under Community legislation or the national law of a Member State, undertakings exempted from the application of this Directive under Article 2(1)(k) and (l), national governments and their corresponding offices including public bodies that deal with public debt, central banks and supranational organisations.

Classification as an eligible counterparty under the first subparagraph shall be without prejudice to the right of such entities to request, either on a general form or on a trade-by-trade basis, treatment as clients whose business with the investment firm is subject to Articles 19, 21 and 22.

3. Member States may also recognise as eligible counterparties other undertakings meeting pre-determined proportionate requirements, including quantitative thresholds. In the event of a transaction where the prospective counterparties are located in different jurisdictions, the investment firm shall defer to the status of the other undertaking as determined by the law or measures of the Member State in which that undertaking is established.

Member States shall ensure that the investment firm, when it enters into transactions in accordance with paragraph 1 with such undertakings, obtains the express confirmation from the prospective counterparty that it agrees to be treated as an eligible counterparty. Member States shall allow the investment firm to obtain this confirmation either in the form of a general agreement or in respect of each individual transaction.

4. Member States may recognise as eligible counterparties third country entities equivalent to those categories of entities mentioned in paragraph 2.

Member States may also recognise as eligible counterparties third country undertakings such as those mentioned in paragraph 3 on the same conditions and subject to the same requirements as those laid down at paragraph 3.

5. In order to ensure the uniform application of paragraphs 2, 3 and 4 in the light of changing market practice and to facilitate the effective operation of the single market, the Commission may adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures which define:

- (a) the procedures for requesting treatment as clients under paragraph 2;
- (b) the procedures for obtaining the express confirmation from prospective counterparties under paragraph 3;
- (c) the predetermined proportionate requirements, including quantitative thresholds that would allow an undertaking to be considered as an eligible counterparty under paragraph 3.

Section 3

Market transparency and integrity

Article 25

Obligation to uphold integrity of markets, report transactions and maintain records

1. Without prejudice to the allocation of responsibilities for enforcing the provisions of Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) (1), Member States shall ensure that appropriate measures are in place to enable the competent authority to monitor the activities of investment firms to ensure that they act honestly, fairly and professionally and in a manner which promotes the integrity of the market.

(1) OJ L 96, 12.4.2003, p. 16.

2. Member States shall require investment firms to keep at the disposal of the competent authority, for at least five years, the relevant data relating to all transactions in financial instruments which they have carried out, whether on own account or on behalf of a client. In the case of transactions carried out on behalf of clients, the records shall contain all the information and details of the identity of the client, and the information required under Council Directive 91/308/EEC of 10 June 1991 on prevention of the use of the financial system for the purpose of money laundering (2).

3. Member States shall require investment firms which execute transactions in any financial instruments admitted to trading on a regulated market to report details of such transactions to the competent authority as quickly as possible, and no later than the close of the following working day. This obligation shall apply whether or not such transactions were carried out on a regulated market.

The competent authorities shall, in accordance with Article 58, establish the necessary arrangements in order to ensure that the competent authority of the most relevant market in terms of liquidity for those financial instruments also receives this information.

4. The reports shall, in particular, include: details of the names and numbers of the instruments bought or sold, the quantity, the dates and times of execution and the transaction prices and means of identifying the investment firms concerned.

5. Member States shall provide for the reports to be made to the competent authority either by the investment firm itself, a third party acting on its behalf or by a trade-matching or reporting system approved by the competent authority or by the regulated market or MTF through whose systems the transaction was completed. In cases where transactions are reported directly to the competent authority by a regulated market, an MTF, or a trade-matching or reporting system approved by the competent authority, the obligation on the investment firm laid down in paragraph 3 may be waived.

6. When, in accordance with Article 32(7), reports provided for under this Article are transmitted to the competent authority of the host Member State, it shall transmit this information to the competent authorities of the home Member State of the investment firm, unless they decide that they do not want to receive this information.

(1) OJ L 166, 28.6.1991, p. 77. Directive as last amended by Directive 2001/97/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 344, 28.12.2001, p. 79).

7. In order to ensure that measures for the protection of market integrity are modified to take account of technical developments in financial markets, and to ensure the uniform application of paragraphs 1 to 5, the Commission may adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures which define the methods and arrangements for reporting financial transactions, the form and content of these reports and the criteria for defining a relevant market in accordance with paragraph 3.

Article 26

Monitoring of compliance with the rules of the MTF and with other legal obligations

1. Member States shall require that investment firms and market operators operating an MTF establish and maintain effective arrangements and procedures, relevant to the MTF, for the regular monitoring of the compliance by its users with its rules. Investment firms and market operators operating an MTF shall monitor the transactions undertaken by their users under their systems in order to identify breaches of those rules, disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse.

2. Member States shall require investment firms and market operators operating an MTF to report significant breaches of its rules or disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse to the competent authority. Member States shall also require investment firms and market operators operating an MTF to supply the relevant information without delay to the authority competent for the investigation and prosecution of market abuse and to provide full assistance to the latter in investigating and prosecuting market abuse occurring on or through its systems.

Article 27

Obligation for investment firms to make public firm quotes

1. Member States shall require systematic internalisers in shares to publish a firm quote in those shares admitted to trading on a regulated market for which they are systematic internalisers and for which there is a liquid market. In the case of shares for which there is not a liquid market, systematic internalisers shall disclose quotes to their clients on request.

The provisions of this Article shall be applicable to systematic internalisers when dealing for sizes up to standard market size. Systematic internalisers that only deal in sizes above standard market size shall not be subject to the provisions of this Article.

Systematic internalisers may decide the size or sizes at which they will quote. For a particular share each quote shall include

a firm bid and/or offer price or prices for a size or sizes which could be up to standard market size for the class of shares to which the share belongs. The price or prices shall also reflect the prevailing market conditions for that share.

Shares shall be grouped in classes on the basis of the arithmetic average value of the orders executed in the market for that share. The standard market size for each class of shares shall be a size representative of the arithmetic average value of the orders executed in the market for the shares included in each class of shares.

The market for each share shall be comprised of all orders executed in the European Union in respect of that share excluding those large in scale compared to normal market size for that share.

2. The competent authority of the most relevant market in terms of liquidity as defined in Article 25 for each share shall determine at least annually, on the basis of the arithmetic average value of the orders executed in the market in respect of that share, the class of shares to which it belongs. This information shall be made public to all market participants.

3. Systematic internalisers shall make public their quotes on a regular and continuous basis during normal trading hours. They shall be entitled to update their quotes at any time. They shall also be allowed, under exceptional market conditions, to withdraw their quotes.

The quote shall be made public in a manner which is easily accessible to other market participants on a reasonable commercial basis.

Systematic internalisers shall, while complying with the provisions set down in Article 21, execute the orders they receive from their retail clients in relation to the shares for which they are systematic internalisers at the quoted prices at the time of reception of the order.

Systematic internalisers shall execute the orders they receive from their professional clients in relation to the shares for which they are systematic internalisers at the quoted price at the time of reception of the order. However, they may execute those orders at a better price in justified cases provided that this price falls within a public range close to market conditions and provided that the orders are of a size bigger than the size customarily undertaken by a retail investor.

Furthermore, systematic internalisers may execute orders they receive from their professional clients at prices different than their quoted ones without having to comply with the conditions established in the fourth subparagraph, in respect of transactions where execution in several securities is part of one transaction or in respect of orders that are subject to conditions other than the current market price.

Where a systematic internaliser who quotes only one quote or whose highest quote is lower than the standard market size receives an order from a client of a size bigger than its quotation size, but lower than the standard market size, it may decide to execute that part of the order which exceeds its quotation size, provided that it is executed at the quoted price, except where otherwise permitted under the conditions of the previous two subparagraphs. Where the systematic internaliser is quoting in different sizes and receives an order between those sizes, which it chooses to execute, it shall execute the order at one of the quoted prices in compliance with the provisions of Article 22, except where otherwise permitted under the conditions of the previous two subparagraphs.

4. The competent authorities shall check:

(a) that investment firms regularly update bid and/or offer prices published in accordance with paragraph 1 and maintain prices which reflect the prevailing market conditions;

(b) that investment firms comply with the conditions for price improvement laid down in the fourth subparagraph of paragraph 3.

5. Systematic internalisers shall be allowed to decide, on the basis of their commercial policy and in an objective non-discriminatory way, the investors to whom they give access to their quotes. To that end there shall be clear standards for governing access to their quotes. Systematic internalisers may refuse to enter into or discontinue business relationships with investors on the basis of commercial considerations such as the investor credit status, the counterparty risk and the final settlement of the transaction.

6. In order to limit the risk of being exposed to multiple transactions from the same client systematic internalisers shall be allowed to limit in a non-discriminatory way the number of transactions from the same client, which they undertake to enter at the published conditions. They shall also be allowed, in a non-discriminatory way and in accordance with the provisions of Article 22, to limit the total number of transactions from different clients at the same time provided that this is allowable only where the number and/or volume of orders sought by clients considerably exceeds the norm.

7. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1 to 6, in a manner which supports the efficient valuation of shares and maximises the possibility of investment firms of obtaining the best deal for their clients, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), adopt implementing measures which:

(a) specify the criteria for application of paragraphs 1 and 2;

(b) specify the criteria determining when a quote is published on a regular and continuous basis and is easily accessible as well as the means by which investment firms may comply with their obligation to make public their quotes, which shall include the following possibilities:

(i) through the facilities of any regulated market which has admitted the instrument in question to trading;

(ii) through the offices of a third party;

(iii) through proprietary arrangements;

(c) specify the general criteria for determining those transactions where execution in several securities is part of one transaction or orders that are subject to conditions other than current market price;

(d) specify the general criteria for determining what can be considered as exceptional market circumstances that allow for the withdrawal of quotes as well as conditions for updating quotes;

(e) specify the criteria for determining what is a size customarily undertaken by a retail investor;

(f) specify the criteria for determining what constitutes considerably exceeding the norm as set down in paragraph 6;

(g) specify the criteria for determining when prices fall within a public range close to market conditions.

Article 28

Post-trade disclosure by investment firms

1. Member States shall, at least, require investment firms which either on own account or on behalf of clients, conclude transactions in shares admitted to trading on a regulated market outside a regulated market or MTF, to make public the volume and price of those transactions and the time at which they were concluded. This information shall be made public as close to real-time as possible, on a reasonable commercial basis, and in a manner which is easily accessible to other market participants.

2. Member States shall require that the information which is made public in accordance with paragraph 1 and the time-limits within which it is published comply with the requirements adopted pursuant to Article 45. Where the measures adopted pursuant to Article 45 provide for deferred reporting for certain categories of transaction in shares, this possibility shall apply mutatis mutandis to those transactions when undertaken outside regulated markets or MTFs.

3. In order to ensure the transparent and orderly functioning of markets and the uniform application of paragraph 1, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures which:

(a) specify the means by which investment firms may comply with their obligations under paragraph 1 including the following possibilities:

(i) through the facilities of any regulated market which has admitted the instrument in question to trading or through the facilities of an MTF in which the share in question is traded;

(ii) through the offices of a third party;

(iii) through proprietary arrangements;

(b) clarify the application of the obligation under paragraph 1 to transactions involving the use of shares for collateral, lending or other purposes where the exchange of shares is determined by factors other than the current market valuation of the share.

Article 29

Pre-trade transparency requirements for MTFs

1. Member States shall, at least, require that investment firms and market operators operating an MTF make public current bid and offer prices and the depth of trading interests at these prices which are advertised through their systems in respect of shares admitted to trading on a regulated market. Member States shall provide for this information to be made available to the public on reasonable commercial terms and on a continuous basis during normal trading hours.

2. Member States shall provide for the competent authorities to be able to waive the obligation for investment firms or market operators operating an MTF to make public the information referred to in paragraph 1 based on the market model or the type and size of orders in the cases defined in accordance with paragraph 3. In particular, the competent authorities shall be able to waive the obligation in respect of transactions that are large in scale compared with normal market size for the share or type of share in question.

3. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2) adopt implementing measures as regards:

(a) the range of bid and offers or designated market-maker quotes, and the depth of trading interest at those prices, to be made public;

(b) the size or type of orders for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2;

(c) the market model for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2 and in particular, the applicabil-

ity of the obligation to trading methods operated by an MTF which conclude transactions under their rules by reference to prices established outside the systems of the MTF or by periodic auction.

Except where justified by the specific nature of the MTF, the content of these implementing measures shall be equal to that of the implementing measures provided for in Article 44 for regulated markets.

Article 30

Post-trade transparency requirements for MTFs

1. Member States shall, at least, require that investment firms and market operators operating an MTF make public the price, volume and time of the transactions executed under its systems in respect of shares which are admitted to trading on a regulated market. Member States shall require that details of all such transactions be made public, on a reasonable commercial basis, as close to real-time as possible. This requirement shall not apply to details of trades executed on an MTF that are made public under the systems of a regulated market.

2. Member States shall provide that the competent authority may authorise investment firms or market operators operating an MTF to provide for deferred publication of the details of transactions based on their type or size. In particular, the competent authorities may authorise the deferred publication in respect of transactions that are large in scale compared with the normal market size for that share or that class of shares. Member States shall require MTFs to obtain the competent authority's prior approval to proposed arrangements for deferred trade-publication, and shall require that these arrangements be clearly disclosed to market participants and the investing public.

3. In order to provide for the efficient and orderly functioning of financial markets, and to ensure the uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2) adopt implementing measures in respect of:

(a) the scope and content of the information to be made available to the public;

(b) the conditions under which investment firms or market operators operating an MTF may provide for deferred publication of trades and the criteria to be applied when deciding the transactions for which, due to their size or the type of share involved, deferred publication is allowed.

Except where justified by the specific nature of the MTF, the content of these implementing measures shall be equal to that of the implementing measures provided for in Article 45 for regulated markets.

CHAPTER III

RIGHTS OF INVESTMENT FIRMS

Article 31

Freedom to provide investment services and activities

1. Member States shall ensure that any investment firm authorised and supervised by the competent authorities of another Member State in accordance with this Directive, and in respect of credit institutions in accordance with Directive 2000/12/EC, may freely perform investment services and/or activities as well as ancillary services within their territories, provided that such services and activities are covered by its authorisation. Ancillary services may only be provided together with an investment service and/or activity.

Member States shall not impose any additional requirements on such an investment firm or credit institution in respect of the matters covered by this Directive.

2. Any investment firm wishing to provide services or activities within the territory of another Member State for the first time, or which wishes to change the range of services or activities so provided, shall communicate the following information to the competent authorities of its home Member State:

- (a) the Member State in which it intends to operate;
- (b) a programme of operations stating in particular the investment services and/or activities as well as ancillary services which it intends to perform and whether it intends to use tied agents in the territory of the Member States in which it intends to provide services.

In cases where the investment firm intends to use tied agents, the competent authority of the home Member State of the investment firm shall, at the request of the competent authority of the host Member State and within a reasonable time, communicate the identity of the tied agents that the investment firm intends to use in that Member State. The host Member State may make public such information.

3. The competent authority of the home Member State shall, within one month of receiving the information, forward it to the competent authority of the host Member State designated as contact point in accordance with Article 56(1). The investment firm may then start to provide the investment service or services concerned in the host Member State.

4. In the event of a change in any of the particulars communicated in accordance with paragraph 2, an investment firm shall give written notice of that change to the competent authority of the home Member State at least one month before implementing the change. The competent authority of the home Member State shall inform the competent authority of the host Member State of those changes.

5. Member States shall, without further legal or administrative requirement, allow investment firms and market operators operating MTFs from other Member States to provide appropriate arrangements on their territory so as to facilitate access to and use of their systems by remote users or participants established in their territory.

6. The investment firm or the market operator that operates an MTF shall communicate to the competent authority of its home Member State the Member State in which it intends to provide such arrangements. The competent authority of the home Member State of the MTF shall communicate, within one month, this information to the Member State in which the MTF intends to provide such arrangements.

The competent authority of the home Member State of the MTF shall, on the request of the competent authority of the host Member State of the MTF and within a reasonable delay, communicate the identity of the members or participants of the MTF established in that Member State.

Article 32

Establishment of a branch

1. Member States shall ensure that investment services and/or activities as well as ancillary services may be provided within their territories in accordance with this Directive and Directive 2000/12/EC through the establishment of a branch provided that those services and activities are covered by the authorisation granted to the investment firm or the credit institution in the home Member State. Ancillary services may only be provided together with an investment service and/or activity.

Member States shall not impose any additional requirements save those allowed under paragraph 7, on the organisation and operation of the branch in respect of the matters covered by this Directive.

2. Member States shall require any investment firm wishing to establish a branch within the territory of another Member State first to notify the competent authority of its home Member State and to provide it with the following information:

- (a) the Member States within the territory of which it plans to establish a branch;
- (b) a programme of operations setting out inter alia the investment services and/or activities as well as the ancillary services to be offered and the organisational structure of the branch and indicating whether the branch intends to use tied agents;
- (c) the address in the host Member State from which documents may be obtained;
- (d) the names of those responsible for the management of the branch.

In cases where an investment firm uses a tied agent established in a Member State outside its home Member State, such tied agent shall be assimilated to the branch and shall be subject to the provisions of this Directive relating to branches.

3. Unless the competent authority of the home Member State has reason to doubt the adequacy of the administrative structure or the financial situation of an investment firm, taking into account the activities envisaged, it shall, within three months of receiving all the information, communicate that information to the competent authority of the host Member State designated as contact point in accordance with Article 56(1) and inform the investment firm concerned accordingly.

4. In addition to the information referred to in paragraph 2, the competent authority of the home Member State shall communicate details of the accredited compensation scheme of which the investment firm is a member in accordance with Directive 97/9/EC to the competent authority of the host Member State. In the event of a change in the particulars, the competent authority of the home Member State shall inform the competent authority of the host Member State accordingly.

5. Where the competent authority of the home Member State refuses to communicate the information to the competent authority of the host Member State, it shall give reasons for its refusal to the investment firm concerned within three months of receiving all the information.

6. On receipt of a communication from the competent authority of the host Member State, or failing such communication from the latter at the latest after two months from the date of transmission of the communication by the competent authority of the home Member State, the branch may be established and commence business.

7. The competent authority of the Member State in which the branch is located shall assume responsibility for ensuring that the services provided by the branch within its territory comply with the obligations laid down in Articles 19, 21, 22, 25, 27 and 28 and in measures adopted pursuant thereto.

The competent authority of the Member State in which the branch is located shall have the right to examine branch arrangements and to request such changes as are strictly needed to enable the competent authority to enforce the obligations under Articles 19, 21, 22, 25, 27 and 28 and measures adopted pursuant thereto with respect to the services and/or activities provided by the branch within its territory.

8. Each Member State shall provide that, where an investment firm authorised in another Member State has established a branch within its territory, the competent authority of the home Member State of the investment firm, in the exercise of

its responsibilities and after informing the competent authority of the host Member State, may carry out on-site inspections in that branch.

9. In the event of a change in any of the information communicated in accordance with paragraph 2, an investment firm shall give written notice of that change to the competent authority of the home Member State at least one month before implementing the change. The competent authority of the host Member State shall also be informed of that change by the competent authority of the home Member State.

Article 33

Access to regulated markets

1. Member States shall require that investment firms from other Member States which are authorised to execute client orders or to deal on own account have the right of membership or have access to regulated markets established in their territory by means of any of the following arrangements:

- (a) directly, by setting up branches in the host Member States;
- (b) by becoming remote members of or having remote access to the regulated market without having to be established in the home Member State of the regulated market, where the trading procedures and systems of the market in question do not require a physical presence for conclusion of transactions on the market.
- 2. Member States shall not impose any additional regulatory or administrative requirements, in respect of matters covered by this Directive, on investment firms exercising the right conferred by paragraph 1.

Article 34

Access to central counterparty, clearing and settlement facilities and right to designate settlement system

1. Member States shall require that investment firms from other Member States have the right of access to central counterparty, clearing and settlement systems in their territory for the purposes of finalising or arranging the finalisation of transactions in financial instruments.

Member States shall require that access of those investment firms to such facilities be subject to the same non-discriminatory, transparent and objective criteria as apply to local participants. Member States shall not restrict the use of those facilities to the clearing and settlement of transactions in financial instruments undertaken on a regulated market or MTF in their territory.

2. Member States shall require that regulated markets in their territory offer all their members or participants the right to designate the system for the settlement of transactions in financial instruments undertaken on that regulated market, subject to:

(a) such links and arrangements between the designated settlement system and any other system or facility as are necessary to ensure the efficient and economic settlement of the transaction in question; and

(b) agreement by the competent authority responsible for the supervision of the regulated market that technical conditions for settlement of transactions concluded on the regulated market through a settlement system other than that designated by the regulated market are such as to allow the smooth and orderly functioning of financial markets.

This assessment of the competent authority of the regulated market shall be without prejudice to the competencies of the national central banks as overseers of settlement systems or other supervisory authorities on such systems. The competent authority shall take into account the oversight/supervision already exercised by those institutions in order to avoid undue duplication of control.

3. The rights of investment firms under paragraphs 1 and 2 shall be without prejudice to the right of operators of central counterparty clearing or securities settlement systems to refuse on legitimate commercial grounds to make the requested services available.

Article 35

Provisions regarding central counterparty, clearing and settlement arrangements in respect of MTFs

1. Member States shall not prevent investment firms and market operators operating an MTF from entering into appropriate arrangements with a central counterparty or clearing house and a settlement system of another Member State with a view to providing for the clearing and/or settlement of some or all trades concluded by market participants under their systems.

2. The competent authority of investment firms and market operators operating an MTF may not oppose the use of central counterparty, clearing houses and/or settlement systems in another Member State except where this is demonstrably necessary in order to maintain the orderly functioning of that MTF and taking into account the conditions for settlement systems established in Article 34(2).

In order to avoid undue duplication of control, the competent authority shall take into account the oversight/supervision of the clearing and settlement system already exercised by the national central banks as overseers of clearing and settlement systems or by other supervisory authorities with a competence in such systems.

TITLE III REGULATED MARKETS

Article 36

Authorisation and applicable law

1. Member States shall reserve authorisation as a regulated market to those systems which comply with the provisions of this Title.

Authorisation as a regulated market shall be granted only where the competent authority is satisfied that both the market operator and the systems of the regulated market comply at least with the requirements laid down in this Title.

In the case of a regulated market that is a legal person and that is managed or operated by a market operator other than the regulated market itself, Member States shall establish how the different obligations imposed on the market operator under this Directive are to be allocated between the regulated market and the market operator.

The operator of the regulated market shall provide all information, including a programme of operations setting out inter alia the types of business envisaged and the organisational structure, necessary to enable the competent authority to satisfy itself that the regulated market has established, at the time of initial authorisation, all the necessary arrangements to meet its obligations under the provisions of this Title.

2. Member States shall require the operator of the regulated market to perform tasks relating to the organisation and operation of the regulated market under the supervision of the competent authority. Member States shall ensure that competent authorities keep under regular review the compliance of regulated markets with the provisions of this Title. They shall also ensure that competent authorities monitor that regulated markets comply at all times with the conditions for initial authorisation established under this Title.

3. Member States shall ensure that the market operator is responsible for ensuring that the regulated market that he manages complies with all requirements under this Title.

Member States shall also ensure that the market operator is entitled to exercise the rights that correspond to the regulated market that he manages by virtue of this Directive.

4. Without prejudice to any relevant provisions of Directive 2003/6/EC, the public law governing the trading conducted under the systems of the regulated market shall be that of the home Member State of the regulated market.

5. The competent authority may withdraw the authorisation issued to a regulated market where it:

(a) does not make use of the authorisation within 12 months, expressly renounces the authorisation or has not operated for the preceding six months, unless the Member State concerned has provided for authorisation to lapse in such cases;

(b) has obtained the authorisation by making false statements or by any other irregular means;

(c) no longer meets the conditions under which authorisation was granted;

(d) has seriously and systematically infringed the provisions adopted pursuant to this Directive;

(e) falls within any of the cases where national law provides for withdrawal.

Article 37

Requirements for the management of the regulated market

1. Member States shall require the persons who effectively direct the business and the operations of the regulated market to be of sufficiently good repute and sufficiently experienced as to ensure the sound and prudent management and operation of the regulated market. Member States shall also require the operator of the regulated market to inform the competent authority of the identity and any other subsequent changes of the persons who effectively direct the business and the operations of the regulated market.

The competent authority shall refuse to approve proposed changes where there are objective and demonstrable grounds for believing that they pose a material threat to the sound and prudent management and operation of the regulated market.

2. Member States shall ensure that, in the process of authorisation of a regulated market, the person or persons who effectively direct the business and the operations of an already authorised regulated market in accordance with the conditions of this Directive are deemed to comply with the requirements laid down in paragraph 1.

Article 38

Requirements relating to persons exercising significant influence over the management of the regulated market

1. Member States shall require the persons who are in a position to exercise, directly or indirectly, significant influence over the management of the regulated market to be suitable.

2. Member States shall require the operator of the regulated market:

(a) to provide the competent authority with, and to make public, information regarding the ownership of the regulated market and/or the market operator, and in particular, the identity and scale of interests of any parties in a position to exercise significant influence over the management;

(b) to inform the competent authority of and to make public any transfer of ownership which gives rise to a change in the identity of the persons exercising significant influence over the operation of the regulated market.

3. The competent authority shall refuse to approve, proposed changes to the controlling interests of the regulated market and/or the market operator where there are objective and demonstrable grounds for believing that they would pose a threat to the sound and prudent management of the regulated market.

Article 39

Organisational requirements

Member States shall require the regulated market:

(a) to have arrangements to identify clearly and manage the potential adverse consequences, for the operation of the regulated market or for its participants, of any conflict of interest between the interest of the regulated market, its owners or its operator and the sound functioning of the regulated market, and in particular where such conflicts of interest might prove prejudicial to the accomplishment of any functions delegated to the regulated market by the competent authority;

(b) to be adequately equipped to manage the risks to which it is exposed, to implement appropriate arrangements and systems to identify all significant risks to its operation, and to put in place effective measures to mitigate those risks;

(c) to have arrangements for the sound management of the technical operations of the system, including the establishment of effective contingency arrangements to cope with risks of systems disruptions;

(d) to have transparent and non-discretionary rules and procedures that provide for fair and orderly trading and establish objective criteria for the efficient execution of orders;

(e) to have effective arrangements to facilitate the efficient and timely finalisation of the transactions executed under its systems;

(f) to have available, at the time of authorisation and on an ongoing basis, sufficient financial resources to facilitate its orderly functioning, having regard to the nature and extent of the transactions concluded on the market and the range and degree of the risks to which it is exposed.

Article 40

Admission of financial instruments to trading

1. Member States shall require that regulated markets have clear and transparent rules regarding the admission of financial instruments to trading.

Those rules shall ensure that any financial instruments admitted to trading in a regulated market are capable of being traded in a fair, orderly and efficient manner and, in the case of transferable securities, are freely negotiable.

2. In the case of derivatives, the rules shall ensure, in particular that the design of the derivative contract allows for its orderly pricing as well as for the existence of effective settlement conditions.

3. In addition to the obligations set out in paragraphs 1 and 2, Member States shall require the regulated market to establish and maintain effective arrangements to verify that issuers of transferable securities that are admitted to trading on the regulated market comply with their obligations under Community law in respect of initial, ongoing or ad hoc disclosure obligations.

Member States shall ensure that the regulated market establishes arrangements which facilitate its members or participants in obtaining access to information which has been made public under Community law.

4. Member States shall ensure that regulated markets have established the necessary arrangements to review regularly the compliance with the admission requirements of the financial instruments which they admit to trading.

5. A transferable security that has been admitted to trading on a regulated market can subsequently be admitted to trading on other regulated markets, even without the consent of the issuer and in compliance with the relevant provisions of Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of ..., on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (1). The issuer shall be informed by the regulated market of the fact that its securities are traded on that regulated market. The issuer shall not be subject to any obligation to provide information required under paragraph 3 directly to any regulated market which has admitted the issuer's securities to trading without its consent.

6. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1 to 5, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), adopt implementing measures which:

- (a) specify the characteristics of different classes of instruments to be taken into account by the regulated market when assessing whether an instrument is issued in a manner consistent with the conditions laid down in the second subparagraph of paragraph 1 for admission to trading on the different market segments which it operates;
- (b) clarify the arrangements that the regulated market is to implement so as to be considered to have fulfilled its obligation to verify that the issuer of a transferable security complies with its obligations under Community law in respect of initial, ongoing or ad hoc disclosure obligations;

(1) OJ L

(c) clarify the arrangements that the regulated market has to establish pursuant to paragraph 3, in order to facilitate its members or participants in obtaining access to information which has been made public under the conditions established by Community law.

Suspension and removal of instruments from trading

Article 41

1. Without prejudice to the right of the competent authority under Article 50(2)(f) and (g) to demand suspension or removal of an instrument from trading, the operator of the regulated market may suspend or remove from trading a financial instrument which no longer complies with the rules of the regulated market unless such a step would be likely to cause significant damage to the investors' interests or the orderly functioning of the market.

Notwithstanding the possibility for the operators of regulated markets to inform directly the operators of other regulated markets, Member States shall require that an operator of a regulated market that suspends or removes from trading a financial instrument make public this decision and communicates relevant information to the competent authority. The competent authority shall inform the competent authorities of the other Member States.

2. A competent authority which demands the suspension or removal of a financial instrument from trading on one or more regulated markets shall immediately make public its decision and inform the competent authorities of the other Member States. Except where it could cause significant damage to the investors' interests or the orderly functioning of the market the competent authorities of the other Member States shall demand the suspension or removal of that financial instrument from trading on the regulated markets and MTFs that operate under their authority.

Article 42

Access to the regulated market

- 1. Member States shall require the regulated market to establish and maintain transparent and non-discriminatory rules, based on objective criteria, governing access to or membership of the regulated market.
- 2. Those rules shall specify any obligations for the members or participants arising from:
 - (a) the constitution and administration of the regulated market;
 - (b) rules relating to transactions on the market;

(c) professional standards imposed on the staff of the investment firms or credit institutions that are operating on the market;

(d) the conditions established, for members or participants other than investment firms and credit institutions, under paragraph 3;

(e) the rules and procedures for the clearing and settlement of transactions concluded on the regulated market.

3. Regulated markets may admit as members or participants investment firms, credit institutions authorised under Directive 2000/12/EC and other persons who:

- (a) are fit and proper;
- (b) have a sufficient level of trading ability and competence;
- (c) have, where applicable, adequate organisational arrangements;
- (d) have sufficient resources for the role they are to perform, taking into account the different financial arrangements that the regulated market may have established in order to guarantee the adequate settlement of transactions.

4. Member States shall ensure that, for the transactions concluded on a regulated market, members and participants are not obliged to apply to each other the obligations laid down in Articles 19, 21 and 22. However, the members or participants of the regulated market shall apply the obligations provided for in Articles 19, 21 and 22 with respect to their clients when they, acting on behalf of their clients, execute their orders on a regulated market.

5. Member States shall ensure that the rules on access to or membership of the regulated market provide for the direct or remote participation of investment firms and credit institutions.

6. Member States shall, without further legal or administrative requirements, allow regulated markets from other Member States to provide appropriate arrangements on their territory so as to facilitate access to and trading on those markets by remote members or participants established in their territory.

The regulated market shall communicate to the competent authority of its home Member State the Member State in which it intends to provide such arrangements. The competent authority of the home Member State shall communicate, within one month, this information to the Member State in which the regulated market intends to provide such arrangements.

The competent authority of the home Member State of the regulated market shall, on the request of the competent

authority of the host Member State and within a reasonable time, communicate the identity of the members or participants of the regulated market established in that Member State.

7. Member States shall require the operator of the regulated market to communicate, on a regular basis, the list of the members and participants of the regulated market to the competent authority of the regulated market.

Article 43

Monitoring of compliance with the rules of the regulated market and with other legal obligations

1. Member States shall require that regulated markets establish and maintain effective arrangements and procedures for the regular monitoring of the compliance by their members or participants with their rules. Regulated markets shall monitor the transactions undertaken by their members or participants under their systems in order to identify breaches of those rules, disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse.

2. Member States shall require the operators of the regulated markets to report significant breaches of their rules or disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse to the competent authority of the regulated market. Member States shall also require the operator of the regulated market to supply the relevant information without delay to the authority competent for the investigation and prosecution of market abuse on the regulated market and to provide full assistance to the latter in investigating and prosecuting market abuse occurring on or through the systems of the regulated market.

Article 44

Pre-trade transparency requirements for regulated markets

1. Member States shall, at least, require regulated markets to make public current bid and offer prices and the depth of trading interests at those prices which are advertised through their systems for shares admitted to trading. Member States shall require this information to be made available to the public on reasonable commercial terms and on a continuous basis during normal trading hours.

Regulated markets may give access, on reasonable commercial terms and on a non-discriminatory basis, to the arrangements they employ for making public the information under the first subparagraph to investment firms which are obliged to publish their quotes in shares pursuant to Article 27.

2. Member States shall provide that the competent authorities are to be able to waive the obligation for regulated markets to make public the information referred to in paragraph 1 based on the market model or the type and size of orders in the cases defined in accordance with paragraph 3. In particular, the competent authorities shall be able to waive the obligation in respect of transactions that are large in scale compared with normal market size for the share or type of share in question.

3. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2) adopt implementing measures as regards:

- (a) the range of bid and offers or designated market-maker quotes, and the depth of trading interest at those prices, to be made public;
- (b) the size or type of orders for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2;

(c) the market model for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2, and in particular, the applicability of the obligation to trading methods operated by regulated markets which conclude transactions under their rules by reference to prices established outside the regulated market or by periodic auction.

Article 45

Post-trade transparency requirements for regulated markets

1. Member States shall, at least, require regulated markets to make public the price, volume and time of the transactions executed in respect of shares admitted to trading. Member States shall require details of all such transactions to be made public, on a reasonable commercial basis and as close to real-time as possible.

Regulated markets may give access, on reasonable commercial terms and on a non-discriminatory basis, to the arrangements they employ for making public the information under the first subparagraph to investment firms which are obliged to publish the details of their transactions in shares pursuant to Article 28.

2. Member States shall provide that the competent authority may authorise regulated markets to provide for deferred publication of the details of transactions based on their type or size. In particular, the competent authorities may authorise the deferred publication in respect of transactions that are large in scale compared with the normal market size for that share or that class of shares. Member States shall require regulated markets to obtain the competent authority's prior approval of proposed arrangements for deferred trade-publication, and shall require that these arrangements be clearly disclosed to market participants and the investing public.

TITLE IV

COMPETENT AUTHORITIES

CHAPTER I

DESIGNATION, POWERS AND REDRESS PROCEDURES

Article 48

Designation of competent authorities

1. Each Member State shall designate the competent authorities which are to carry out each of the duties provided for under the different provisions of this Directive. Member States shall inform the Commission and the competent authorities of other Member States of the identity of the competent authorities responsible for enforcement of each of those duties, and of any division of those duties.

2. The competent authorities referred to in paragraph 1 shall be public authorities, without prejudice to the possibility of delegating tasks to other entities where that is expressly provided for in Articles 5(5), 16(3), 17(2) and 23(4).

Any delegation of tasks to entities other than the authorities referred to in paragraph 1 may not involve either the exercise of public authority or the use of discretionary powers of judgement. Member States shall require that, prior to delegation, competent authorities take all reasonable steps to ensure that the entity to which tasks are to be delegated has the capacity and resources to effectively execute all tasks and that the delegation takes place only if a clearly defined and documented framework for the exercise of any delegated tasks has been established stating the tasks to be undertaken and the conditions under which they are to be carried out. These conditions shall include a clause obliging the entity in question to act and be organised in such a manner as to avoid conflict of interest and so that information obtained from carrying out the delegated tasks is not used unfairly or to prevent compliance with this Directive and with its implementing measures shall lie with the competent authority or authorities designated in accordance with paragraph 1.

Member States shall inform the Commission and the competent authorities of other Member States of any arrangements entered into with regard to delegation of tasks, including the precise conditions regulating such delegation.

3. The Commission shall publish a list of the competent authorities referred to in paragraphs 1 and 2 in the *Official Journal of the European Union* at least once a year and update it continuously on its website.

Article 49

Cooperation between authorities in the same Member State

If a Member State designates more than one competent authority to enforce a provision of this Directive, their respective roles shall be clearly defined and they shall cooperate closely.

Each Member State shall require that such cooperation also take place between the competent authorities for the purposes of this Directive and the competent authorities responsible in that Member State for the supervision of credit and other financial institutions, pension funds, UCITS, insurance and reinsurance intermediaries and insurance undertakings.

Member States shall require that competent authorities exchange any information which is essential or relevant to the exercise of their functions and duties.

Article 50

Powers to be made available to competent authorities

1. Competent authorities shall be given all supervisory and investigatory powers that are necessary for the exercise of their functions. Within the limits provided for in their national legal frameworks they shall exercise such powers:

- (a) directly; or
- (b) in collaboration with other authorities; or
- (c) under their responsibility by delegation to entities to which tasks have been delegated according to Article 48(2); or
- (d) by application to the competent judicial authorities.

2. The powers referred to in paragraph 1 shall be exercised in conformity with national law and shall include, at least, the rights to:

- (a) have access to any document in any form whatsoever and to receive a copy of it;
- (b) demand information from any person and if necessary to summon and question a person with a view to obtaining information;
- (c) carry out on-site inspections;
- (d) require existing telephone and existing data traffic records;
- (e) require the cessation of any practice that is contrary to the provisions adopted in the implementation of this Directive;
- (f) request the freezing and/or the sequestration of assets;

- (g) request temporary prohibition of professional activity;
- (h) require authorised investment firms and regulated markets' auditors to provide information;
- (i) adopt any type of measure to ensure that investment firms and regulated markets continue to comply with legal requirements;
- (j) require the suspension of trading in a financial instrument;
- (k) require the removal of a financial instrument from trading, whether on a regulated market or under other trading arrangements;
- (l) refer matters for criminal prosecution;
- (m) allow auditors or experts to carry out verifications or investigations.

Article 51

Administrative sanctions

1. Without prejudice to the procedures for the withdrawal of authorisation or to the right of Member States to impose criminal sanctions, Member States shall ensure, in conformity with their national law, that the appropriate administrative measures can be taken or administrative sanctions be imposed against the persons responsible where the provisions adopted in the implementation of this Directive have not been complied with. Member States shall ensure that these measures are effective, proportionate and dissuasive.

2. Member States shall determine the sanctions to be applied for failure to cooperate in an investigation covered by Article 50.

3. Member States shall provide that the competent authority may disclose to the public any measure or sanction that will be imposed for infringement of the provisions adopted in the implementation of this Directive, unless such disclosure would seriously jeopardise the financial markets or cause disproportionate damage to the parties involved.

Article 52

Right of appeal

1. Member States shall ensure that any decision taken under laws, regulations or administrative provisions adopted in accordance with this Directive is properly reasoned and is subject to the right to apply to the courts. The right to apply to the courts shall also apply where, in respect of an application for authorisation which provides all the information required, no authorisation is taken within six months of its submission.

2. Member States shall provide that one or more of the following bodies, as determined by national law, may, in the interests of consumers and in accordance with national law, take action before the courts or competent administrative bodies to ensure that the national provisions for the implementation of this Directive are applied:

- (a) public bodies or their representatives;
- (b) consumer organisations having a legitimate interest in protecting consumers;
- (c) professional organisations having a legitimate interest in acting to protect their members.

Article 53

Extra-judicial mechanism for investors' complaints

1. Member States shall encourage the setting-up of efficient and effective complaints and redress procedures for the out-of-court settlement of consumer disputes concerning the provision of investment and ancillary services provided by investment firms, using existing bodies where appropriate.

2. Member States shall ensure that those bodies are not prevented by legal or regulatory provisions from cooperating effectively in the resolution of cross-border disputes.

Article 54

Professional secrecy

1. Member States shall ensure that competent authorities, all persons who work or who have worked for the competent authorities or entities to whom tasks are delegated pursuant to Article 48(2), as well as auditors and experts instructed by the competent authorities, are bound by the obligation of professional secrecy. No confidential information which they may receive in the course of their duties may be divulged to any person or authority whatsoever save in summary or aggregate form such that individual investment firms, market operators, regulated markets or any other person cannot be identified, without prejudice to cases covered by criminal law or the other provisions of this Directive.

2. Where an investment firm, market operator or regulated market has been declared bankrupt or is being compulsorily wound up, confidential information which does not concern third parties may be divulged in civil or commercial proceedings if necessary for carrying out the proceeding.

3. Without prejudice to cases covered by criminal law, the competent authorities, bodies or natural or legal persons other than competent authorities which receive confidential information pursuant to this Directive may use it only in the performance of their duties and for the exercise of their functions, in the case of the competent authorities, within the scope of this Directive or, in the case of other authorities, bodies or natural or legal persons, for the purpose for which such information was provided to them and/or in the context of administrative or judicial proceedings specifically related to the exercise of those functions. However, where the competent authority or other authority, body or person communicating information consents thereto, the authority receiving the information may use it for other purposes.

4. Any confidential information received, exchanged or transmitted pursuant to this Directive shall be subject to the conditions of professional secrecy laid down in this Article. Nevertheless, this Article shall not prevent the competent authorities from exchanging or transmitting confidential information in accordance with this Directive and with other Directives applicable to investment firms, credit institutions, pension funds, UCITS, insurance and reinsurance intermediaries, insurance undertakings, regulated markets or market operators or otherwise with the consent of the competent authority or other authority or body or natural or legal person that communicated the information.

5. This Article shall not prevent the competent authorities from exchanging or transmitting in accordance with national law confidential information that has not been received from a competent authority of another Member State.

Article 55

Relations with auditors

1. Member States shall provide, at least, that any person authorised within the meaning of Eighth Council Directive 84/253/EEC of 10 April 1984 on the approval of persons responsible for carrying out the statutory audits of accounting documents⁽¹⁾, performing in an investment firm the task described in Article 51 of Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 on the annual accounts of certain types of companies⁽²⁾, Article 37 of Directive 85/349/EEC or Article 51 of Directive 85/611/EEC or any other task prescribed by law, shall have a duty to report promptly to the competent authorities any fact or information concerning the undertaking of which that person has become aware while carrying out that task and which is liable to:

- (a) constitute a material breach of the laws, regulations or administrative provisions which lay down the conditions governing authorisation or which specifically govern pursuit of the activities of investment firms;

⁽¹⁾ OJ L 126, 12.5.1984, p. 20.

⁽²⁾ OJ L 222, 14.8.1978, p. 11.

Directive as last amended by Directive 2003/51/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 178, 17.7.2003, p. 16).

- (b) affect the continuous functioning of the investment firm;
- (c) lead to refusal to certify the accounts or to the expression of reservations.

That person shall also have a duty to report any facts and decisions of which the person becomes aware in the course of carrying out one of the tasks referred to in the first subparagraph in an undertaking having close links with the investment firm within which he is carrying out that task.

2. The disclosure in good faith to the competent authorities, by persons authorised within the meaning of Directive 84/253/EEC, of any fact or decision referred to in paragraph 1 shall not constitute a breach of any contractual or legal restriction on disclosure of information and shall not involve such persons in liability of any kind.

CHAPTER II

COOPERATION BETWEEN COMPETENT AUTHORITIES OF DIFFERENT MEMBER STATES

Article 56

Obligation to cooperate

1. Competent authorities of different Member States shall cooperate with each other whenever necessary for the purpose of carrying out their duties under this Directive, making use of their powers whether set out in this Directive or in national law.

Competent authorities shall render assistance to competent authorities of the other Member States. In particular, they shall exchange information and cooperate in any investigation or supervisory activities.

In order to facilitate and accelerate cooperation, and more particularly exchange of information, Member States shall designate one single competent authority as a contact point for the purposes of this Directive. Member States shall communicate to the Commission and to the other Member States the names of the authorities which are designated to receive requests for exchange of information or cooperation pursuant to this paragraph.

2. When, taking into account the situation of the securities markets in the host Member State, the operations of a regulated market that has established arrangements in a host Member State have become of substantial importance for the functioning of the securities markets and the protection of the investors in that host Member State, the home and host competent authorities of the regulated market shall establish proportionate cooperation arrangements.

3. Member States shall take the necessary administrative and organisational measures to facilitate the assistance provided for in paragraph 1.

Competent authorities may use their powers for the purpose of cooperation, even in cases where the conduct under investigation does not constitute an infringement of any regulation in force in that Member State.

4. Where a competent authority has good reasons to suspect that acts contrary to the provisions of this Directive, carried out by entities not subject to its supervision, are being or have been carried out on the territory of another Member State, it shall notify this in as specific a manner as possible to the competent authority of the other Member State. The latter authority shall take appropriate action. It shall inform the notifying competent authority of the outcome of the action and, to the extent possible, of significant interim developments. This paragraph shall be without prejudice to the competences of the competent authority that has forwarded the information.

5. In order to ensure the uniform application of paragraph 2 the Commission may adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures to establish the criteria under which the operations of a regulated market in a host Member State could be considered as of substantial importance for the functioning of the securities markets and the protection of the investors in that host Member State.

Article 57

Cooperation in supervisory activities, on-the-spot verifications or in investigations

A competent authority of one Member State may request the cooperation of the competent authority of another Member State in a supervisory activity or for an on-the-spot verification or in an investigation. In the case of investment firms that are remote members of a regulated market the competent authority of the regulated market may choose to address them directly, in which case it shall inform the competent authority of the home Member State of the remote member accordingly.

Where a competent authority receives a request with respect to an on-the-spot verification or an investigation, it shall, within the framework of its powers:

- carry out the verifications or investigations itself; or
- allow the requesting authority to carry out the verification or investigation; or
- allow auditors or experts to carry out the verification or investigation.

5. Articles 54, 58 and 63 shall not prevent a competent authority from transmitting to central banks, the European System of Central Banks and the European Central Bank, in their capacity as monetary authorities, and, where appropriate, to other public authorities responsible for overseeing payment and settlement systems, confidential information intended for the performance of their tasks; likewise such authorities or bodies shall not be prevented from communicating to the competent authorities such information as they may need for the purpose of performing their functions provided for in this Directive.

Article 59

Refusal to cooperate

A competent authority may refuse to act on a request for cooperation in carrying out an investigation, on-the-spot verification or supervisory activity as provided for in Article 57 or to exchange information as provided for in Article 58 only where:

- such an investigation, on-the-spot verification, supervisory activity or exchange of information might adversely affect the sovereignty, security or public policy of the State addressed;
- judicial proceedings have already been initiated in respect of the same actions and the same persons before the authorities of the Member State addressed;
- final judgment has already been delivered in the Member State addressed in respect of the same persons and the same actions.

In the case of such a refusal, the competent authority shall notify the requesting competent authority accordingly, providing as detailed information as possible.

Article 60

Inter-authority consultation prior to authorisation

1. The competent authorities of the other Member State involved shall be consulted prior to granting authorisation to an investment firm which is:

- a subsidiary of an investment firm or credit institution authorised in another Member State; or
- a subsidiary of the parent undertaking of an investment firm or credit institution authorised in another Member State; or
- controlled by the same natural or legal persons as control an investment firm or credit institution authorised in another Member State.

2. The competent authority of the Member State responsible for the supervision of credit institutions or insurance undertakings shall be consulted prior to granting an authorisation to an investment firm which is:

(a) a subsidiary of a credit institution or insurance undertaking authorised in the Community; or

(b) a subsidiary of the parent undertaking of a credit institution or insurance undertaking authorised in the Community; or

(c) controlled by the same person, whether natural or legal, who controls a credit institution or insurance undertaking authorised in the Community.

3. The relevant competent authorities referred to in paragraphs 1 and 2 shall in particular consult each other when assessing the suitability of the shareholders or members and the reputation and experience of persons who effectively direct the business involved in the management of another entity of the same group. They shall exchange all information regarding the suitability of shareholders or members and the reputation and experience of persons who effectively direct the business that is of relevance to the other competent authorities involved, for the granting of an authorisation as well as for the ongoing assessment of compliance with operating conditions.

Article 61

Powers for host Member States

1. Host Member States may, for statistical purposes, require all investment firms with branches within their territories to report to them periodically on the activities of those branches.

2. In discharging their responsibilities under this Directive, host Member States may require branches of investment firms to provide the information necessary for the monitoring of their compliance with the standards set by the host Member State that apply to them for the cases provided for in Article 32(7). Those requirements may not be more stringent than those which the same Member State imposes on established firms for the monitoring of their compliance with the same standards.

Article 62

Precautionary measures to be taken by host Member States

1. Where the competent authority of the host Member State has clear and demonstrable grounds for believing that an investment firm acting within its territory under the freedom to provide services is in breach of the obligations arising from the provisions adopted pursuant to this Directive or that an investment firm that has a branch within its territory is in breach of the obligations arising from the provisions adopted pursuant to this Directive which do not confer powers on the competent authority of the host Member State, it shall refer those findings to the competent authority of the home Member State.

If, despite the measures taken by the competent authority of the home Member State or because such measures prove inadequate, the investment firm persists in acting in a manner that is clearly prejudicial to the interests of host Member State investors or the orderly functioning of markets, the competent authority of the host Member State, after informing the competent authority of the home Member State shall take all the appropriate measures needed in order to protect investors and the proper functioning of the markets. This shall include the possibility of preventing offending investment firms from initiating any further transactions within their territories. The Commission shall be informed of such measures without delay.

2. Where the competent authorities of a host Member State ascertain that an investment firm that has a branch within its territory is in breach of the legal or regulatory provisions adopted in that State pursuant to those provisions of this Directive which confer powers on the host Member State's competent authorities, those authorities shall require the investment firm concerned to put an end to its irregular situation.

If the investment firm concerned fails to take the necessary steps, the competent authorities of the host Member State shall take all appropriate measures to ensure that the investment firm concerned puts an end to its irregular situation. The nature of those measures shall be communicated to the competent authorities of the home Member State.

If, despite the measures taken by the host Member State, the investment firm persists in breaching the legal or regulatory provisions referred to in the first subparagraph in force in the host Member State, the latter may, after informing the competent authorities of the home Member State, take appropriate measures to prevent or to penalise further irregularities and, in so far as necessary, to prevent that investment firm from initiating any further transactions within its territory. The Commission shall be informed of such measures without delay.

3. Where the competent authority of the host Member State of a regulated market or an MTF has clear and demonstrable grounds for believing that such regulated market or MTF is in breach of the obligations arising from the provisions adopted pursuant to this Directive, it shall refer those findings to the competent authority of the home Member State of the regulated market or the MTF.

If, despite the measures taken by the competent authority of the home Member State or because such measures prove inadequate, the said regulated market or the MTF persists in acting in a manner that is clearly prejudicial to the interests of host Member State investors or the orderly functioning of markets, the competent authority of the host Member State, after informing the competent authority of the home Member State, shall take all the appropriate measures needed in order to protect investors and the proper functioning of the markets. This shall include the possibility of preventing the said regulated market or the MTF from making their arrangements

2. Where the information originates in another Member State, it may not be disclosed without the express agreement of the competent authorities which have transmitted it and, where appropriate, solely for the purposes for which those authorities gave their agreement. The same provision applies to information provided by third country competent authorities.

TITLE V

FINAL PROVISIONS

Article 64

Committee procedure

1. The Commission shall be assisted by the European Securities Committee established by Commission Decision 2001/528/EC⁽¹⁾ (hereinafter referred to as the Committee).

2. Where reference is made to this paragraph, Articles 5 and 7 of Decision 1999/468/EC shall apply, having regard to the provisions of Article 8 thereof, provided that the implementing measures adopted in accordance with that procedure do not modify the essential provisions of this Directive.

The period laid down in Article 5(6) of Decision 1999/468/EC shall be set at three months.

3. Without prejudice to the implementing measures already adopted, on the expiry of a four-year period following the entry into force of this Directive, the application of its provisions requiring the adoption of technical rules and decisions in accordance with paragraph 2 shall be suspended. On a proposal from the Commission, the European Parliament and the Council may renew the provisions concerned in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty and, to that end, they shall review them prior to the expiry of that period.

Article 65

Reports and review

1. Before.....⁽¹⁾, the Commission shall, on the basis of public consultation and in the light of discussions with competent authorities, report to the European Parliament and Council on the possible extension of the scope of the provisions of the Directive concerning pre and post-trade transparency obligations to transactions in classes of financial instrument other than shares.

2. Before.....⁽²⁾, the Commission shall present a report to the European Parliament and to the Council on the application of Article 27.

⁽¹⁾ OJ L 191, 13.7.2001, p. 45.

⁽²⁾ 2 years after the entry into force of this Directive.

^(*) 3 years after the entry into force of this Directive.

3. Before.....^(***), the Commission shall, on the basis of public consultations and in the light of discussions with competent authorities, report to the European Parliament and Council on:

(a) the continued appropriateness of the exemption under Article 2(1)(k) for undertakings whose main business is dealing on own account in commodity derivatives;

(b) the content and form of proportionate requirements for the authorisation and supervision of such undertakings as investment firms within the meaning of this Directive;

(c) the appropriateness of rules concerning the appointment of agents in performing investment services and/or activities, in particular with respect to the supervision on them;

(d) the continued appropriateness of the exemption under of Article 2(1)(g).

4. Before.....^(***), the Commission shall present a report to the European Parliament and the Council on the state of the removal of the obstacles which may prevent the consolidation at the European level of the information that trading venues are required to publish.

5. On the basis of the reports referred to in paragraphs 1 to 4, the Commission may submit proposals for related amendments to this Directive.

6. Before.....^(****), the Commission shall, in the light of discussions with competent authorities, report to the European Parliament and Council on the continued appropriateness of the requirements for professional indemnity insurance imposed on intermediaries under Community law.

Article 66

Amendment of Directive 85/611/EEC

In Article 5 of Directive 85/611/EEC, paragraph 4 shall be replaced by the following:

4. Articles 2(2), 12, 13 and 19 of Directive 2004/39/EC⁽¹⁾ of the European Parliament and of the Council of..... on markets in financial instruments⁽²⁾, shall apply to the provision of the services referred to in paragraph 3 of this Article by management companies

⁽¹⁾ OPECE to insert reference to this Directive.

⁽²⁾ OJ L.

^(***) 30 months after the entry into force of this Directive.

^(****) 1 year after the entry into force of this Directive.

Article 67

Amendment of Directive 93/6/EEC

Directive 93/6/EEC shall be amended as follows:

1) Article 2(2) shall be replaced by the following:

2. Investment firms shall mean all institutions that satisfy the definition in Article 4(1) of Directive 2004/39/EC (1) of the European Parliament and of the Council of 29 October 2004 on markets in financial instruments (2), which are subject to the requirements imposed by the same Directive, excluding:

- (a) credit institutions,
- (b) local firms as defined in 20. and
- (c) firms which are only authorised to provide the service of investment advice and/or receive and transmit orders from investors without in both cases holding money or securities belonging to their clients and which for that reason may not at any time place themselves in debit with their clients.

(1) OPECE to insert reference to this Directive.

(2) OJ L.

2) Article 3(4) shall be replaced by the following:

4. The firms referred to in point (b) of Article 2(2) shall have initial capital of EUR 50 000 in so far as they benefit from the freedom of establishment or to provide services under Articles 31 or 32 of Directive 2004/39/EC;

3) In Article 3 the following paragraphs shall be inserted:

(4a) Pending revision of Directive 93/6/EEC, the firms referred to in point (c) of Article 2(2) shall have:

- (a) initial capital of EUR 50 000; or
- (b) professional indemnity insurance covering the whole territory of the Community or some other comparable guarantee against liability arising from professional negligence, representing at least EUR 1 000 000 applying to each claim and in aggregate EUR 1 500 000 per year for all claims; or
- (c) a combination of initial capital and professional indemnity insurance in a form resulting in a level of coverage equivalent to points (a) or (b).

The amounts referred to in this paragraph shall be periodically reviewed by the Commission in order to take account of changes in the European Index of Consumer Prices as published by Eurostat, in line with and at the same time as the adjustments made under Article 4(7) of

Directive 2002/92/EC of the European Parliament and the Council of 9 December 2002 on insurance mediation (3).

(4b) When an investment firm referred to in Article 2(2)(c), is also registered under Directive 2002/92/EC it has to comply with the requirements established by Article 4(3), of that Directive and in addition it has to have:

- (a) initial capital of EUR 25 000; or
- (b) professional indemnity insurance covering the whole territory of the Community or some other comparable guarantee against liability arising from professional negligence, representing at least EUR 500 000 applying to each claim and in aggregate EUR 750 000 per year for all claims; or
- (c) a combination of initial capital and professional indemnity insurance in a form resulting in a level of coverage equivalent to points (a) or (b).

(*) OJ L 9, 15.1.2003, p. 3.

Article 68

Amendment of Directive 2000/12/EC

Annex I of Directive 2000/12/EC shall be amended as follows:

At the end of the Annex I the following sentence is added:

"The services and activities provided for in Section A and B of Annex I of Directive 2004/39/EC (1) of the European Parliament and of the Council of 29 October 2004 on markets in financial instruments (2) when referring to the financial instruments provided for in Section C of Annex I of that Directive are subject to mutual recognition according to this Directive.

(1) OPECE to insert reference to this Directive.

(2) OJ L.

Article 69

Repeal of Directive 93/22/EEC

Directive 93/22/EEC shall be repealed with effect from (3). References to Directive 93/22/EEC shall be construed as references to this Directive. References to terms defined in, or Articles of, Directive 93/22/EEC shall be construed as references to the equivalent term defined in, or Article of, this Directive.

(3) 24 months after the entry into force of this Directive.

Article 70

Transposition

Member States shall adopt the laws, regulations and administrative provisions necessary to comply with this Directive by (4); (5) at the latest. They shall forthwith inform the Commission thereof.

When Member States adopt these measures, they shall contain a reference to this Directive or shall be accompanied by such reference on the occasion of their official publication. The methods of making such reference shall be laid down by the Member States.

Article 71

Transitional provisions

1. Investment firms already authorised in their home Member State to provide investment services before the (6); (7), shall be deemed to be so authorised for the purpose of this Directive, if the laws of those Member States provide that to take up such activities they must comply with conditions comparable to those imposed in Articles 9 to 14.

2. A regulated market or a market operator already authorised in its home Member State before the (6); (7), shall be deemed to be so authorised for the purposes of this Directive, if the laws of such Member State provide that the regulated market or market operator (as the case may be) must comply with conditions comparable to those imposed in Title III.

3. Tied agents already entered in a public register before the (6); (7), shall be deemed to be so registered for the purposes of this Directive, if the laws of those Member States provide that tied agents must comply with conditions comparable to those imposed in Article 23.

4. Information communicated before the (6); (7), for the purposes of Articles 17, 18 or 30 of Directive 93/22/EEC shall be deemed to have been communicated for the purposes of Articles 31 and 32 of this Directive.

5. Any existing system falling under the definition of an MTF operated by a market operator of a regulated market shall be authorised as an MTF at the request of the market operator of the regulated market provided it complies with rules equivalent to those required by this Directive for the authorisation and operation of MTFs, and provided that the request concerned is made within 18 months of the date referred to in Article 70.

6. Investment firms shall be authorised to continue considering existing professional clients as such provided that this categorisation has been granted by the investment firm on the basis of an adequate assessment of the expertise, experience and knowledge of the client which gives reasonable assurance, in light of the nature of the transactions or services envisaged, that the client is capable of making his own investment decisions and understands the risks involved. Those investment firms shall inform their clients about the conditions established in the Directive for the categorisation of clients.

Article 72

Entry into force

This Directive shall enter into force on the day of its publication in the *Official Journal of the European Union*.

Article 73

Addressees

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Strasbourg, 21 April 2004

For the European Parliament

The President

P. COX

For the Council

The President

D. ROCHE

(3) 24 months after the entry into force of this Directive.

ANNEX I

LIST OF SERVICES AND ACTIVITIES AND FINANCIAL INSTRUMENTS

Section A

Investment services and activities

- (1) Reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments.
- (2) Execution of orders on behalf of clients.
- (3) Dealing on own account.
- (4) Portfolio management.
- (5) Investment advice.
- (6) Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis.
- (7) Placing of financial instruments without a firm commitment basis
- (8) Operation of Multilateral Trading facilities.

Section B

Ancillary services

- (1) Safekeeping and administration of financial instruments for the account of clients, including custodianship and related services such as cash/collateral management.
- (2) Granting credits or loans to allow him to carry out a transaction in one or more financial instruments, where the firm granting the credit or loan is involved in the transaction;
- (3) Advice to undertakings on capital structure, industrial strategy and related matters and advice and services relating to mergers and the purchase of undertakings;
- (4) Foreign exchange services where these are connected to the provision of investment services;
- (5) Investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transactions in financial instruments;
- (6) Services related to underwriting.
- (7) Investment services and activities as well as ancillary services of the type included under Section A or B of Annex I related to the underlying of the derivatives included under Section C - 5, 6, 7 and 10 - where these are connected to the provision of investment or ancillary services.

Section C

Financial Instruments

- (1) Transferable securities;
- (2) Money-market instruments;
- (3) Units in collective investment undertakings;
- (4) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to securities, currencies, interest rates or yields, or other derivatives instruments, financial indices or financial measures which may be settled physically or in cash;
- (5) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to commodities that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event);

- (6) Options, futures, swaps, and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled provided that they are traded on a regulated market and/or an MTF;
- (7) Options, futures, swaps, forwards and any other derivative contracts relating to commodities, that can be physically settled not otherwise mentioned in C.6 and not being for commercial purposes, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls;
- (8) Derivative instruments for the transfer of credit risk;
- (9) Financial contracts for differences.
- (10) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to climatic variables, freight, interest rates or rates of official consumer prices, which are traded in cash or settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event), as well as any other derivative contracts relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in this Section, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls.

ANNEX II

PROFESSIONAL CLIENTS FOR THE PURPOSE OF THIS DIRECTIVE

Professional client is a client who possesses the experience, knowledge and expertise to make its own investment decisions and properly assess the risks that it incurs. In order to be considered a professional client, the client must comply with the following criteria:

I. Categories of client who are considered to be professionals

The following should all be regarded as professionals in all investment services and activities and financial instruments for the purposes of the Directive:

(1) Entities which are required to be authorised or regulated to operate in the financial markets. The list below should be understood as including all authorised entities carrying out the characteristic activities of the entities mentioned entities authorised by a Member State under a Directive, entities authorised or regulated by a Member State without reference to a Directive, and entities authorised or regulated by a non-Member State:

- (a) Credit institutions
- (b) Investment firms
- (c) Other authorised or regulated financial institutions
- (d) Insurance companies
- (e) Collective investment schemes and management companies of such schemes
- (f) Pension funds and management companies of such funds
- (g) Commodity and commodity derivatives dealers
- (h) Locals
- (i) Other institutional investors

(2) Large undertakings meeting two of the following size requirements on a company basis:

- balance sheet total: EUR 20 000 000;
- net turnover: EUR 40 000 000;
- own funds: EUR 2 000 000.

(3) National and regional governments, public bodies that manage public debt, Central Banks, international and supranational institutions such as the World Bank, the IMF, the ECB, the EIB and other similar international organisations.

(4) Other institutional investors whose main activity is to invest in financial instruments, including entities dedicated to the securitisation of assets or other financing transactions.

The entities mentioned above are considered to be professionals. They must however be allowed to request non-professional treatment and investment firms may agree to provide a higher level of protection. Where the client of an investment firm is an undertaking referred to above, the investment firm must inform it prior to any provision of services and, on the basis of the information available to the firm, the client is deemed to be a professional client, unless the client and the firm agree otherwise. The firm must inform the client of the nature of the services and the conditions of the agreement in order to secure a higher degree of protection.

It is the responsibility of the client, considered to be a professional client, to ask for a higher level of protection when it deems it is unable to properly assess or manage the risks involved.

This higher level of protection will be provided when a client who is considered to be a professional enters into a written agreement with the investment firm to the effect that it shall not be treated as a professional for the purposes of the applicable conduct of business regime. Such agreement should specify whether this applies to one or more particular services or transactions, or to one or more types of product or transaction.

II. Clients who may be treated as professionals on request

II.1. Identification criteria

Clients other than those mentioned in section I, including public sector bodies and private individual investors, may also be allowed to waive some of the protections afforded by the conduct of business rules.

Investment firms should therefore be allowed to treat any of the above clients as professionals provided the relevant criteria and procedure mentioned below are fulfilled. These clients should not, however, be presumed to possess market knowledge and experience comparable to that of the categories listed in section I.

Any such waiver of the protection afforded by the standard conduct of business regime shall be considered valid only if an adequate assessment of the expertise, experience and knowledge of the client, undertaken by the investment firm, gives reasonable assurance, in light of the nature of the transactions or services envisaged, that the client is capable of making his own investment decisions and understanding the risks involved.

The fitness test applied to managers and directors of entities licensed under Directives in the financial field could be regarded as evidence of the assessment of expertise and knowledge. In the case of small entities, the persons subject to the above assessment should be the person authorised to carry out transactions on behalf of the entity.

In the course of the above assessment, as a minimum, two of the following criteria should be satisfied:

- the client has carried out transactions in significant size, on the relevant market at an average frequency of 10 per quarter over the previous four quarters;

- the size of the client's financial instrument portfolio, defined as including cash deposits and financial instruments exceeds EUR 500 000;
- the client works or has worked in the financial sector for at least one year in a professional position, which requires knowledge of the transactions or services envisaged.

II.2. Procedure

The clients defined above may waive the benefit of the detailed rules of conduct only where the following procedure is followed:

- they must state in writing to the investment firm that they wish to be treated as a professional client, either generally or in respect of a particular investment service or transaction, or type of transaction or product;
- the investment firm must give them a clear written warning of the protections and investor compensation rights they may lose;
- they must state in writing, in a separate document from the contract, that they are aware of the consequences of losing such protections.

Before deciding to accept any request for waiver, investment firms must be required to take all reasonable steps to ensure that the client requesting to be treated as a professional client meets the relevant requirements stated in Section II.1 above.

However, if clients have already been categorised as professionals under parameters and procedures similar to those above, it is not intended that their relationships with investment firms should be affected by any new rules adopted pursuant to this Annex.

Firms must implement appropriate written internal policies and procedures to categorise clients. Professional clients are responsible for keeping the firm informed about any change, which could affect their current categorisation. Should the investment firm become aware however that the client no longer fulfils the initial conditions, which made him eligible for a professional treatment, the investment firm must take appropriate action.

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

デリバティブ取引の投資勧誘規制【米国】

2014年4月25日(金) 15:00~17:00

大阪取引所5階取締役会会議室及び東京証券取引所15階第一会議室にて

出席者(五十音順)

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
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	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
近藤	光男	神戸大学大学院法学研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授・弁護士(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部准教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	東京大学大学院法学政治学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

デリバティブ取引の投資勧誘規制【米国】

東京大学大学院法学政治学研究科准教授

加藤 貴 仁

目 次

- | | |
|--------------------------------|--------------------------------|
| I. 連邦証券規制における投資勧誘規制 | 2. Dodd-Frank 法以降のスワップ取引に関する規制 |
| 1. 詐欺行為禁止規定 | 3. CFTC の業務行為基準における投資勧誘規制 |
| 2. FINRA の自主規制 | 4. その他 |
| II. デリバティブ取引の投資勧誘規制の構造 | III. 投資勧誘規制の意義と限界 |
| 1. Dodd-Frank 法以前のスワップ取引に関する規制 | 討論 |

○山下 それでは、ただいまから金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、「デリバティブ取引の投資勧誘規制」シリーズの4回目で、米国につきまして東京大学の加藤先生からご報告をいただきます。

よろしくお願ひします。

○加藤 本日はよろしくお願ひします。

まず、報告の構成ですが、デリバティブ取引の投資勧誘規制が報告の主たる対象なのですけれども、連邦証券規制における投資勧誘規制の確認をしてから、デリバティブ取引に特有の問題を扱ったほうがわかりやすいかと思ひましたので、まず1. で連邦証券規制における投資勧誘規制を、もうご存じの先生方が多いかと思ひますが、確認的にご紹介させていただきます。その後、デリバティブ取引に固有の——固有と言えるかどうかなかなか微妙なところもありますが、投資勧誘規制の構造を説明いたします。それで、デリバティブ取引の投資勧誘規制につきましては、Dodd-Frank 法の前後でかなり大幅な変更がありましたので、ど

ういうふうに変ったのかということを中心にして報告をいたします。

最後に、「投資勧誘規制の意義と限界」と書いてありますが、ここで報告いたしますのは、デリバティブ取引についてこういう投資勧誘規制に関する問題が起こるのは、これまでのドイツ、日本、イギリスでのご報告でも明らかなおりと、比較的専門知識を持ったプロ同士の間でのデリバティブ取引の投資勧誘規制が問題になっているわけです。そこで、そういう専門知識がある者同士でデリバティブ取引が行われた場合に、果たしてこういう投資勧誘規制にどういう意義があるのかということも確認的に検討したいと思ひます。

I. 連邦証券規制における投資勧誘規制

その根拠となる制度としましては、著名な詐欺行為の禁止規定があります。それに加えて、FINRA の自主規制があります。FINRA といいますのは、NASD と NYSE の自主規制部門が統合された、アメリカの証券業者を監督する主たる自主規制機関です。

この詐欺行為禁止規定については、SEC による監督と投資者による損害賠償請求というものが主たるエンフォースメント手段となっており、FINRA の自主規制においては、FINRA 自身によるエンフォースメントというものが非常に重要な意味を持っているかと思えます。

1. 詐欺行為禁止規定

詐欺行為禁止規定は、1933 年証券法 17 条(a)項と 1934 年証券取引所法 10 条(b)項並びに同法規則 10 b-5 が主たるものとなりますけれども、この要件を簡単に確認しておきますと、証券法 17 条(a)項は(1)から(3)までありまして、(1)については主観的要件としていわゆる *scienter* が必要になりますが、(2)、(3)については *negligence* で主観的要件は満たされるということが特徴です。

17 条(a)項につきましては、投資者が同項違反を根拠に損害賠償請求すること、つまり *implied cause of private action* というものは認められないというのが最近の判例の傾向のようです。取引所法 10 条(b)項と 10 b-5 については、*scienter* が、投資家が損害賠償を請求する場合も SEC がエンフォースメントをする場合もともに要件になっています。この 10 b-5 の違反が認定されるためには、これは投資家が請求する場合ですけれども、次の①から④の全ての要件が立証される必要があるということです。

- ①被告が、原告が有価証券を取得または売却するのに関連して、重要な事実について誤解を招く開示をしたか、開示自体を行わなかったこと。
- ②被告が①の行為を行ったことについて *scienter* があること。
- ③原告が被告によってなされた不実の情報開示または情報の不開示を信頼することが合理的であること。
- ④投資者が③の信頼をしたことによって損害を被ったこと。

・詐欺行為禁止規定から導かれる broker-dealer

の義務

以上の詐欺行為禁止規定から、以下の2つの義務が投資勧誘を行う broker-dealer、主にブローカーだと思えますけれども、ブローカーに課されるわけです。

一つは、重要な情報 (*material information*) の開示義務というものです。もう一つが *suitability* (適合性考慮義務) と呼ばれるもので、直訳すれば「適合性」となるのですが、我が国における広義の適合性原則のようなものに相当する、つまり説明をする場合には顧客に適合した説明をしろという、そっちのほうに当てはまるのではないかということです。ですから、この適合性考慮義務というものは、broker-dealer が顧客に対して有価証券の取引を推奨する (*recommend*) 際には、顧客の経済状態、投資目的並びにリスク許容度に適合した取引のみを推奨する義務を負うということになるかと思えます。

この適合性考慮義務違反というものは、先に挙げました詐欺行為禁止規定違反と構成されていて、実際に適合性考慮義務違反を根拠にして損害賠償請求をするという事案が幾つか見られるところです。

2. FINRA の自主規制

詐欺行為禁止規定に加えまして、投資勧誘というところでは FINRA の自主規制が重要な意味を持っていて、関連条文リストの1ページの終わりのほうから2ページに、FINRA の関連する条文と解釈指針のようなものを挙げています。FINRA の 2090 は *know your customer* ルールで、これも重要なのですが、この報告では、2ページにあります 2111 の *suitability* に関するルールを中心に分析を進めたいと思います。

FINRA ルール 2111 は適合性考慮義務というものを定めていると言われてはいますが、その適合性考慮義務は3つの構成要素に分けられると FINRA 自身が述べているわけです。

- ① Reasonable-basis suitability (合理的根拠適合性)

② Customer-specific suitability (特定顧客適合性)

③ Quantitative suitability (量的適合性)

適合性考慮義務の対象範囲を確認しておきますと、文言から明らかなどおり、推奨行為を行う場合には適合性を考慮しなければいけないという規定になっています。

そうすると、適合性考慮義務が発生する場合には、推奨行為 (recommendation) の解釈が非常に重要になります。この推奨行為とは何かということについて、FINRA のルール自体には定義はありません。ただ、ルール制定の際に公表された解釈指針などを見ると、推奨行為に該当するか否かは、broker-dealer から顧客へのコミュニケーションが、合理的に考えてある行為を顧客がとる、または差し控えることの提案と評価できるかという点を客観的に審査することを通じて判断されると言われています。つまり、ブローカーのほうが主観的にどう思っているかということではなくて、ブローカーが顧客に対してどういうふうに接したかということ客観的に考えて、それが特定の証券ないしは取引を誘因するものであったかどうかというのがここで重要になります。

この反対解釈として、例えばある特定の有価証券とか取引に特化していない、一般的な広告のようなものは推奨行為とは評価されないと解釈されているようです。

この FINRA の自主規制は、全ての投資家に原則として適用があるわけですが、FINRA ルールの 2111 の (b) は、主に機関投資家を念頭に置いて、特定顧客適合性というものを緩和する規定を設けています。

もう一つ特徴的なのは、supplementary material というものが関連条文リストの 2 ページにあります。その 02 というところにありますとおり、この適合性考慮義務を顧客との契約によって排除することはできないということも、FINRA のルールとしては定められているわけです。

次に、適合性考慮義務の 3 つのコンポーネントを逐一紹介していきたいと思います。

・ Reasonable-basis suitability (合理的根拠適合性)

推奨行為を行うに際して合理的な調査に基づき (based on reasonable diligence)、推奨行為の対象となる有価証券や投資戦略が少なくともある投資者 (some investors) には適合していると信じていることができる合理的な根拠を得ておくこと、と書かれています。

合理的根拠適合性というものは、これだけを見るとよくわからないのですが、合理的根拠適合性と特定顧客適合性をセットで見ると、ある有価証券とか取引が特定の顧客に適合するかどうかを審査するだけではなくて、broker-dealer としては、自分が推奨行為をしようとする有価証券とかの内容をしっかりと調査しろということです。つまり、売ろうとするものの内容をちゃんと理解しないで売ってはいけないということを定めているのが、この合理的根拠適合性の内容かと思えます。

どれぐらいの調査をしなければいけないかといえますと、要求される合理的な調査の内容は、推奨行為の対象となる有価証券や投資戦略の複雑さやリスクの程度並びに broker-dealer 及びその販売員がそれらに精通している程度によって決まるとされています。

合理的な調査の結果、broker-dealer 及びその販売員等は推奨行為の対象となる有価証券や投資戦略の潜在的なリスクとリターンを理解できるようにならなければならない。ですから、調査をしたとしても、そのような理解をできるようになっていなければ、合理的根拠適合性を欠くとして、適合性考慮義務違反というものが認定されることになります。

・ Customer-specific suitability (特定顧客適合性)

特定顧客適合性というものは、我が国における適合性と言われているものに非常に近いのかなと思います。すなわち、broker-dealer 及びその販売員などが、投資目的やリスク許容度などの個々

の投資者の属性に従い推奨行為を行うとする、要は顧客の要望に適合した有価証券や取引を推奨しているということについて合理的な根拠を持たなければいけないということです。

この特定顧客適合性との関係についてのみ、いわば機関投資家についての義務の緩和の規定があります。すなわち、機関投資家についての義務の緩和の規定が 2111(b)にあるのですけれども、この(b)が適用される場合でも、前述の合理的根拠適合性は免除されるわけではないということです。

・Quantitative suitability (量的適合性)

これは、ブローカーが顧客の口座をコントロール、つまり取引をかわりにする権限が与えられているような場合に過大な取引をしてはならないということを定めたものです。デリバティブ取引との関連ではあまり問題にならないかと思いたので、この点については、以降は、あまり触れないでおこうと思います。

・FINRA Rules のエンフォースメント

FINRA のルールなど自主規制機関の規則に違反したこと自体が損害賠償責任を基礎づける原因とは解されてはいません。ただ、自主規制機関のルールに違反したということが、例えば詐欺行為禁止規定の違反を根拠に損害賠償請求をする場合の scienter の要件の判断の中で考慮されるというのが今の判例の主流の立場のようです。さらに、投資家による損害賠償請求ということだけではなくて、FINRA のルールに違反した場合には、FINRA 自身が関連条文リストの4ページから5ページに定められているとおり、いろいろ制裁ができることが重要かと思えます。

以上が連邦証券規制における投資勧誘規制の概要であります。

II. デリバティブ取引の投資勧誘規制の構造

デリバティブ取引が連邦証券規制の「有価証券(security)」に該当する場合には、これまで説明してきました連邦証券規制における投資勧誘規制

が適用されるということです。この点について、Dodd-Frank 法の前後で、連邦証券規制がデリバティブ取引、特にスワップ取引に適用される範囲というものが非常に大きく変わっています。

・Dodd-Frank 法の前後で変化がない事項

まず、Dodd-Frank 法の前後で変化がない事項を先に確認しておきますと、第一に、個別株とか株式インデックスを原資産とするオプションは、明文の規定で有価証券に該当するとされています。つまり、連邦証券規制の適用があるというわけです。これに対して、個別株とか株式インデックスの先物取引(future)は、証券規制ではなく、商品先物取引規制の規制対象とされているわけです。

商品先物取引規制の対象となるということは、商品取引所法(Commodity Exchange Act)のもとでCFTC(Commodity Futures Trading Commission)の監督に服するわけですし、関連する業者は自主規制機関であるNFA(National Futures Association)による規制の対象となるということです。

1. Dodd-Frank 法以前のスワップ取引に関する規制

次に、Dodd-Frank 法以前のスワップ取引に関する規制を概観しておきたいと思えます。

まず、連邦証券規制の適用関係ですが、これについては、「有価証券関連スワップ取引」(security-based swap agreements)と「有価証券関連以外のスワップ取引」(non security-based swap agreements)は、連邦証券規制における有価証券(security)から除外されていた。つまり、スワップ取引は連邦証券規制から除外されていたということかと思えます。ただ、有価証券関連スワップ取引に限り、詐欺行為禁止規定の適用はあったとされていました。

ここで、スワップ取引とは何かといいますと、Dodd-Frank 法以前に、Gramm-Leach-Bliley 法の206条(b)にスワップ契約の定義がありまして、「スワップ契約とは、全体または一部が、一つのもの

くは複数の商品、証券、通貨、金利またはその他のレート、指数あるいはその他の資産の価値、所有権、またはこれらの数量もしくはこれらに関連するイベントの発生に基づいて、あらゆる個別に交渉される契約、合意、保証（warrant）、手形（note）あるいはオプション（option）を指す。ただし個別銀行商品（銀行口座、信用状、クレジットカード契約、銀行ローン等）は含まない」というものです。

これは、参照資産の有価証券であると有価証券関連スワップ、そうではない場合には有価証券関連以外のスワップであったのだらうと思います。

この明示的にスワップ取引を連邦証券規制から除外するという規定は、2000年のCFMA（Commodity Futures Modernization Act）で導入されたわけですが、その以前から実はスワップ取引というものがある有価証券に該当するかどうかは争いが非常にありました。例えばある判例では、有価証券がいわゆるHowey Testに従う場合に投資契約に当たるかどうかということが問題になった事件があるのですが、ある判例は、Howey Testのコモンビジネス要件、つまり共同事業性というものをスワップ取引は欠くので有価証券ではないという判断をしていました。これに対して、似たようなスワップ契約について、SECは、これはオプションだと解釈して規制権限を発動するという事態もあったようで、そのため、スワップ契約というものと連邦証券規制の適用関係を整理する必要があったので、CFMAが明示的な規定を置いたのではないかと推測されます。

・商品先物取引規制の適用

連邦証券規制が適用されないスワップ取引は、商品先物取引規制の対象となり得るわけです。しかし、eligible contract participants（ECPs）と呼ばれる、いわゆるプロの投資家の間でなされる相対取引（over-the-counter derivatives, OTCデリバティブ取引）のスワップ取引については、商品先物取引所法（Dodd-Frank法による改正前の商品取引所法）の詐欺行為禁止規定も含めて、CFTC

の規制対象から除外されていました。つまり、銀行とか保険会社、投資会社などのいわゆるプロ投資家（sophisticated participants）には、総資産が1,000万ドルを超える会社、個人も含まれているわけですが、彼らが行うスワップ取引については、ほとんど規制がない状態でした。そのため、ある取引をスワップとして構成できれば、CFTCの規制は全く及ばないという状況がDodd-Frank法以前にはあったわけです。

しかし、CFTCが適用されなくても、Common Lawに基づく投資家の損害賠償請求というものは制限されないわけです。しかし、Common Lawに基づく請求をする際には幾つかの、各州の判例を逐一紹介するのは時間的にも能力的にも難しいので概観しかできませんけれども、少なくとも3つの問題があるかと思っています。

1つ目は、そもそも情報開示義務（積極的な助言義務または適合性考慮義務など）を業者に課すことができるかどうか。2つ目は、信頼要件と専門知識というものです。3つ目は、各種のdisclaimersの存在です。

・情報開示義務の根拠

例えばあるスワップ取引が顧客の要望に適合しているかどうかについて積極的にうそを言った場合には、それは詐欺である、不実表示であるというふうには解釈されてきたようですが、逆に、積極的に何か顧客に適合した商品しか推奨してはいけませんとか、そういったルールはどの範囲で認められるかということについては、かなり争いがあったわけです。例えば顧客と業者の間に信認関係が存在する場合には、比較的この情報開示義務というものは簡単に認められてきたようだけれども、顧客がある程度専門知識を持っていると、そういう顧客と業者の間に信認関係を認めて業者に情報開示義務を課すということには慎重な判例が有力であったようです。

その一つ、Bankers Trustが絡んだ事件の判例を挙げておきました。

・Ex. Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust

Co., 925 F. Supp. 1270, 1289 (S.D. Ohio. 1996)

“New York law is clear that a fiduciary relationship exists from the assumption of control and responsibility and is founded upon trust reposed by one party in the integrity and fidelity of another. No fiduciary relationship exists ... [where] the two parties were acting and contracting at arm’s length.

Moreover, courts have rejected the proposition that a fiduciary relationship can arise between parties to a business relationship.”

・「信頼」要件と顧客の専門知識

Common Law の詐欺を根拠に投資家が損害賠償請求をする場合にも、連邦証券規制の詐欺行為禁止規定を根拠として損害賠償請求する場合と同じように、顧客が業者による情報提供を信頼したことが合理的であるとか正当であるという要件、つまり「信頼」要件というものが課されるわけです。

この場合、顧客にある程度の専門知識がある場合には、この信頼要件はかなり限定的な場合にしか認められないという問題があります。実際に顧客が専門知識のある銀行だった場合に、銀行などが業者の推奨行為をそのまま信頼することはないという判断をした比較的著名な判例があります

・ Ex. Banca Cremi, S. A. v. Alex. Brown & Sons, Inc., 132 F.3d 1017, 1038-39 (4th Cir. 1997).

この問題は、連邦証券規制の詐欺行為禁止規定を根拠とする損害賠償請求の場合にも問題になりますので、後に改めて触れる予定です。

もう一つが、信頼要件と関連するのですが、各種の disclaimer の存在です。これは実は比較的最近問題になっていまして、レジュメに挙げた判例の事案では、原告が、Merrill Lynch が保有する CDO——モーゲージの証券化商品をさらに証券化したものですが——を参照資産とする CDS の売り

手となりました。その結果、原告が Merrill Lynch に対してクレジットプロテクションを与えたのですが、ご存じのとおり、CDO というものは、アメリカのモーゲージがいわば担保になっているわけなので、モーゲージクライシスが起きると、当然その CDS に対してプロテクションの売り手のほうが支払い義務を負うわけですが、その CDS を締結する際に不実開示が行われたということを経由して、支払い義務がないということを原告が主張した事件です。この CDS の契約にレジュメにあるような disclaimer があったわけです。

・ MBIA Ins. Corp. v Merrill Lynch, 27 Misc.3d 1233(A), (N. Y. Sup. 2010)

Ex. “[The investor] is not relying on any advice, statements or recommendations (whether written or oral) of the other party regarding the Transaction. other than the written representation expressly made by that other party in this Agreement and in the Confirmation.”

内容を簡単に申し上げますと、私は自分でリスクを審査します、つまりあなたのことは信頼していませんという、そういう文言なのです。こういった文言が存在する場合に信頼要件というものにどういう影響があるかということですが、今紹介した 2010 年の判例は、disclaimer がある以上、信頼要件は満たされないということを簡単に述べている判例です。しかし、これが主流だとはちょっと言い切れない状況にありますので、この報告では、disclaimer があった場合にどう扱うかということが問題になっているということだけを指摘させていただきたいと思います。

2. Dodd-Frank 法以降のスワップ取引に関する規制

次に、Dodd-Frank 法が制定されてスワップ取引に関する規制はどう変わったかということです。有価証券関連スワップ (security-based swaps) は、証券取引所法上の有価証券に含まれるということが明示的に明らかにされました。

さらに、スワップを有価証券に含めたとしても、やはりスワップは典型的な株式とか有価証券とは違いますので、スワップの取得とか売却とかはどのようなものなのかということについて争いがあり得るかと思いますが、これについては、証券法の2条(a)項の18が、取得と売却ということについてスワップ取引を念頭に置いた特別の規定を置くことによって対応しているのだらうと思います。

次に、有価証券関連スワップの定義を次に挙げています。このスワップはどのようなものかといいますと、証券取引所法の定義によっていますが、スワップとなる合意または取引であり、次に該当するものを指しますが、非常に広いわけです。

- (i) 主として限定的な有価証券指数 (narrow-based security index) に基づくもの (そこからの利払いによるものや、それ自体の価値に基づくものを含む)
- (ii) 主として単一銘柄の有価証券や貸付契約に基づくもの (そこからの利払いによるものや、それ自体の価値に基づくものを含む)
- (iii) 主として、有価証券 (単一銘柄) の発行者や限定的な有価証券指数を構成する銘柄の各発行者に関連するイベント (発行者の財務報告書、財務状況または債務状況に直接的に影響するものに限る) の発生、非発生、発生の程度に基づくもの

ここでいう限定的な有価証券指数とは何かということについては、商品取引所法に規定がありますが、非常に簡略化して言いますと、有価証券指数を構成する銘柄の数が少ないもの、ある規模以下のものが限定的な有価証券指数です。ですから、S&P500とかはここにいう限定的な有価証券指数には当てはまらないだらうと思います。

有価証券関連スワップという定義が導入されたことによって、Dodd-Frank法以降のスワップ取引に関する規制は、基本的には、有価証券関連スワップはSECの管轄、有価証券関連スワップ以外のスワップはCFTCの管轄とされることになったのではないかと思います。

そしてSECとCFTCが、いわゆる業者、デリバティブ・ディーラー (security-based swap dealer; registered swap dealer) と、業者ではないけれども、主要なデリバティブ市場のプレーヤーである主要デリバティブ参加者 (major security-based swap participant; major swap participant) に対して規制を行う、こういう仕組みになっているわけです。

それで、有価証券関連スワップとは別に、security-based swap agreement というものが定義されています。この security-based swap agreement というのは、有価証券関連スワップではありませんのでCFTCの管轄ですが、連邦証券規制の詐欺行為禁止規定の対象になるという、そういう swap agreement です。

具体例としては、先ほど少し説明しましたことと関連するのですが、限定的ではない有価証券指数 (broad-based security indexes) であるとか、33年法や34年法など証券規制の適用除外とされている有価証券に基づくスワップ、これが security-based swap agreement になると定義されているわけです。

Dodd-Frank法のスワップ取引に関する規制は、デリバティブ・ディーラーと主要デリバティブ参加者に対する規制が中心になるかと思いますが、その定義は次のとおりです。

・デリバティブ・ディーラー

- ①自らをデリバティブにおけるディーラーとして示す者
- ②デリバティブのマーケット・メイクを行う者
- ③その通常の事業として自己の計算でカウンターパーティーとの間で定期的にデリバティブを締結している者
- ④デリバティブにおけるディーラーまたはマーケット・メーカーとして取引において一般的に知られることになる業務を行っている者

・主要デリバティブ参加者

デリバティブ・ディーラーではないが、ある

主要な類型のデリバティブについて
“substantial position”を持つ者など

3. CFTC の業務行為基準における投資勧誘規制

デリバティブ・ディーラーと主要デリバティブ参加者に対する規制を包括的に報告するのは時間的にも能力的にも無理ですので、投資勧誘規制に関連が深いと思われる規制に焦点を絞って報告をさせていただきます。

デリバティブ・ディーラーと主要デリバティブ参加者は、CFTC または SEC が規則で定める業務行為基準 (business conduct standard) を遵守する義務を負うと、そういう規定があります。この規定は商品取引所法と証券取引所法の双方に同じような規定がありまして、さらに業務行為基準として定めなければいけないことも、一応文言上は同じになっています。

この業務行為基準につきましては、既に CFTC は規則を 2012 年 2 月 27 日に決定しています。その内容を、今日の報告に関連するものについては関連条文リストの 9 ページ以下に挙げています。これに対して SEC が規則で定めなければいけない業務行為基準は、2011 年 6 月 29 日に規則案が提案されていますが、最終的な決定はいまだなされていません。なぜなされていないのかは、恐らく私の調べ方が悪かったのでしょうかけれども、具体的な理由がよくわかりませんので、もしご存じの先生がいらっしゃったら、教えていただければと思います。

そこで、SEC の提案されたルールを分析するというのも考えたのですが、それよりも、既に最終決定されている CFTC のルールを分析したほうが一応よいのではないかと感じましたので、レジュメの 18 ページ以下では、CFTC の業務行為基準の中で幾つか、具体的には、23 の 410、431、434 の 3 つのルールを紹介していきたいと思えます。

・ § 23.410 Prohibition on fraud, manipulation and other abusive practices (a) (b).

(Commodity Exchange Act § 4s(h) (4) (A) (iii) に

対応)

まず、410 ですが、これは、デリバティブ・ディーラーと主要デリバティブ参加者を対象とした一般的な詐欺行為禁止規定 ((a) 項(3)) を新たに設けるということです。この詐欺行為禁止規定で恐らく重要だと思われるのは、CFTC の作成者側の意図としては、この規定違反の要件として scienter は要しないと解釈できるような文言を採用しているということです。もちろん、23.410 というものは、デリバティブ・ディーラーと主要デリバティブ参加者を対象とした詐欺行為禁止規定なわけですが、これ以外に、商品取引規制の一般的な詐欺行為禁止規定も当然適用されることとなります (Commodity Exchange Act § 4b, 6(c) (1) and (3), and 9(a) (2) , 7 U.S.C.A. § 6b, 9(c) (1) and (3), and 13(a) (2)) 。

この 23.410 の規定で特徴的なのは、関連条文リストの 10 ページを見ていただくと、(a) の (3) がいわば詐欺行為禁止規定で、このような文言であれば scienter は要求されないというふうに解釈されているのですが、これに対しては、業者側からルールの制定過程でかなり批判というか不満がありまして、そこで、(b) として (1) と (2) の両方を業者側が主張立証した場合にはいわば規定違反から免れることができるという抗弁の定めというものを設けて、一応そのバランスをとろうとしているわけです。

(b) の (1) は、scienter はありませんということの反証、(2) は、ちゃんと内部手続を定めていて、それを遵守していましたという反証です。

・ § 23.431 Disclosures of material information

次に、23.431、これも関連条文リストの 10 ページ以下にありますけれども、重要情報の開示義務を課しているわけです。商品取引所法の 4s(h) (3) (B) に明示的に書かれてあるとおり、そもそもデリバティブ・ディーラーと主要デリバティブ参加者の間での取引は、重要情報の開示義務は対象外でありまして、デリバティブ・ディーラー

または主要デリバティブ参加者とその他の顧客の間の取引をする際に、デリバティブ・ディーラーと主要デリバティブ参加者は重要な情報を開示しなければならないという義務を課されているわけです。

さらに、この重要情報の開示義務は、OTC デリバティブを主たる対象とする規制です。これは、いわゆる上場されているデリバティブについては別に開示規制があるから、そのように適用除外されているだけなのだろうと私は理解しています。ただ、上場デリバティブの規制がどうなっているかということについては、今回の報告ではそこまで詰めることはできませんでした。もし何かご存じの方がいらっしゃったら、教えていただくと幸いです。

この重要情報の開示義務の目的というものは、デリバティブ・ディーラーと主要デリバティブ参加者の相手方が、自分が引き受けるリスクの内容を正確に評価できるようにするというを目的とした規制です。特徴的なのは、レジюмеにも書いてあるとおり、取引の開始前（“At a reasonably sufficient time prior to entering into a swap ……”）に開示義務が発生することを明示しているわけです。さらに、取引の開始後にも一定の開示義務を課しています。

それでは、具体的にどういった情報が開示されるかということ、それは関連条文リストにいろいろと書いてありますが、関連条文の(a)に、スワップ取引の内容ですとかリスク、それに加えて利益相反があるかどうか、さらに重要なのは、一定の範囲でスワップ取引の時価 (mid-market mark) とか、将来そのスワップ取引の時価がどのように変遷する可能性があるかといういわゆるシナリオ分析 (scenario analysis) のようなものまで要求されているわけです。

スワップ取引の時価の開示義務というのは、23.431の(a)の(3)の(i)、スワップの対価を開示する際に、mid-market mark というものを開示しなければならないと。これはいろいろと調べたのですが、どうやらスワップ取引から得られるキャ

ッシュフローを現在価値に割り引いたものが mid-market mark なのではないかと。明示的な定義規定がなくて、恐らくデリバティブ市場の専門用語だと思うのですが、恐らくそうではないかと思えます。

さらに、(b)がいわゆる scenario analysis と呼ばれるもので、将来スワップ取引が、例えば参照資産がどれくらい変動する可能性があるかどうかということを説明しなければいけないということ。(d)は、daily mark といって、やはりこれもスワップ取引の時価を顧客が知りたかったら、ちゃんと開示する義務というものを業者に課しているのだろうと思えます。

・ § 23.434 Recommendations to counterparties -institutional suitability.

時間もありませんので次に進みたいと思えますが、スワップ契約における適合性考慮義務というのが初めて 23.434 によって導入されたということです。

実は、この 23.434 につきましては、商品取引所法にこういうルールを定めなければいけないと明示的に書いてあるわけではなくて、同法に基づいて認められた裁量的な権限を行使して 23.434 の、関連条文のリストで言いますと 12 ページ以下の規定を設けたわけです。一応ルールはあるのですが、デリバティブ・ディーラーまたは主要デリバティブ参加者間での推奨行為は対象外である。つまり、彼らがデリバティブ・ディーラーでも主要デリバティブ参加者でもない人にスワップ取引を推奨する場合に適用されるルールです。

内容ですが、まず、(a)がいわば適合性考慮義務の内容を定めていまして、(a)項の(1)は general suitability と CFTC 自体は呼んでいまして、推奨しようとするスワップ取引のリスクとリターンを理解するために合理的な調査を行う義務であると。この(a)項の(2)の specific suitability というのは、合理的な根拠をもって相手方に適合するスワップ取引を推奨する義務ということです。

この場合もやはり FINRA のルールと同じく、推

奨行為 (recommendation) とは何かということが非常に重要で、それを含めてこの適合性考慮義務の運用に関する解釈指針がありまして、それは関連条文リストの 13 ページから 15 ページに載せてあります。私がこれを読んだ感じでは、推奨行為とは何かということについては、かなり FINRA とか SEC の解釈を参考している面があります。推奨行為の定義だけではなくて、そもそも規定の構造自体が FINRA の適合性原則とかなり似ています。CFTC の適合性原則のうち、general suitability はまさに合理的根拠適合性でありますし、specific suitability というのはまさに特定顧客適合性に相当すると思われるからです。

そして、実際に CFTC が適合性考慮義務に関する規則を提案する際には、レジュメに引用したとおり、そもそもこういう適合性考慮義務というものは、スワップ取引にも有価証券にも、いわば金融商品の推奨行為一般に妥当する普遍的なルールであるから、スワップ取引の場合にも導入するのだということを意識しているということは明示的に述べられているわけです。

4. その他

以上が CFTC のルールの紹介と分析ですが、その他関連するところを補足しておきますと、SEC が定めなければいけない規則は、業務行為基準だけではなくて、そのほかに、Dodd-Frank 法によって有価証券関連スワップに関連する規則を SEC がいろいろと定めなければいけません。その一つとして、新しく 1934 年取引所法の 9 条の (j) に有価証券関連スワップを対象とした詐欺行為禁止規定ができたわけです。これは関連条文リストの 15 ページにあります。規定ぶりは取引所法の 10 条 (b) 項とかとほとんど同じです。

この条文を根拠にして SEC がどういうルールをつくらうとしているかということ、投資勧誘規制とはちょっと違うのですが、スワップ取引の場合には、一旦スワップ契約をした後に、当然長期間にわたって金銭のやりとりがされるわけです。その金銭のやりとりの関連でいろいろと詐欺的な行為

が行われる可能性があるということで、それを規制するルールを SEC はつくらうとしているようです。

例えばスワップ取引ですと、参照資産が有価証券とかだと、当然その有価証券とかその指数を意図的に動かそうとする行為とかも、新しいルールの規制対象としようとしていたように思えるのですが、ただ、これも、現時点では最終決定には至っていないということになります。

SEC のルールは、このように業務行為基準も含めていろいろとまだできていないのですが、できていないとはいえ、有価証券関連スワップが有価証券であるということが変わりませんので、最初に説明したような重要事実の開示義務でしたり、suitability に関するルールというものは現時点でも恐らく適用はあるのだらうと思います。

III. 投資勧誘規制の意義と限界

プロ投資家を対象とした投資勧誘規制の意義と限界ということで、少し分析をしたいと思います。

まず、デリバティブ取引の投資勧誘における被勧誘者は、個人投資家というよりも、金融取引に関してある程度の専門知識を有する投資家 (以下、簡単に「プロ投資家」という) ではないか。アメリカの実務に詳しい方に立ち話でちょっと聞いたのですが、個人投資家も上場株のオプションなんかは積極的に買うらしいのですが、あれは上場デリバティブなので、いわば有価証券と同じような規制が適用されていると思います。そうすると、そうではないスワップなどについては、やはりプロ投資家が主なプレーヤーということになるかと思えます。

さらに、規定の構造上、OTC デリバティブ取引の参加者は、プロ投資家に限られる。このプロ投資家というのは、条文の文言上は “eligible contract participant” (ECP) ということになりますので、実は限られているわけです。それは参照条文に挙げた規定によって、OTC デリバティブ取引の参加者を制限しようとする試みがされているわけです。

そうすると、こういうプロ投資家とデリバティブ・ディーラーの関係ですが、伝統的には、独立当事者間の取引であると。それにもかかわらず前述のような業務行為基準を定めると、プロ投資家とデリバティブ・ディーラーの関係は、いわゆる信認関係というものに変容するのではないかということに対して、実務家からの懸念が強いわけです。しかし、ルールの制定過程でCFTCは、そのような意図はないということを明示的に明らかにしています。

しかし、こういう業務行為基準の内容や、プロ投資家とデリバティブ・ディーラーの関係が独立当事者間取引か信認関係かという問題とは別に、そもそもブローカーとかディーラーと顧客に関する義務を、デリバティブ取引特有の問題としてではなくて、より一般的に見直そうとする動きがあります。

・ SEC, STUDY ON INVESTMENT ADVISERS AND BROKER-DEALERS, AS REQUIRED BY SECTION 913 OF THE DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT (JANUARY 2011).

SECの報告書を引用していますが、Dodd-Frank法によって、SECはbroker-dealerが顧客に対して負う義務、ここでは一般顧客 (retail investors) を主に念頭に置いて書かれているわけですが、一般顧客に対する義務を見直す必要があるのではないかということが今非常に問題になっています。

この報告書では、一般顧客に対してbroker-dealerが助言を行う際には、investment adviser、これは信認義務を負うということは争いが無い業者ですが、彼らと同様の扱いがされるべきだという提案が報告書ではされています。ただ、これも恐らくまだ最終決定というか、具体的なルールの形には結実していないのだと思います。

また、一般顧客以外にも、broker-dealerの信認義務による保護の対象を広げたほうがいいのではないかということもちょっと示唆されているわけです。

さらに、先ほど紹介したFINRAの適合性考慮義

務ですけれども、適合性考慮義務で一体どういうことが要求されているのかという質問がbroker-dealerからあった際に、FINRAは、broker-dealerは顧客の最大の利益にかなうように推奨行為を行うこと、つまり顧客の利益よりも自分の利益を優先してはならないことが義務づけられているということを明示しているわけです。顧客の最大の利益にかなうように推奨行為を行うということは、これは信認義務ではないのかというふうに、このFINRAの回答に対しては、実務家の中では非常に驚きをもって受けとめられているようです。

ただ、顧客の最大の利益にかなうように推奨行為を行うという義務は、どういう問題との関連で説明されているかということ、顧客の適合性に合致しているかどうかよりも、いわば高い手数料を得ることを重視して推奨行為を行うことが問題とされていると、その文脈でこういう回答がされているわけです。

すなわち、比較的最近では、利益相反、特に推奨行為を行う際の利益相反ということに対しては、SECはかなり厳しい態度をとっていて、その一つの具体例として、25ページのSECとGoldman Sachsの著名な事件を説明させていただきたいと思います。

・ SEC v. Goldman, Sachs & Co.

SECによる提訴 (2010年4月16日)

これは先に26ページの図から見ていただいたほうがいいかもしれませんが、Goldman SachsがSPVをつくって、Synthetic CDSsという商品を投資家に販売したわけです。Synthetic CDSsというのは、非常に簡単に申し上げると、SPVがCDSの売り手となって、そのSPVが証券を発行するという、そういう仕組みです。この場合、SPVが最終的に売ることになるCDSの最終的な買い手はPaulsonという投資銀行になり、CDSの最終的な売り手は投資家になるというわけです。

こういう仕組みでGoldman Sachsが発行したSynthetic CDSsを組成する際には、まずCDSをつ

くらなければいけなくて、その CDS をつくる際に、要は参照資産というものを選ばなければいけないわけですが、その参照資産の選択に対して、最終的に CDS の買い手になる Paulson が関与していたのに、それが投資家に開示されなかった。SEC は、これは詐欺行為禁止規定に違反すると考え、民事制裁金の支払いなどを求める訴訟を提起したわけです。

なぜこれが不実の情報開示なのかということ、27 ページで 26 ページの図を別の観点から説明すると、投資家に対して Goldman Sachs は、CDS の参照資産は Investors と利害関係が一致するように委託契約が仕組まれている ACA が決めますよと、そういう開示をしたのです。しかし実際には、ACA に加えて、CDS の参照資産が下がるであろうということに賭ける Paulson がこの CDS の参照資産の選定自体に深く関与していたという事案だからです。

SEC はなぜこれを提訴したかということ、Synthetic CDSs を購入する投資家の利益と対立する当事者がいわば組成自体に関与しているという事実は、詐欺行為禁止規制において broker-dealer に関示を課される重要な情報であると評価されたのだらうと思います。

この提訴については、判決が下されたわけではなくて、和解が成立していて、よくある SEC と証券会社の和解なので、Goldman Sachs は違法行為をしたということ自体は認めなかったかと思いますが、開示はちょっと誤解を招くものだったということは一応 Goldman Sachs も認めざるを得なかったというところです。

この SEC と Goldman Sachs の問題から、プロ投資家に対してであっても、この Synthetic CDSs の投資家は、ドイツとオランダの銀行で、一応国際取引も行うような著名な銀行だったわけですが、そういう投資家に対してでも、顧客との利益相反ということに対しては厳格な態度がとられていることは、ここからうかがわれると思います。この Synthetic CDSs の組成に対して、Goldman Sachs の目的は、Synthetic CDSs を販売して何か

利益を得るというよりも、Paulson に CDS を売ることが主たる目的だったのではないかという疑惑があったようです。

・プロ投資家に対する投資勧誘規制の意義

似たような利益相反というものは、普通のスワップ取引の問題にもありまして、例えばデリバティブ・ディーラーが推奨行為の対象となるスワップ取引に関連して顧客以外から何らかの利益を得ることは、CFTC の業務行為基準において開示義務の対象とされているようです（§ 23.431(a)(3)(ii)）。

つまり、利益相反という点では、この業規制との関連においては、顧客に対する義務が信認義務かどうかというのはあまり重視されていないのが今の状態なのかなという気がちょっとしております。

実際に CFTC の業務行為基準ですとか、SEC の対応などを見ていると、OTC デリバティブ取引であるとか、Synthetic CDSs のような複雑な仕組み商品については、プロ投資家であっても理解は容易ではないということはもう規制の前提になっているのだらうと思います。

例えば 28 ページに引用した文章は、CFTC がルールを最終決定した際の報告書に書かれていることですけれども、投資家とデリバティブ・ディーラーとか主要デリバティブ参加者の顧客との間の情報の不平等を解消するということが目的だと明示されていますので、そういった点では、OTC デリバティブについても、少なくとも今の段階ではポリシーの大きな変換が起きているように思います。

- “The statute and the disclosure rules are intended to level the information playing field by requiring swap dealers and major swap participants to provide sufficient information about a swap to enable counterparties to make their own informed decisions about the appropriateness of entering into the

swap.” (77 Fed. Reg. 9758-59)

ポリシーが変換されているといっても、特に適合性考慮義務に焦点を絞って、じゃあどれぐらい意味があるかということを検討したいと思います。

• Ex. FINRA 2111

①broker-dealer が、合理的な根拠を持って、プロ投資家は一般的に並びにある有価証券に関する特定の取引及び投資戦略に伴うリスクを自分自身で評価することができると思っていること。

②プロ投資家が、broker-dealer 又はその販売員による推奨行為の是非を評価するに際して、独立した判断を行っていることと明示的に述べる (affirmatively indicates) こと。

最初に、顧客がプロ投資家である場合も、原則として適合性考慮義務がある。これは、CFTC であろうと、FINRA であろうと同じ、つまり連邦証券規制であろうと、商品先物取引規制であろうと同じだと思うのです。ただ、FINRA の 2111 の (b) にありますとおり、特定顧客適合性については、レジュメに書いた①と②の要件が満たされている場合には、義務の遵守が緩和されるという規定があります。①は、broker-dealer 側が、自分が取引をしようとする顧客はプロ投資家だから自分で判断することができるよと判断する。②の部分は、顧客の側が、私は自分で取引しますよということを明示的に broker-dealer のほうに示さなきゃいけない、そういう仕組みになっているのです。ですから、特定顧客適合性がプロ投資家に対してどれぐらい意味があるかというのは、FINRA の 2111 の (b) のような義務の緩和の規定がどれぐらいの意味があるかによるのですが、文言上はかなり厳しいように思います。

先ほど FINRA の補足資料では、一般的な disclaimers を契約に置いてはいけないと書かれていますので、それとあわせて考えると、プロ投資家に対しても適合性考慮義務の保護はかなり厚いようにも思えます。

それに対して、一旦特定顧客適合性の考慮義務

が外れると、実はプロ投資家に対してはかなり厳しい結果になる。それはなぜかという、適合性考慮義務に broker-dealer が違反した場合、損害賠償請求がかなり難しくなるわけです。適合性考慮義務が外れるということは、プロ投資家は自分で判断することができるということです。損害賠償請求の要件である信頼というのが認められる可能性が大分減るからです。適合性考慮義務、特に特定顧客適合性が外れるプロ投資家については、信頼の要件が満たされることはかなり難しいと思います。問題なのは、外れないプロ投資家についてどれぐらい信頼の要件が厳格に認められるかというところで、これは少し興味のあるところだと思います。

先ほど紹介した判例は Dodd-Frank 法の前です。さらに言うと、FINRA の 2111 のレジュメ 29 ページの②のプロ投資家が積極的に自分で判断しますという要件は、2011 年に付加された要件で、比較的新しい要件なので、この要件が果たして損害賠償請求訴訟でどれぐらい意味があるかというのは、今後興味深いところではないかと思っています。

さらに、信頼の要件ということに加えて、scienter の立証責任というものは当然プロ投資家が損害賠償請求をする場合にも大きな障壁となります。これについて、やはり単なる negligence ではだめなので、例えば適合性考慮義務違反を犯してしまった原因が無能力、不注意、偏った判断といったような場合には、scienter は認められないとする有力な見解があります。

これに対して、SEC とか FINRA によるエンフォースメントの場合には、今述べた、いわば投資家が損害賠償請求する場合の障壁がほとんどなくなりますので、かなり重要です。

というわけで、適合性考慮義務については、SEC とか FINRA などがどれぐらい積極的にエンフォースメントするかということによって、かなり意義が大きく変わってくるわけですが、ルールが新しくできたということもあり、この現状についてはまだまだ検討が不十分ですので、これは今後の検

討課題とさせていただきます。

以上です。

~~~~~

#### 【討 論】

○山下 ありがとうございます。それでは、質疑応答に移りたいと思います。

#### 【CFTC 規則の違反が私的訴権の根拠となるか】

○小出 今回 Dodd-Frank 法で強化されているデリバティブに関するさまざまな規制については、これは適合性原則だけの話ではないと思いますが、直接に私的な訴権のような、投資家の保護につながる手段が確保されているもののでしょうか。それとも、ただの行政規制にすぎないのでしょうか。アメリカは日本よりも不法行為の成立を認めにくい国なので、投資家による私的な救済手段のようなものを認めようとする、10b-5のような明文の条文でやるか、もしくは信認義務みたいなものを課すか、何らかの根拠がないとできないと思うのですが、今回の規制についてはどういうふうに解すればいいのでしょうか。

○加藤 商品取引所法には、民事損害賠償責任の条文がありますので、商品取引所法に違反した場合で、かつ民事責任規定の条文を使える場合には、まず損害賠償請求ができるわけです。Dodd-Frank 法でも、CFTC などが業務行為基準として定めることで初めて義務が発生する場合と、Dodd-Frank 法によってそもそも商品取引所法に条文として定められているところがあるのですね。ですから、新しく商品取引所法の条文として定められた義務については、一応商品取引規制については民事責任の適用はあって、問題は、CFTC のルールに違反することがいわば私的訴権の根拠になるかという話ですが、ちょっと調べたところでは、比較的最近のところまで逐一追っているわけはありませんが、判例が分かれているという現状があると思います。

例えば、レジユメの 13 ページに挙げた Procter

& Gamble と Bankers Trust の事件では、これは実は 2000 年の商品取引所法改正前の事件なので、いわばスワップ取引でも、商品取引所法の詐欺行為禁止規定の適用がある事案かと思います。この事案では、CFTC が定めたルールに違反した場合に、それだけを根拠にして私的訴権が認められるかどうかということも争点になっていたのですが、この判例は、いろいろ争いはあると述べた上で、私的訴権は認められないという判断をしています。

ですから、CFTC のルールについてはかなり限定的な解釈で、その一つの理由は恐らく、商品取引所法自体に民事責任の規定があるからだだと思います。それに加えて、いわば判例法で私的訴権を認めるというのは、現在では制限的に解されているのではないかなど、今の時点では考えております。

#### 【信認義務と適合性原則】

○小出 だからこそ、恐らく信認義務というようなものにひっかけようという傾向がアメリカにはあって、しかし、適合性原則と信認義務との一番大きな違いというのは、信認義務が課されちゃうと、利益相反規制まで課されてくるのですね。適合性原則では多分そこまではいかないのに、業者からみると、信認義務というものが認められることに対して抵抗があるというのは、それがいろんなことにつながっていくのをアメリカの業者は怖がっているところがあるのかなという気がします。

日本は、ある意味では不法行為というのは簡単に成立するので、こういうアメリカで一生懸命議論されている議論というのは、実はそれほど考えなくてもいいところもあるのかもしれないと思いますが、非常に勉強になりました。ありがとうございます。

○加藤 私の報告の中の、業者にとって顧客に信認義務を負うかどうかはさほど重要ではないのではないかということに対するご指摘だったと思います。私が申し上げたかったのは、例えば適合性考慮義務なんかを課す際に、信認義務を経由しなくても、業規制としては課すことができると。

既に課しているので、適合性考慮義務との関連では、信認義務を経由する必要は一応アメリカの現状ではあんまりないのだろうなと思ったということです。

確かに小出先生のおっしゃるとおり、信認義務が課された場合には、適合性考慮義務以外にもたくさん規制がかかってくるので、それを含めて考えれば、一気に重くなるというのはそのとおりかと思えます。

○船津 今のところに関して、アメリカ法をよくわかっていないところがあるので基本的な質問になるのですが、私が何となくイメージしていましたのは、信認関係があるから義務が重くなるというような、そういう流れの理解をしていたわけです。ただ、加藤先生のご報告だと、信認義務を負うかどうかではなくて、業規制で義務が課されているのだ、強化されつつあるのだという趣旨でのご報告だったかと理解をしているのですが、そのように信認関係というものを介さないで義務の強化をした場合に、その強化された義務を見て、翻って実はそこに信認関係があったのだというような形で、先ほどの小出先生の議論につながってきて、私的訴権などが問題になってきかねないということで業者の人たちが懸念しているということになるのでしょうか。

○加藤 CFTCの業務行為基準の制定過程の資料を読んでいますと、重要な情報の開示義務とか適合性に考慮して推奨行為を行わなければいけない義務を課された結果、顧客は業者にある意味依存するという関係というものが発生する、その結果として信認関係であると認定されやすくなるのではないかという懸念はあると思います。ですから、それについては船津先生のご指摘のとおりの問題があります。

私が申し上げたのは、これは連邦証券規制に特有の事情かもしれませんが、詐欺行為の禁止規定というのがまずあるわけです。詐欺行為の禁止規定は既にあるわけで、対象は信認義務を負っているかどうかとは無関係に詐欺行為禁止規定はあると。そうすると、じゃあ何が詐欺行為かというと

ころを解釈する際に、例えばFINRAのルールとかSECのルールとかが当然考慮要素になってくるので、それは信認義務があるかどうかとは別のルートで、詐欺行為の解釈を通じて認められる、実際認められてきているのではないかと、今の時点では評価しているわけです。

○船津 ありがとうございます。

#### 【適合性考慮義務において要求される合理的根拠適合性の意義】

○前田 適合性考慮義務のところ、加藤先生のご報告では、アメリカでの適合性考慮義務の基本的な内容は、顧客に適合しているという合理的な根拠がなければ推奨してはいけないというものだということにお伺いしました。つまり、適合していなければ、いかに説明を尽くしても、そもそも推奨してはいけない義務であるというようにお聞きしたのですが、そうしますと、むしろ我が国で言えば狭義の適合性原則に近いのではないかと思ったのですけれども、いかがでしょうか。

○加藤 私が広義だと考えたのは、取引の無効と結びついていないので、そう考えたほうがいいのかと思ったわけです。ただ、確かに前田先生のおっしゃるとおり、条文の文言上は推奨してはいけないということになっていますので、日本法の枠組みに従うと、狭義と考えたほうがいいのかも思いました。

ただ、業者が推奨行為をする際に合理的な根拠をどれだけ持たなきゃいけないとか、合理的な調査を尽くすために業者側はどれぐらい注意を尽くさなきゃいけないかということによるのだと思いますが、その要求される注意義務の程度が高ければ高いほど狭義の適合性原則に近づいて、注意業務の程度がそれほど高くなければ、ある程度合理的だと思って推奨すれば、それは別に取引の効力が否定されるというわけではないので、広義の適合性に近づくという話なのかなあと今思いました。

私が日本法の広義の適合性原則だと言うのは、確かにちょっとミスリーディングな気も思いました

ので、もう一度考え直したいと思います。ご指摘ありがとうございました。

○前田 ありがとうございました。

#### 【Dodd-Frank 法による規制範囲の変更】

○行澤 レジュメの 11 ページに、Dodd-Frank 法以前のスワップ取引の状況として、有価証券関連スワップ取引については、連邦証券規制における有価証券からは除外されるけれども、詐欺行為禁止規定の対象とされていたと記載されています。そうすると、Dodd-Frank 法以後、確かに業務規定とかについては SEC はまだ提案段階で最終決定していないということがあるのですが、Dodd-Frank 法制定前後で、有価証券関連スワップ取引に関してはどれぐらいインパクトがあるのか。あるいは、以前と基本的には同じようなスキームで規制できるのではないかという印象を持ったのですが、その点についてお伺いしたいと思います。

それと、関連してご紹介いただきました SEC 対 Goldman Sachs の事案、これは SEC が 2010 年に 10 b-5 違反ということで提訴しているということで、ある意味では、Dodd-Frank 法によって授権されるか否かにかかわらず、有価証券ではないけれども、詐欺行為禁止規定が適用されるという根拠で提訴したように見えるのですが、その辺の事情がもしわかれば、ぜひお聞きしたいと思います。よろしくをお願いします。

○加藤 1 点目のご質問の、有価証券関連スワップについては詐欺行為禁止規定の対象であることは Dodd-Frank 法の以前と以後で変わらないので、レジュメの 3 ページ以下の連邦証券規制における投資勧誘規制、詐欺行為禁止規定は Dodd-Frank 法の前後を通じて適用されているというのは、先生のご指摘のとおりです。ただ、有価証券関連スワップとか有価証券に関連しないスワップ取引を有価証券から除外することの大きな意味は、SEC の監督から外すということで、SEC はスワップに関して規則をつくってはいけないとかというルールもあったので、そこが一番大きいわけですね。先生のご指摘のとおり、今後、SEC がどう

いう業務行為基準を定めることができるかというところが恐らく非常に重要なのだと思います。

もう一つ、私が今回の報告であまりしっかりと報告しなかった点ですが、有価証券関連スワップ取引と Dodd-Frank 法のいわば有価証券関連スワップは、定義は同じではないのですね。もしかしたら Dodd-Frank 法における有価証券関連スワップのほうがやや広いのではないかという気もちょっとしています。

例えばレジュメ 15 ページの有価証券関連スワップの定義の (iii) に、有価証券の発行者や限定的な有価証券指数を構成する銘柄の各発行者に関連するイベントの発生に基づくスワップという要件がつけられています。松尾直彦先生の文献によると、この (iii) の要件があることによって、証券発行者を参照するクレジットデリバティブ、これは恐らくクレジット・デフォルト・スワップも入ると思いますが、これも有価証券関連スワップに含まれることが明確になったとおっしゃっています。ですので、有価証券関連スワップの定義がどういうふうに変ったのかということを実はもっとしっかりと勉強しなければいけなかったなあ、今の行澤先生のご質問を受けて感じました。

さらにもう一つ、Goldman Sachs のお話ですが、Synthetic CDSs というのは、SPV が挟まっているので、これは恐らく有価証券なのではないかなと。つまり、SPV が発行する有価証券なので、そういった点では一応有価証券関連スワップではないので、普通の有価証券に対する詐欺行為禁止規定の適用というふうに SEC は考えていたのだろうなと思います。ありがとうございました。

○行澤 ということは、Dodd-Frank 法の意義というのは、有価証券にすることによって SEC の管轄権を明確にすることと、それ以外のものについては CFTC が管轄するというをはっきり明示したということにあると理解して一応よろしいですね。

○加藤 Dodd-Frank 法以前は、CFTC と SEC の 2 つの管轄の間に落ちるデリバティブが多分かなりあったのだと思います。

○行澤　そうですね。

○加藤　それを埋めようというのが、恐らく Dodd-Frank 法の大きな目的の一つだったと思われる。そこで、CFTC と SEC の間でスワップ取引なんかの定義についてはかなり詳細なやりとりをされていて、まだこれも最終的なルールになっていないのですが、やはりどっちが管轄するかを明確にして、できるだけスワップ取引を広範囲に漏れなく押さえようというのが Dodd-Frank 法の目的の一つだろうと思います。

○行澤　ありがとうございました。

【OTC デリバティブ取引への参加資格と利益相反の情報開示の意味】

○森田　複雑なところをいろいろ詳しくご報告いただきまして、ありがとうございます。

ただ、私は全然よく理解できないのですが、リスクと言った場合、例えばデリバティブの場合でしたら、取引商品の構成が複雑過ぎる。商品の組成が難しい複雑なものになっているリスクがあると思います。

それから、スワップですから、相手方が履行しないという危険性もあると思います。ですから、そういう場合の健全性リスクもあるでしょう。

それから、利益相反性だけで何で損害賠償できるのかがよくわからない。さっきの Goldman Sachs ですか、利益相反があったら何で損害賠償できるのか、それもよくわかりません。

デリバティブというのはリスクが高いと思うのです。高いと思うから、どんな人が取引するのですかという問題がまずあって、それから、プロだったら皆免除だとかなるのであれば、プロという定義がどれぐらいしっかりしたものになっているのかということを知りたい。

それが、先生のご説明では、今のところほとんど素人さんは入ってこないという言い方をされていますから、それだったら、そういう保護の問題は関係ないのかなと思ったりもしますし、適合性なんていうことも問題ないのではないかとこのように思うのです。それでもなおかつ適合性と

いうものがあるのだったら、商品の複雑性が強過ぎるとか、健全性リスクとか、あるいは利益相反がなぜ出てくるのか知りませんが、何と言うのか、どういうリスクをどういうふうにモデレートに持っていくとか、あるいは持っていないとか、そういうリスクをテイクするときの基準みたいなものをリスクごとに言ってもらえるとありがたいと思いますが、どうでしょうか。

○加藤　今のご質問と一番関連しますのは、恐らく CFTC の業務行為基準の 23.431 の disclosures of material information だと思います。関連条文リストの 10 ページ以下だと思います。23.431 の (a) では、デリバティブ・ディーラーなどが取引相手であるカウンターパーティーに対して取引を開始する場合に重要な情報を開示しなければいけないということがまず定められていて、重要な情報として、(1) で重要なリスク、(2) でスワップ契約の構造、(3) で業者側のインセンティブとか利益相反に関することについて、一応 (1) (2) (3) とどういったリスクを開示しなければいけないかというところを書いているわけです。

例えばリスクということについて、(a) の (1) では、market、credit、liquidity、foreign currency、legal、operational、any other applicable のリスクとなっていますので、当然これはスワップ取引の種類に従ってどういうリスクが発生するのかというのをちゃんと特定した上で説明をしなければいけないということなのだろうなと私は考えております。

次のどういった人がデリバティブ取引の当事者なのかというのは、まさに先生ご指摘のとおり非常に重要で、少なくとも取引所で取引されているデリバティブについては、参加資格というものは無いと思いますが、そうじゃない、取引所を経由しない、いわゆる OTC デリバティブについては、商品取引所法上は、関連条文リストの 16 ページに商品取引所法の定義が書いてあるのですが、eligible contract participant でないと OTC デリバティブ市場に参入できないという規制になっています。じゃあ、どういう人が eligible

contract participant なのかというと、先生ご指摘のとおり、金融機関がメインです。

例えば 16 ページの (18) の (A) の (v) は、corporation、partnership で総資産が 1,000 万ドル、つまり 10 億円で、かなりの企業等が入るのだと思います。さらに自然人も、例えば (vi) なんかは年金も入りますし、18 ページの (xi) だと、1,000 万ドル持っている個人も入る。個人で 1,000 万ドルですから相当なものかもしれませんが、eligible contract participant とはいっても、かなり幅があるわけです。ですから、恐らく適合性考慮義務のようなものを広くかけようとしているというのが CFTC のポリシーだと思います。

Dodd-Frank 法の以前は CFTC には適合性に関するルールは存在しないと言う、かなり著名な実務家の方もいらっしゃったのですね。その理由は、OTC デリバティブ市場の参加者はみんな洗練されたソフィスティケートな投資家だからということ前提にしたわけです。しかし、少なくとも CFTC の業務行為基準のルールの制定過程では、そういう前提とはやや異なる、eligible contract participant であったとしても、やはり全員が全員デリバティブのことを熟知している人ではないということ前提にして、規制がいわば再構成されているというのが私の理解であります。

それで、利益相反を開示しなかったらなぜ損害賠償なのかということですが、これは結局、詐欺行為禁止規定の解釈の問題だと思います。詐欺行為禁止規定の解釈で、いわば Goldman Sachs の Synthetic CDSs の組成に対して Paulson が関与していたということが投資家にとって重要な情報であるかどうかは、解釈によるのだと思うのですね。もしそれが重要な情報でないのであれば、それは投資家との利益相反にかかわるものであったとしても、それはそもそも開示義務の対象にならないことになるかと思えます。

しかし、一応この SEC と Goldman Sachs の事件では、Paulson が Synthetic CDSs の組成に関与したことは重要な情報だと SEC は考えている。だから、利益相反というものがどういった場合に重

要な情報になるのかということ自体が恐らく問題にされるべきだと思いました。

○森田 でも、契約が無効だったということではないでしょう、きっと。

○加藤 ええ、それは違うと思います。

○森田 だから、損したら、「関与情報がなかった」と言って金をもらえるということですか。

○加藤 いや、しかし、それは説明義務が問題とされてきた状況に一般的に妥当する論理なので、それを否定すると、かなり……。私はそんな勇氣はないのですけれども。

○森田 合理的な因果関係があるのですかね。

○山下 利益相反について説明されていたら、私はこんな取引はしなかったと、そういう意味もないのですか。

○加藤 さらに言うと、まず material information の定義ですと、一般的に投資家の投資判断に重要な影響を与えるかどうかになりますよね。SEC と Goldman Sachs の場合は、SEC によるエンフォースメント権限の発動なので、個別具体的な投資家がどのように考えていたかといった、つまり因果関係は多分考えていないのだと思います。

○森田 わかりました。SEC との争い事なのでですね。

○加藤 そうです、そうです。

○山下 投資家一般に対して影響を与えるようなものであったということが問題とされているのではないのですか。

○加藤 つまり material information の問題と causation の問題をどれぐらい分離して考えることができるかという問題になってくるだろうと思います。

【SEC v. Goldman, Sachs & Co. における利益相反性と適合性考慮義務との関係の有無】

○松尾 今ちょっとお聞きしていて混乱したのでお尋ねしたいのですが、Goldman Sachs の例ですけれども、おっしゃるようここで一番の問題は、Paulson が関与していたということが

material information になるかどうかということですよ。ここには、2つの意味で利益相反的なことがあると思うのです。1つは、投資家が買った Synthetic CDSs のもとになる CDS の組成に取引の相手方である Paulson が関与していたという意味の利益相反的です。しかしここで問題になっているのは、Goldman Sachs と顧客の間の利益相反ですね。これは Goldman Sachs が Paulson に有利な取引をさせたのは、何か Paulson と組むに当たって Goldman Sachs が利益を得ているということなのでしょう。28 ページに、スワップ取引に関連して顧客以外から何らかの利益を得ることが書かれていますので、そういうのが本件ではあったということなのですか。

○加藤 Synthetic CDSs の組成を考える場合に、なぜこの Synthetic CDSs が組成されることになったかということ、うわさ話の域を出ないかもしれませんが、Paulson のほうが Goldman Sachs に対してこの話を持ちかけたらしいですね。順番は、まず Paulson が持ちかけて、Paulson というのは、たしかサブプライムローンのこういう CDS なんかで大量にもうけた著名な投資銀行だったかと思いますが、要はサブプライムローンが下がるということを予想していても、それをショートする手段というものがなかったのです。ショートする手段として CDS とかを Paulson はよく使っていて、どんどんサブプライムローンが下がるということに賭けたいけれども、引き受けてくれる人がいないと困るということで、Goldman Sachs に対して誰か探してくださいということでこの Synthetic CDSs ができたらしい。そうすると、そもそも取引の経緯が、いわば Paulson のために Goldman Sachs が働いたというような感じになるので、そういった点の利益相反というものが問題になったのではないかというのが私の理解です。

○松尾 そうですよ。本来は Goldman Sachs の地位というのは投資家と同じ地位で、それを細分化してあげているのです。だから、Goldman Sachs が自らリスクを負担するのだったら、こんなことはさせないはずですよ。Paulson に参照資

産を選ばせるようなことはさせないはずなので、顧客のためにはなっていないということですかね。

○行澤 自己または第三者の利益を図るのも、利益相反にならないですかね。

○松尾 Paulson の利益を図って顧客をとということですね。

○行澤 ええ。

○松尾 あと最終的にお聞きしたかったのは、そのことと適合性考慮義務というのは何か関係するのか、別次元の話なのかという点はいかがですか。

○加藤 これは別の話です。

○松尾 別次元と理解したらいいですね。

○加藤 つまり、利益相反の問題も適合性の話も、詐欺行為禁止規定の解釈では、それが重要な情報かどうかという話になるので、それは重要な情報の類型だろうと思います。

【CFTC の業務行為基準上 scienter が要求されていない背景】

○近藤 レジュメの 18 ページですけれども、一般的な詐欺行為禁止規定として、どうしてここでは scienter を要求しないということを前提に提案されたのでしょうか。それでいて、どうして後の (b) 項で scienter の存在を立証することで責任を免れるという、そういう規定をつくったのでしょうか。このあたりがよくわからなかったのですが、教えていただければと思います。プロ取引なので、scienter を入れないということですか。

○加藤 なぜ scienter を要求しないようにしたかというのは、CFTC の最終決定に付随していた報告書を読む限りでは、なかなかちょっとわからないところがあるのですが、少し書かれていたのは、詐欺行為禁止規定を設けるいわば根拠規定というものが商品取引所法の 4 s の (h) の (4) なのですよ。4 s (h) (4) (A) (iii) に対応と書いていますが、たしか商品取引所法の根拠条文と同じ文言が採用されていたのではなかったかと思います。こういう文言が採用されている場合には、いわば scienter は必要ないという解釈が一般的なので、

つまり条文のほうの文言がそうになっているから、それをそのまま持ってくることにしましたという説明であったかと記憶しております。

それに対して、業者側のほうから違反について scienter が要求されないというのは厳し過ぎるという不満があったのですが、その理由の一つは、10 b-5 とかの詐欺行為禁止規定の場合には scienter が要求されているので、証券行為規制の詐欺行為禁止規定と CFTC の 詐欺行為禁止規定とで、いわば平仄を合わせてほしいというのが大きな理由だったと思います。

ただ、最終的に CFTC は、この点では 10 b-5 のように scienter を要求するというのではなく、責任を免れることができる抗弁を提出する機会を業者側に与えるということで調整を行ったという話です。論理的というよりは、政治的な結論なのかなという気がしておりましたが、ちょっと筋の通った説明ができなくて恐縮です。

○近藤 ありがとうございます。

#### 【FINRA Rule 2111 (b)の意味】

○川口 先ほど来議論になっている適合性の原則がプロに適用されるかという問題ですが、日本でもいろいろ議論があって、結局のところ、特定投資家について適合性の原則の適用を外さないということになりました。

アメリカの場合は、29 ページの Ex. FINRA2111 の②のところで、投資家のほうが推奨行為の是非を評価するに際して独立した判断を行っているという明示的に述べている場合は例外になるということですが、これは、「あなたの言っていることを別に信用しているわけではなくて、私が勝手に判断します」ということを言っているのかなと思います。その際に「義務の緩和」が認められるということですが、これは、本来不適合な勧誘だけれども、適合性の原則が外れる、だから責任を問わないという意味でよいのでしょうか。また、「ただし、機関投資家が特定顧客適合性への保護を放棄することを明示することまでは要求されていない」ということとの差がどこにあるのでしょうか。

結局保護を受けないということに対しては同じなのではないかという気がするのですが、ここまで要求していないというところの説明をもう少しお願いできればと思います。

○加藤 まず、義務の緩和ということの意味ですが、8 ページにあるとおり、特定顧客適合性というのは、結局、ある商品、ある有価証券とか取引なんかを推奨する際に、それは顧客に適合しているということのいわば合理的な根拠を得なければいけないということです。そういう合理的な根拠を業者側のほうで準備する必要はないという意味で義務が緩和されているのが、この FINRA の 2111 の (b) の意味なのではないかなと思います。

(b) というのは、特定顧客適合性に関する義務の緩和というよりは、義務を履行する方法の特則といったほうが適切かもしれません。本来であったら、自分が推奨しようとする商品が顧客に適合していることを確認するために根拠をちゃんと用意しておかなければいけないけれども、義務を履行する方法として、業者側は、根拠を用意するかわりに、顧客が自分で判断できるということを確認すればいいという話だと思うのですね。

それで、顧客が自分で判断しますよということ業者側に “affirmatively indicates” するのをどのくらい強く読めばいいかというのは微妙なものです。自分でちゃんと積極的に示すということと、適合性原則の保護は要りませんということとを明示することの差がどこにあるかという話ですが、実は 2111 の (b) ができたときに、文言について、少し FINRA 側と実務家側でやり合っていたようで、最初のほうはかなり適合性原則による考慮を放棄しますということが要件であるかのような文言だったらしいのですね。そうすると、そもそもプロ投資家とか機関投資家に対して義務の緩和規定を設ける意味がないので、もうちょっと何かプロ投資家に対する義務の緩和規定を使いやすくしてくれということに対応して、“affirmatively indicates” という文言にしたというふうに FINRA 側が説明をしていますので、私もどれくらい変わるのかは、ちょっと疑問のある

ところではあります。

○森田 indicate と書いてあるから、そういうふうに読めたらいいというぐらいの軽い意味で書いてあるのかな。(笑)

#### 【SEC と CFTC の管轄範囲の調整】

○岸田 Dodd-Frank 法で先ほど、SEC と CFTC の管轄を明らかにするのが一つの目的だとおっしゃったけれども、確かに同じデリバティブ取引が両方にひっかかる場合、それから一つの業者が別のデリバティブで両方にひっかかるのもあり得ると思うのですけれども、こういう場合の調整って、何かできるのでしょうか。もしご存じだったら教えてほしいのですが。

○加藤 有価証券関連スワップですか、デリバティブ・ディーラーの定義に関する規則というものを SEC と CFTC が共同で提案していて、最終決定されたかどうかは今思い出せないのですが、一応その調整は規則の段階ですということがあります。例えばクレジットデリバティブのようなものについては、実は SEC の有価証券スワップの定義にも当てはまり得るし、商品取引所法の定義には、そもそもクレジット・デフォルト・スワップのようなスワップというふうに文言がありますので、双方にまたがるスワップ等はあると思いますね。それについても、一応わかる感じでは、やはり何か SEC と CFTC のどっちが管轄するかということで、規則の段階で調整がなされるかと思います。

CFTC の側のスワップの定義の中には、証券規制上の security に該当するものは除くという文言がたしかありますので、一応そういう文言と規則を通じて調整により規制に漏れがないような管轄にしようとしていると。規則を詳らかに読んではいけないのですけれども、一応そういう仕組みはあるということですか。

○岸田 ひとりの業者は両方ひっかかるということですか。

○加藤 それはもちろんあるのだろうと思いますが、その場合は、例えばある業者についてはどちらかが専属的な管轄を持つかどうかということ

も恐らく調整されるのではないかなと。これもかなり推測が入っていますけれども、SEC と CFTC の管轄にできるだけすき間をなくすという努力は規則の制定過程で見られますので、そういうところも恐らく検討されているのではないかと推測しております。

#### 【デリバティブ取引における量的適合性の適用の有無】

○小出 レジュメの 7 ページから 8 ページに FINRA ルールがあって、適合性というものを 3 種類に分けているのは、日本もすごく参考になると思うのですが、私の理解がおかしいのかもしれませんが、何でデリバティブは量的適合性の問題にならないのか。つまり、例えば大量のデリバティブを売り付けて大量のポジションを投資家に持たせるということについては、量的な適合性の問題にはなっていないと考えられているのですか。

○加藤 すぐ思い出せないのですけれども、量的適合性が適用されるのは、ブローカーの勝手な売買というか、日本法で言うと過当売買とか、そういうものに近いのだと思います。ただ、スワップの場合は、口座を管理しているという状況はあまりないので、それが過当スワップというのは一すみません、これはまだ調査不足なので……。

○小出 ここで言う投資家の口座をコントロールしているというのは、一任売買みたいなものことですか。

○加藤 どうですかね、一任売買になると、また別の規制になってくるような気もするのですけれども。

○小出 すると、大量のポジションを持っている人に対しても、また説明義務さえ果たせば、一般にはアメリカでは適合性原則に反しないということなのですか。

○加藤 それは恐らく、大量のポジションを持っているということは当然顧客の経済状態が反映されるので、要は、特定顧客適合性のところで考慮されるのではないかなと推測いたします。

○小出 わかりました。ありがとうございます。



## 【Dodd-Frank 法の目的と SEC・CFTC 規制の整合性】

○龍田 本日のご報告は投資勧誘規制の側面からされたので、業者以外の取引参加者に対して適合性原則をどの程度厳格に考えるかという観点から、eligible contract participant というのを取り上げられたと思います。Dodd-Frank 法のもう一つの狙いは、リスクのうちの決済リスクも少なくしようという点にあったのではないのでしょうか。だから、店頭デリバティブも中央決済組織の決済手続にのせなければいけない。のせる義務があるのは、業者はもちろんのこと、業者以外の取引参加者でも、規模の大きい者、メジャーな者はそういうクリアリングをする義務があると定めているのですね。

決済の安全と勧誘の適正化とは観点が違いますから、取引の当事者がメジャーかどうかということと、さきほどの eligible かどうかとは随分違うと思います。Dodd-Frank 法はいろんな点から、店頭デリバティブが野放しであったのを規制に引き込もうとしているのでしょうか。

そして、SEC、FRB、通貨監督局などと並んで、CFTC も Dodd-Frank 法を施行すべき責任機関の一つに挙げられているのではなかったでしょうか。だから、片方の基準で入るものが他方の基準では落ちるとすることは好ましくないので、できるだけそろえようとしていると理解しているのですが、そうではないでしょうか。

○加藤 まず、最後にご指摘いただいた、CFTC の管轄にある場合と SEC の管轄にある場合とで適用されるルールが、例えば、ある事項について、CFTC のルールが緩くて、SEC の場合は重いとかというような状況は、Dodd-Frank 法では想定されていないのではないかとのお話ですけれども、私も、Dodd-Frank 法の立法者意思というものは、まさに先生のご指摘のとおりであると、つまり、スワップ取引であるのだったら、SEC の管轄にあらうとも、CFTC の管轄にあらうとも、同じような規制が一応適用されるべきだということになるかと思えます。その一つのあらわれが、CFTC の業務行

為基準に FINRA の適合性考慮義務にかなり似ているようなものを導入したということだと思わずね。

ただ、SEC がいわば業務行為基準としてどういうものをつくって最終的に決定されるかがまだちょっと不明確な状態ですので、本来であれば CFTC の業務行為基準と SEC の業務行為基準を比較、さらに言えば FINRA など別の自主規制機関などのルールも照らし合わせた上で、規制の裁定が起らないような状態が達成されているかどうかというものをチェックするというのが、今後の大きな課題かと思えます。

さらに、最初のクリアリングハウスの話ですけれども、先生のご指摘のとおり、Dodd-Frank 法の目的の一つは、クリアリングハウスでの決済を OTC デリバティブで求めるなど、OTC デリバティブ市場の透明化というものがやはり大きな目的の一つだったのは間違いないかと思えます。実際に Dodd-Frank 法の解説なども読むと、OTC デリバティブについて勧誘規制の強化が主たる目的とはされてはいないように思えて、やはりクリアリング義務の導入に代表される OTC デリバティブ市場の透明化の全体の中の一つのパーツとして、いわば SEC が監督権限を持っていたほかの金融商品と同じような規制を適用させようというのが、今日報告した投資勧誘規制の側面であらわれているのではないかと思えます。

さらに言うと、実は今日ご紹介させていただいた業務行為基準も、網羅的に紹介したわけではありませんで、ピックアップしただけでありまして、本来であれば、新しいデリバティブ規制の全体像をもう少し正確に理解した上で投資勧誘規制の位置づけというものを研究できればいいのですけれども、この問題についてはまた今後の検討課題として、機会を見つけて詰めていきたいと思えます。

ご意見、ありがとうございます。

○龍田 ありがとうございます。まだ材料そのものが固まっていないような気もいたします。

○加藤 はい。

【FINRA の業者に対する制裁の状況】

○山下 9 ページの FINRA のエンフォースメント、これは直接損害賠償につながるようなエンフォースメントはあまりないのでしょうかけれども、FINRA が業者に制裁を下す、こういうのは結構盛んに行われているという実態なのでしょうか。

○加藤 プロの投資家に対する勧誘が主たる規制対象になっているかどうか逐一は見えていないのですが、毎週とか、四半期に1回とか、要はこういう制裁をしましたというのをホームページでいろいろ開示されていて、かなり積極的にやっている印象は受けております。

【FINRA Rule 2111 の2要件に求められる充足の程度】

○松井 先ほどの川口先生と同じ話になりますが、プロ投資家が独立した判断を行っているという明示的に述べれば、これは義務の緩和が認められるのですね。そうすると、業者側としては何を用意しておけばいいのでしょうか。実際の取引の際には、何らかの対応をするために用意をしてあるのだと思います。ちなみにイギリスでは、ある程度定型化されてはいますが、川口先生がおっしゃったように業者側に依存しませんというフォーマットをつくって、全部にサインをさせていくというようなことがなされ、これはかなり重視されていたと思います。アメリカの実務や事例などで、こういった業者の対応で評価されているものは何かありますでしょうか。我が国でも結構参考になるという気がするのですが。

○加藤 すぐに思いつかないのですが、恐らく FINRA の 2111 の(b)の第2の要件がどこまで厳格に要求されるかということで、大体スワップ契約とかは定型的な disclaimer も入っていると思いますので、その disclaimer の入っているスワップ契約にサインしたということがどういうふうに考慮されるかというのがまず一つ問題なのですね。さらに、実は disclaimer を書いただけでは足りなくて、①の要件で、そういう disclaimer をちゃんと理解した上で、プロ投資家能力が本当に

自分で判断できる能力があるかどうかということとちゃんと業者側が何らかの形で判断しなければいけないということがありますので、①と②のどちらが重視されるかは、実際の運用を見ないとわからないですね。もしかしたら②のほうは disclaimer でよいけれども、①のほうを厳格に見ていくという方向性もあり得るように思います。

○松井 ありがとうございます。

○山下 大体予定の時間が来ましたが、よろしいでしょうか。もしよろしければ、今回はこれで終了したいと思います。加藤先生、ありがとうございました。

この「デリバティブ取引の投資勧誘規制」は、本日で4回の計画を終えたということで、次回からは新しいシリーズということになりますので、よろしく願いいたします。

どうもありがとうございました。

# デリバティブ取引の投資勧誘規制【米国】

加藤貴仁

(JPX金融商品取引法研究会・2014年4月25日)

1

## 報告の構成

1. 連邦証券規制における投資勧誘規制
2. デリバティブ取引の投資勧誘規制の構造
  - I. はじめに
  - II. Dodd-Frank法以前のスワップ取引に関する規制
  - III. Dodd-Frank法以降のスワップ取引に関する規制
  - IV. CFTCの業務行為基準における投資勧誘規制
3. 投資勧誘規制の意義と限界

2

# 1. 連邦証券規制における投資勧誘規制

- 詐欺行為禁止規定
  - 1933年証券法17条(a)項(1)～(3)
  - 1934年証券取引所法10条(b)項並びに同法規則10b-5など
  - SEC又は投資者による損害賠償請求によるエンフォースメント
- FINRAの自主規制
  - FINRA Rules 2090. Know Your Customer (modeled after former NYSE Rule 405 (1))
  - FINRA Rules 2111 Suitability (modeled after former NASD Rule 2310)
  - FINRAによるエンフォースメント

3

## 詐欺行為禁止規定

- 1933年証券法17条(a)項(1)～(3)
  - (1)違反はscienterが要件となるが、(2)(3)違反はnegligenceで足りる。
    - See Aaron v. SEC, 446 U.S. 680 (1980)(文言上、17条(a)(1)は行為者の意図的な行為を問題視しているが、同(2)は行為者の行為の効果の問題視していることを指摘する)。
  - 投資者は、同項違反を根拠にbroker-dealerに損害賠償請求できない。
- 1934年証券取引所法10条(b)項並びに同法規則10b-5
  - Scienterが要件
  - 投資者は、規定違反を根拠にしてbroker-dealer(被告)に損害賠償請求することができる。その際に原告が立証責任を負う要件は以下のように整理されている。
    - ①被告が、原告が有価証券を取得又は売却するのに関連して、重要な事実について誤解を招く開示をしたか開示自体を行わなかったこと
    - ②被告が①の行為を行ったことについてscienterがあること
    - ③原告が被告によってなされた不実の情報開示又は情報の不開示を信頼することが合理的であること
    - ④投資者が③の信頼をしたことによって損害を被ったこと

4

## 詐欺行為禁止規定から導かれるbroker-dealerの義務

- 重要な情報の開示義務
- Suitability(適合性考慮義務)
  - 我が国における広義の適合性原則に相当?
  - Broker-dealerが顧客に対して有価証券の取引を推奨する(recommend)際には、顧客の経済状態、投資目的並びにリスク許容度に適合した(suitable)取引のみを推奨する義務を負う。
  - 投資者が適合性考慮義務違反を根拠に損害賠償請求をする際には、3頁の①～④の要件を立証することが必要となる。
    - See Banca Cremi, S.A. v. Alex. Brown & Sons, Inc., 132 F.3d 1017 (4th Cir. 1997)
    - ①の要件は、「推奨された取引が顧客に適合していないこと」と解釈される場合が多い。

5

## FINRAの自主規制

- FINRA Rules 2111の適合性考慮義務
  - Reasonable-basis suitability(合理的根拠適合性)
  - Customer-specific suitability(特定顧客適合性)
  - Quantitative suitability(量的適合性)
- 適合性考慮義務の対象
  - Broker-dealerが推奨行為(recommendation)を行う場合に及ぶ。
    - FINRA Rulesに定義なし
    - 推奨行為に該当するか否かは、broker-dealerから顧客へのコミュニケーションが、合理的に考えて、ある行為を顧客が採る又は差し控えることの提案と評価できるかという点を客観的に審査することを通じて判断される。
  - 特定顧客適合性を除き、機関投資家を含む全ての投資家に等しく及ぶ。
    - FINRA Rules 2111(2)
  - 適合性考慮義務を顧客との契約等によって排除することは許されない。
    - FINRA Rules 2111.02

6

## FINRA Rule 2111

- Reasonable-basis suitability (合理的根拠適合性)
  - 推奨行為を行うに際して、合理的な調査に基づき (based on reasonable diligence)、推奨行為の対象となる有価証券や投資戦略が少なくともある投資者 (some investors) には適合していると信じていることができる合理的な根拠を得ておくこと。
  - 要求される合理的な調査の内容は、推奨行為の対象となる有価証券や投資戦略の複雑さやリスクの程度並びに broker-dealer 及びその販売員のそれらに精通している程度によって決まる。
  - 合理的な調査の結果、broker-dealer 及びその販売員等は推奨行為の対象となる有価証券や投資戦略の潜在的なリスクとリターンを理解できるようにならなければならない。推奨行為を行う際に、そのような理解が欠けている場合には、適合性に関する規則に違反していることになる。

7

## FINRA Rule 2111

- Customer-specific suitability (特定顧客適合性)
  - Broker-dealer 及びその販売員等は、投資目的やリスク許容度などの個々の投資者の属性に従い、推奨行為を行うとする特定の顧客に適合した推奨行為が行われていると信じるに足る程度の合理的な根拠を有していなければならない。
  - 機関投資家については特段の定めあり (FINRA Rule 2111(2))
- Quantitative suitability (量的適合性)
  - 顧客の口座をコントロールできる broker-dealer については、個々の取引が顧客に適合しているか否かだけでなく、推奨しようとする一連の取引が全体として過剰ではなくかつ顧客に適合していること

8

## FINRA Rulesのエンフォースメント

- FINRA Rulesを含むSROs (*Self Regulatory Organizations*)の規則違反自体を根拠として、投資者が損害賠償請求することはできない。
  - ただし、SROsの規則違反はscienterとの関連で考慮されている。
- FINRA RULE 2111に違反したbroker-dealerは、FINRAによる制裁の対象となる。
  - 詐欺行為禁止規定の場合と異なり、scienterは要求されていない。
  - FINRAが課すことができる制裁は、FINRA RULE 8310. Sanctions for Violation of the Rulesにおいて定められている通り、多様である。

9

## 2. デリバティブ取引の投資勧誘規制の構造

- デリバティブ取引が「有価証券 (security)」に該当する場合には、連邦証券規制における投資勧誘規制の対象となる。
  - Dodd-Frank法の前後で、連邦証券規制の対象となるデリバティブ取引の範囲(特にスワップ取引に関する規制)が大きく変化した。
- Dodd-Frank法の前後で変化がない事項
  - 個別株又は株式インデックスを原資産とするオプションは有価証券に該当する。
  - 個別株又は株式インデックスの先物取引は証券規制ではなく商品先物取引の規制対象。
    - 商品先物取引制の対象となる場合には、商品取引所法 (Commodity Exchange Act)の下でCFTC (Commodity Futures Trading Commission)の監督に服する。また、デリバティブ取引を投資者に勧誘する業者は自主規制機関であるNFA (National Futures Association)による規制の対象となる。

10

## Dodd-Frank法以前のスワップ取引に関する規制

### • 連邦証券規制の適用

- 「有価証券関連スワップ取引」(security-based swap agreements)と「有価証券関連以外のスワップ取引」(non security-based swap agreements)は、連邦証券規制における有価証券(security)から除外されていた。
- 有価証券関連スワップ取引に限り、詐欺行為禁止規定の対象とされていた。

### • スワップ取引の定義

- Gramm-Leach-Bliley Act § 206(b)
- 「スワップ契約とは、全体または一部が、一つのもしくは複数の商品、証券、通貨、金利またはその他のレート、指数あるいはその他の資産の価値、所有権、またはこれらの数量もしくはこれらに関連するイベントの発生に基づいて、あらゆる個別に交渉される契約、合意、保証(warrant)、手形(note)、あるいはオプション(option)を指す。ただし個別銀行商品(銀行口座、信用状、クレジットカード契約、銀行ローン等)は含まない」(三菱UFJリサーチ&コンサルティング「諸外国の金融制度の概要」(米国、英国、シンガポール、香港、中国) (2010年3月) (available at <http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100624-1/01.pdf>) 1頁)

11

## Dodd-Frank法以前のスワップ取引に関する規制

### • 商品先物取引規制の適用

- 連邦証券規制が適用されないスワップ取引は商品先物取引規制の対象
- Eligible contract participants (ECPs)の間でなされる相対取引(over-the-counter derivatives, OTCデリバティブ取引)のほとんどは、詐欺行為禁止規定(Dodd-Frank法による改正前の商品取引所法4b条)を含め、CFTCの規制対象から除外されていた。
  - ECPsは、銀行、保険会社、投資会社などいわゆるプロ投資家(sophisticated participants)を指す。
    - 総資産が1000万ドルを超える会社や個人も含まれる。
  - スワップ取引を対象とした広範な適用除外規定あり
    - 「有価証券関連以外のスワップ取引」(non security-based swap agreements)は、農産物を参照資産とする者を除き、適用除外の対象とされていた。
- “[W]hen a transaction is properly formulated as a swap between eligible participants, CFTC has no residual or reserved jurisdiction.” (PHILIP MCBRIDE JOHNSON & THOMAS LEE HAZEN, DERIVATIVES REGULATION § 1.02[2][C](2004))

12



## Dodd-Frank法以前のスワップ取引に関する規制

- Common Lawに基づく投資家の損害賠償請求
  - 商品先物取引規制によって制限されない。
  - 問題
    - 情報開示義務(積極的な助言義務又は適合性考慮義務など)の根拠
    - 「信頼」要件と顧客の専門知識
    - 各種のdisclaimersの存在
- 情報開示義務の根拠
  - 信託関係が存在する場合、brokerは顧客に対して、顧客に適合しない商品を推奨しない義務を負うという点で各州法の解釈は一致しているとの指摘がある(ALAN N. RECHTSCHAFFEN, CAPITAL MARKETS, DERIVATIVES AND THE LAW, 248 (OXFORD UNIVERSITY PRESS, 2009))。
  - ただし、ある程度の専門知識を有するもの間で信託関係を認めることに慎重な立場が有力であるように思われる。
  - Ex. Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270, 1289 (S.D. Ohio. 1996)
    - “New York law is clear that a fiduciary relationship exists from the assumption of control and responsibility and is founded upon trust reposed by one party in the integrity and fidelity of another. No fiduciary relationship exists ... [where] the two parties were acting and contracting at arm’s length. Moreover, courts have rejected the proposition that a fiduciary relationship can arise between parties to a business relationship.”

13

## Dodd-Frank法以前のスワップ取引に関する規制

- 「信頼」要件と顧客の専門知識
  - Common Law上のfraudを根拠に投資家が損害賠償請求する場合には、「信頼」要件の充足が問題となる。
  - 顧客に専門知識があり商品のリスクを自ら理解している場合には、それに反する推奨行為を信頼することは正当ではなく、「信頼」要件を欠くと判断される可能性がある。
    - Ex. Banca Cremi, S.A. v. Alex. Brown & Sons, Inc., 132 F.3d 1017, 1038-39 (4th Cir. 1997).
  - 連邦証券規制の詐欺行為禁止規定を根拠とする場合も同様の問題あり(後述)
- 各種のdisclaimersの存在
  - MBIA Ins. Corp. v Merrill Lynch, 27 Misc.3d 1233(A), (N.Y.Sup. 2010)
    - Ex. “[The investor] is not relying on any advice, statements or recommendations (whether written or oral) of the other party regarding the Transaction. other than the written representation expressly made by that other party in this Agreement and in the Confirmation.”
  - 「信頼」要件に対する影響は？

14

## Dodd-Frank法以降のスワップ取引に関する規制

- 有価証券関連スワップ (security-based swaps) は、証券取引所法上の有価証券に含まれることとされた。
  - Securities Act of 1933 § 2(a)(1), 15 U.S.C.A. § 77b (a)(1); Securities Exchange Act of 1934 § 3(a)(10), 15 U.S.C.A. § 78c(a)(10).
  - 有価証券関連スワップの「取得 (“purchase”）」と「売却 (sale)」について、特則あり
    - Securities Act of 1933 § 2(a)(18), 15 U.S.C.A. § 77b (a)(18)
- 有価証券関連スワップの定義
  - Securities Exchange Act of 1934 § 3(a)(68), 15 U.S.C.A. § 78c(a)(68).
  - 商品取引所法第1a条(47)の「『スワップ』となる合意、または取引であり、次に該当するものを指す。
    - (i) 主として限定的な有価証券指数 (narrow-based security index) に基づくもの (そこからの利払いによるものや、それ自体の価値に基づくものを含む)
    - (ii) 主として単一銘柄の有価証券や貸付契約に基づくもの (そこからの利払いによるものや、それ自体の価値に基づくものを含む)
    - (iii) 主として、有価証券 (単一銘柄) の発行者や限定的な有価証券指数を構成する銘柄の各発行者に関連するイベント (発行者の財務報告書、財務状況、または債務状況に直接的に影響するものに限る) の発生、非発生、発生 の程度 に基づくもの (三菱UFJリサーチ&コンサルティング「諸外国の金融制度の概要」米国、英国、シンガポール、香港、中国) (2010年3月) (available at <http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100624-1/01.pdf>) 2頁)

15

## Dodd-Frank法以降のスワップ取引に関する規制

- 基本的に、有価証券関連スワップはSECの管轄に、有価証券関連スワップ以外のスワップはCFTCの管轄とされている。
  - デリバティブ・ディーラー (security-based swap dealer; registered swap dealer) と主要デリバティブ参加者 (major security-based swap participant; major swap participant) に関する規制
  - Security-based swap agreement
    - CFTCの管轄であるが、連邦証券規制の詐欺行為禁止規定の対象にもなる。
    - 限定的ではない有価証券指数 (“broad-based security indexes) やU.S. Treasury bondsなど1934年証券法の適用から除外される有価証券 (exempted security) に基づくスワップなど。
- デリバティブ・ディーラー
  - ①自らをデリバティブにおけるディーラーとして示す者
  - ②デリバティブのマーケット・メイクを行う者
  - ③その通常の事業として自己の計算でカウンターパーティとの間で定期的にデリバティブを締結している者
  - ④デリバティブにおけるディーラーまたはマーケット・メイカーとして取引において一般的に知られることになる業務を行っている者
- 主要デリバティブ参加者
  - デリバティブ・ディーラーではないが、ある主要な種類のデリバティブについて “substantial position” を持つ者など。

16

## Dodd-Frank法以降のスワップ取引に関する規制

- デリバティブ・ディーラーと主要デリバティブ参加者は、CFTC又はSECが規則で定める業務行為基準 (business conduct standard) の遵守義務を負う。
  - 業務行為基準として定めなければならない事項について、1934年証券取引所法と商品取引所法は同様の内容を定めている。
  - Securities Exchange Act of 1934 § 15F(h), 15 U.S.C.A. § 78o-10(h); Commodity Exchange Act § 4s(h), 7 U.S.C.A. § 6s(h).
- 業務行為基準に関する規則制定の状況
  - CFTCの規則(13 CFR 23.400-)は2012年2月27日に最終決定されている。
    - Business Conduct Standards for Swap Dealers and Major Swap Participants with Counterparties, 77 Fed. Reg. 9734 (Feb. 17, 2012).
  - SECによる規則は、2011年6月29日に規則案が提案されたが最終的な決定は未だなされていないようである。
    - <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/derivatives.shtml>

17

## § 23.410 Prohibition on fraud, manipulation and other abusive practices (a)(b).

- Commodity Exchange Act § 4s(h)(4)(A)(iii)に対応
- デリバティブ・ディーラーと主要デリバティブ参加者を対象とした一般的な詐欺行為禁止規定((a)項(3))
  - 規定違反の要件としてscienterを要しないことを前提として提案された。
  - 商品取引規制の一般的な詐欺行為禁止規定も適用される(Commodity Exchange Act § 4b, 6(c)(1) and (3), and 9(a)(2), 7 U.S.C.A. § 6b, 9(c)(1) and (3), and 13(a)(2))。
- (CFTCから)規定違反を主張されたデリバティブ・ディーラーは、以下の点の双方を反証することで責任を免れる((b)項)。
  - Scienterの不存在
  - 内部手続きの遵守

18

## § 23.431 Disclosures of material information

- Commodity Exchange Act § 4s(h)(3)(B)に対応
  - デリバティブ・ディーラーと主要デリバティブ参加者間の取引は対象外
  - OTCデリバティブを主たる対象とする規制((c)項)
- デリバティブ・ディーラーと主要デリバティブ参加者の相手方が、自分が引き受けるリスクの内容を正確に評価できるようにすることを目的とした規制
  - 取引開始前 (At a reasonably sufficient time prior to entering into a swap...) に開示義務が発生することが明示されている。
- 利益相反の存在に加えて、一定の範囲で、スワップ取引の時価 (mid-market mark) の開示や将来情報の分析 (scenario analysis) の提供も求められている。

19

## § 23.434 Recommendations to counterparties— institutional suitability.

- CFTCが、Commodity Exchange Act § 4s(h)(3)(D)に基づく裁量的権限を行使して制定した規定
- デリバティブ・ディーラー又は主要デリバティブ参加者間への推奨行為は対象外
- 内容
  - General suitability ((a)項(1))
    - 推奨しようとするスワップ取引のリスクとリターンを理解するために合理的な調査を行う義務
    - プロ投資家向けの特則((b)(1)~(3))
  - specific suitability ((a)項(2))
    - 合理的な根拠を持って相手方に適合するスワップ取引を推奨する義務
  - 推奨行為 (recommendatio) についてガイダンスあり (17 CFR Pt. 23, Subpt. H, App. A)

20

## § 23.434 Recommendations to counterparties— institutional suitability.

- FINRA Rule 2011との共通性
  - General suitability = Reasonable-basis suitability (合理的根拠適合性)
  - Specific suitability = Customer-specific suitability (特定顧客適合性)
- “[I]n proposing § 23.434, the Commission considered that a suitability obligation is a common requirement for professionals in other markets and in other jurisdictions, including the banking and securities markets. Thus, to promote regulatory consistency, the Commission proposed to adopt a suitability obligation for swap dealers and major swap participants, modeled, in part, on existing obligations for banks and broker-dealers dealing with institutional clients.” (77 Fed. Reg. 9770)

21

## その他

- Securities Exchange Act of 1934 § 9(j), 15 U.S.C.A. 15 U.S.C.A. § 78i(j)
  - 有価証券関連スワップの取引を対象とした詐欺行為禁止規定
  - SECは、スワップ契約締結後に当事者間で継続的になされる金銭の受渡し等に関連する詐欺的行為の規制を対象とした規則を提案済。
  - ただし、現時点で最終決定には至っていない模様
    - <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/derivatives.shtml>
- デリバティブ・ディーラーや主要デリバティブ参加者に関するSECの規則が未制定でも、「有価証券(security)」であるスワップ取引は1933年証券法17条(a)項(1)～(3)や1934年証券取引所法10条(b)項並びに同法規則10b-5の対象となる。

22

### 3. 投資勧誘規制の意義と限界

- デリバティブ取引の投資勧誘における被勧誘者
  - 個人投資家というよりも、金融取引に関してある程度の専門知識を有する投資者(以下「プロ投資家」)ではないか？
  - いわゆるOTCデリバティブ取引の参加者は、“eligible contract participant”(ECP)に限られる。
    - Securities Exchange Act of 1934 § 6(l), 15 U.S.C.A. § 78f(l); Commodity Exchange Act § 2(e), 7 U.S.C.A. 2(e).
- プロ投資家とデリバティブ・ディーラーの関係
  - 伝統的に独立当事者間取引に相当すると考えられてきた。
  - 業務行為基準は、プロ投資家とデリバティブ・ディーラーの関係を信認関係にするのではとの実務家らの懸念あり
    - CFTCは、そのような意図を明示的に否定している(77 Fed. Reg. 9759)。
  - ただし、独立当事者間取引か信認関係かとは別に、broker-dealerの顧客に対する義務を強化する動きがある。

23

### 3. 投資勧誘規制の意義と限界

- SEC, STUDY ON INVESTMENT ADVISERS AND BROKER-DEALERS, AS REQUIRED BY SECTION 913 OF THE DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT (JANUARY 2011).
  - broker-dealerは一般顧客(retail investors)に助言を行う際にinvestment adviserと同様の信認義務を負うべき。
  - 報告書では、一般顧客以外に信認義務による保護の対象を広げることにも興味を示されている。
- FINRA Regulatory Notice 12-25, Suitability, Additional Guidance on *FINRA's New Suitability Rule* (May 2012)
  - FINRA Rule 2111により、Broker-dealerは顧客の最大の利益に適うように推奨行為を行うこと(顧客の利益よりも自分の利益を優先してはならないこと)が義務づけられている。
  - Brokerが顧客の適合性に合致しているか否かよりも高い手数料を得ることができるか否かを重視することが問題視されている。

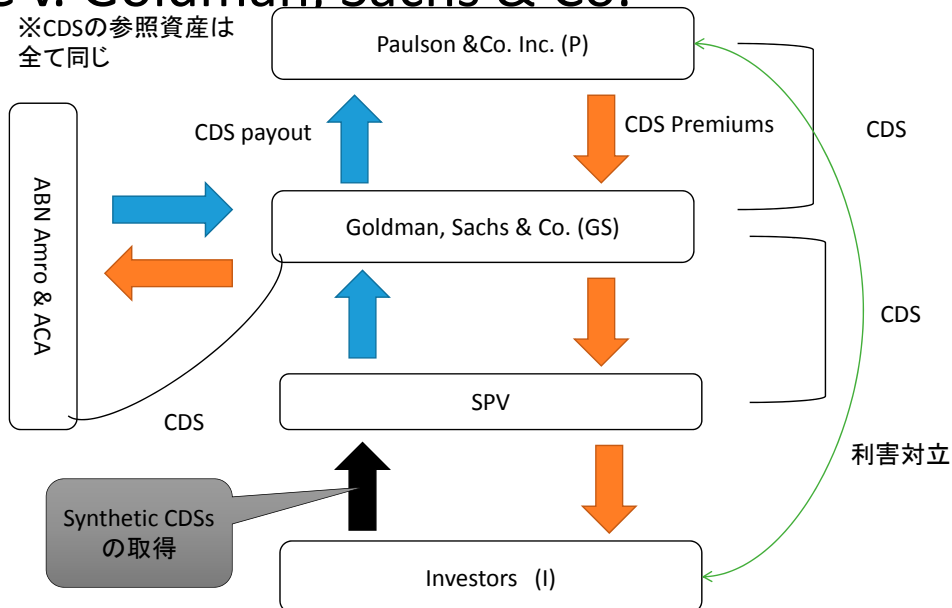
24

# SEC v. Goldman, Sachs & Co.

- SECによる提訴(2010年4月16日)
  - Goldman, Sachs & Co. (GS)が発行したSynthetic CDSsの組成に、Synthetic CDSの投資家と対立するポジションを有することになるPaulson & Co. Inc.が関与していたにも関わらず、そのことが投資者に対して開示されなかったことが、1933年証券法17条と1934年取引所法10条(b)項及びSEC規則10b-5に違反するとして、民事制裁金の支払い等を求める訴訟を提起した。
  - Synthetic CDSsを購入する投資家の利益と対立する当事者がSynthetic CDSsの組成に関与していたという事実は、詐欺行為禁止規制においてbroker-dealerに開示義務が課される重要な情報であると評価した。
- SECとGSの間で和解が成立(2010年7月15日)
  - GSは、開示資料に不完全な情報が含まれていたことを認めるとともに、以下のよう  
に述べた。
    - “[I]t was a mistake for the . . . materials to state that the reference portfolio was 'selected by' ACA Management LLC without disclosing the role of Paulson & Co. Inc. in the portfolio selection process and that Paulson's economic interests were adverse to CDO investors.”

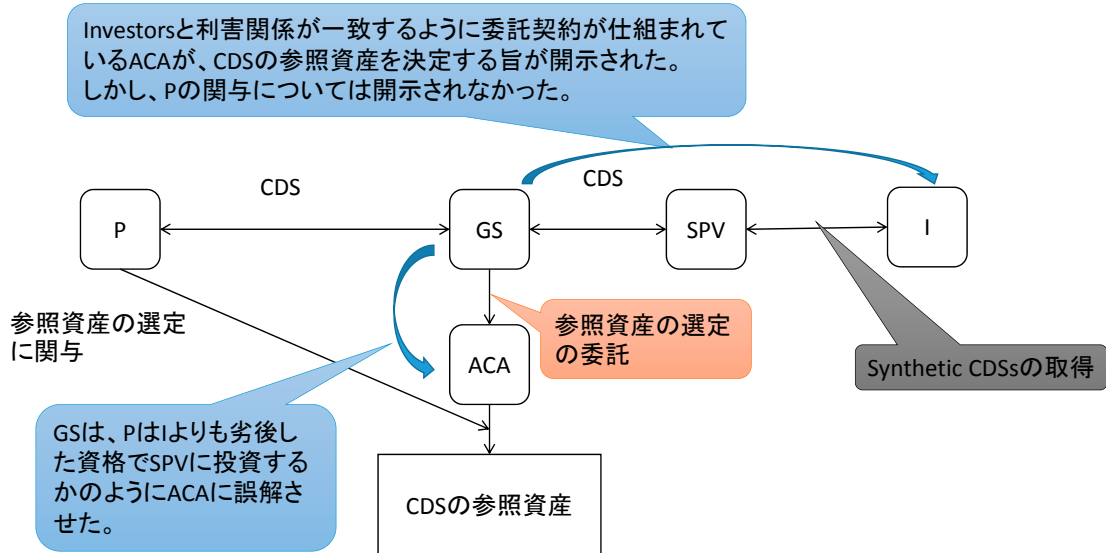
25

# SEC v. Goldman, Sachs & Co.



26

## SEC v. Goldman, Sachs & Co.



27

## プロ投資家に対する投資勧誘規制の意義

- プロ投資家に対してであっても、顧客との利益相反に対しては厳格な態度がとられている。
  - GSの目的は、Synthetic CDSsの販売ではなく、Paulson & Co. Inc.にCDSを売ることであったことが示唆されている。
  - デリバティブ・ディーラーが推奨行為の対象となるスワップ取引と関連し、顧客以外から何らかの利益を得ることは、CFTCの業務行為基準において、開示義務の対象とされている (§ 23.431(a)(3)(ii))。
- 利益相反という点では、顧客に対する義務が信認義務か否かは重視されていないのではないか？
- OTCデリバティブについては、プロ投資家であっても理解が容易ではない商品があることが規制の前提とされている。
  - “The statute and the disclosure rules are intended to level the information playing field by requiring swap dealers and major swap participants to provide sufficient information about a swap to enable counterparties to make their own informed decisions about the appropriateness of entering into the swap.” (77 Fed. Reg. 9758-59)
  - 推奨行為を行う際の適合性考慮義務の意義

28



## プロ投資家に対する適合性考慮義務の意義

- 顧客がプロ投資家である場合も原則として適合性考慮義務あり
  - 13 CFR § 23.434は、顧客がデリバティブ・ディーラー又は主要デリバティブ参加者である場合を除く。
  - プロ投資家について、特定顧客適合性に関する義務の緩和が認められる(FINRA Rule 2111 (b); 13 CFR § 23.434(b))
- Ex. FINRA 2111
  - ①broker-dealerが、合理的な根拠を持って、プロ投資家は一般的に並びにある有価証券に関する特定の取引及び投資戦略に伴うリスクを自分自身で評価することができると思っていること
  - ②プロ投資家が、broker-dealer又はその販売員による推奨行為の是非を評価するに際して、独立した判断を行っていることと明示的に述べる(affirmatively indicates)こと。
    - NASDとNYSEの自主規制部門の統合プロセスの中で付加された要件
    - ただし、機関投資家が特定顧客適合性による保護を放棄することを明示することまでは要求されていない(Proposed Rule Change to Adopt FINRA Rules 2090 (Know Your Customer) and 2111 (Suitability) in the Consolidated FINRA Rulebook, SR-FINRA-2010-039, at 38-40)。
- 義務の緩和のためには、プロ投資家側の積極的な行動(②の要件)が必要とされている。
  - ただし、②が満たされても①が満たされなければ義務は免除されない。

29

## 適合性考慮義務違反に基づく損害賠償請求(@連邦証券規制)

- 特定顧客適合性の考慮義務が適用されないプロ投資家については、broker-dealerの推奨行為に対する「合理的な信頼」が否定される可能性あり。
- 特定顧客適合性の考慮義務が適用される場合でも、推奨行為に対する信頼が正当か又は合理的かが個別に争われる。
  - “An investor's reliance on a broker's omission or misstatement is never justified when the “investor's conduct rises to the level of recklessness.” (*Banca Cremi, S.A. v. Alex. Brown & Sons, Inc.*, 132 F.3d 1017, 1028(4<sup>th</sup> Cir. 1997) )
  - 信頼が正当であるか否かを判断する際に、原告の金融取引に関する専門知識は重要な考慮要素となる。
  - 専門知識以外には、原告と被告の間に長期的な取引関係が存在するか、原告には関連する情報を他の手段で入手できる可能性があるか、被告は原告のfiduciaryと言えるか、被告による詐欺的行為の隠蔽、原告が詐欺的行為を発見する機会の存否、原告側の要望で取引が始まったか又は原告が取引を急がせたかどうか、不実開示が具体的か一般的かなどが挙げられており、これらが総合考慮される。

30

## 適合性考慮義務違反に基づく損害賠償請求(@連邦証券規制)

- Scierterの立証責任はプロ投資家が損害賠償請求する場合も大きな障壁となる。
- 適合性考慮義務違反の原因は、無能力、不注意又は偏った判断にある場合にはscierterは認められない。
  - Ex. 証券会社が商品の審査を適切に行っていなかった場合;証券会社の調査部門から提供された商品に関する情報を証券外務員(Registered Representative)が理解していなかった場合
- 投資家は、scierterの立証が要求されない1933年証券法17条(a)項(2)(3)違反を根拠に損害賠償請求できない。

31

## SEC & FINRAによるエンフォースメント

- プロ投資家に対しても合理的根拠適合性の考慮義務は排除されないため、その違反に対してSEC又はFINRAによるエンフォースメントが行われる可能性がある。
- SECは、1933年証券法17条(a)項(2)(3)を根拠にエンフォースメントを行うことができる。
  - 一般的に言って、SECは過失による適合性考慮義務違反(特に合理的根拠適合性)を比較的容易に認定する傾向にありそう。
- FINRAは、scierterを立証することなくエンフォースメントを行うことができる。

32

1. 詐欺行為禁止規定

1-1 Securities Act of 1933 § 17 (a), 15 U.S.C.A. § 77q

- (a) Use of interstate commerce for purpose of fraud or deceit
  - It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities (including security-based swaps) or any security-based swap agreement (as defined in section 78c(a)(78) of this title) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by use of the mails, directly or indirectly
  - (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or
  - (2) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or
  - (3) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser.

1-2 Securities Exchange Act of 1934 § 10(b), 15 U.S.C.A. § 78j(b)

- It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—
  - (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement [FNI] any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

1-3 SEC Rule 10b-5, 17 C.F.R. 240.10b-5

- It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
  - (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
  - (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
  - (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,
- in connection with the purchase or sale of any security.

2. FINRA Suitability Rule

2-1 FINRA RULES 2090. Know Your Customer

- Every member shall use reasonable diligence, in regard to the opening and maintenance of

every account, to know (and retain) the essential facts concerning every customer and concerning the authority of each person acting on behalf of such customer.

2-2 FINRA RULES 2111. Suitability

- (a) A member or an associated person must have a reasonable basis to believe that a recommended transaction or investment strategy involving a security or securities is suitable for the customer, based on the information obtained through the reasonable diligence of the member or associated person to ascertain the customer's investment profile. A customer's investment profile includes, but is not limited to, the customer's age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance, and any other information the customer may disclose to the member or associated person in connection with such recommendation.
- (b) A member or associated person fulfills the customer-specific suitability obligation for an institutional account, as defined in Rule 4.512(c), if (1) the member or associated person has a reasonable basis to believe that the institutional customer is capable of evaluating investment risks independently, both in general and with regard to particular transactions and investment strategies involving a security or securities and (2) the institutional customer affirmatively indicates that it is exercising independent judgment in evaluating the member's or associated person's recommendations. Where an institutional customer has delegated decisionmaking authority to an agent, such as an investment adviser or a bank trust department, these factors shall be applied to the agent.

2-3 FINRA Rule 2111 Supplementary Material

- .01 General Principles. Implicit in all member and associated person relationships with customers and others is the fundamental responsibility for fair dealing. Sales efforts must therefore be undertaken only on a basis that can be judged as being within the ethical standards of FINRA's rules, with particular emphasis on the requirement to deal fairly with the public. The suitability rule is fundamental to fair dealing and is intended to promote ethical sales practices and high standards of professional conduct.
- .02 Disclaimers. A member or associated person cannot disclaim any responsibilities under the suitability rule.
- .03 Recommended Strategies. The phrase "investment strategy involving a security or securities" used in this Rule is to be interpreted broadly and would include, among other things, an explicit recommendation to hold a security or securities. However, the following communications are excluded from the coverage of Rule 2111 as long as they do not include (standing alone or in combination with other communications) a recommendation of a particular security or securities:
  - (a) General financial and investment information, including (i) basic investment concepts,

- such as risk and return, diversification, dollar cost averaging, compounded return, and tax deferred investment, (ii) historic differences in the return of asset classes (e.g., equities, bonds, or cash) based on standard market indices, (iii) effects of inflation, (iv) estimates of future retirement income needs, and (v) assessment of a customer's investment profile;
- (b) Descriptive information about an employer-sponsored retirement or benefit plan, participation in the plan, the benefits of plan participation, and the investment options available under the plan;
  - (c) Asset allocation models that are (i) based on generally accepted investment theory, (ii) accompanied by disclosures of all material facts and assumptions that may affect a reasonable investor's assessment of the asset allocation model or any report generated by such model, and (iii) in compliance with Rule 2214 (Requirements for the Use of Investment Analysis Tools) if the asset allocation model is an "investment analysis tool" covered by Rule 2214; and
  - (d) Interactive investment materials that incorporate the above.
  - .04 Customer's Investment Profile. A member or associated person shall make a recommendation covered by this Rule only if, among other things, the member or associated person has sufficient information about the customer to have a reasonable basis to believe that the recommendation is suitable for that customer. The factors delineated in Rule 2111(a) regarding a customer's investment profile generally are relevant to a determination regarding whether a recommendation is suitable for a particular customer, although the level of importance of each factor may vary depending on the facts and circumstances of the particular case. A member or associated person shall use reasonable diligence to obtain and analyze all of the factors delineated in Rule 2111(a) unless the member or associated person has a reasonable basis to believe, documented with specificity, that one or more of the factors are not relevant components of a customer's investment profile in light of the facts and circumstances of the particular case.
  - .05 Components of Suitability Obligations. Rule 2111 is composed of three main obligations: reasonable-basis suitability, customer-specific suitability, and quantitative suitability.

- (a) The reasonable-basis obligation requires a member or associated person to have a reasonable basis to believe, based on reasonable diligence, that the recommendation is suitable for at least some investors. In general, what constitutes reasonable diligence will vary depending on, among other things, the complexity of and risks associated with the security or investment strategy and the member's or associated person's familiarity with the security or investment strategy. A member's or associated person's reasonable diligence must provide the member or associated person with an understanding of the potential risks

- and rewards associated with the recommended security or strategy. The lack of such an understanding when recommending a security or strategy violates the suitability rule.
- (b) The customer-specific obligation requires that a member or associated person have a reasonable basis to believe that the recommendation is suitable for a particular customer based on that customer's investment profile, as delineated in Rule 2111(a).
- (c) Quantitative suitability requires a member or associated person who has actual or de facto control over a customer account to have a reasonable basis for believing that a series of recommended transactions, even if suitable when viewed in isolation, are not excessive and unsuitable for the customer when taken together in light of the customer's investment profile, as delineated in Rule 2111(a). No single test defines excessive activity, but factors such as the turnover rate, the cost-equity ratio, and the use of in-and-out trading in a customer's account may provide a basis for a finding that a member or associated person has violated the quantitative suitability obligation.
- .06 Customer's Financial Ability. Rule 2111 prohibits a member or associated person from recommending a transaction or investment strategy involving a security or securities or the continuing purchase of a security or securities or use of an investment strategy involving a security or securities unless the member or associated person has a reasonable basis to believe that the customer has the financial ability to meet such a commitment.
- .07 Institutional Investor Exemption. Rule 2111(b) provides an exemption to customer-specific suitability regarding institutional investors if the conditions delineated in that paragraph are satisfied. With respect to having to indicate affirmatively that it is exercising independent judgment in evaluating the member's or associated person's recommendations, an institutional customer may indicate that it is exercising independent judgment on a trade-by-trade basis, on an asset-class-by-asset-class basis, or in terms of all potential transactions for its account.

2-4 FINRA RULE 4512 (c)

- (c) For purposes of this Rule, the term "institutional account" shall mean the account of:
    - (1) a bank, savings and loan association, insurance company or registered investment company;
    - (2) an investment adviser registered either with the SEC under Section 203 of the Investment Advisers Act or with a state securities commission (or any agency or office performing like functions); or
    - (3) any other person (whether a natural person, corporation, partnership, trust or otherwise) with total assets of at least \$50 million.
- 2-5 FINRA RULE 8310. Sanctions for Violation of the Rules
- (a) Imposition of Sanction
    - After compliance with the Rule 9000 Series, FINRA may impose one or more of the

following sanctions on a member or person associated with a member for each violation of the federal securities laws, rules or regulations thereunder, the rules of the Municipal Securities Rulemaking Board, or FINRA rules, or may impose one or more of the following sanctions on a member or person associated with a member for any neglect or refusal to comply with an order, direction, or decision issued under the FINRA rules:

- ◇ (1) censure a member or person associated with a member;
  - ◇ (2) impose a fine upon a member or person associated with a member;
  - ◇ (3) suspend the membership of a member or suspend the registration of a person associated with a member for a definite period or a period contingent on the performance of a particular act;
  - ◇ (4) expel a member, cancel the membership of a member, or revoke or cancel the registration of a person associated with a member;
  - ◇ (5) suspend or bar a member or person associated with a member from association with all members;
  - ◇ (6) impose a temporary or permanent cease and desist order against a member or a person associated with a member; or
  - ◇ (7) impose any other fitting sanction.
- (b) Assent to Sanction

Each party to a proceeding resulting in a sanction shall be deemed to have assented to the imposition of the sanction unless such party files a written application for appeal, review, or relief pursuant to the Rule 9000 Series.

### 3. Dodd-Frank 法以前のデリバティブ取引に関する規制関連

Gramm-Leach-Bliley Act, Pub. Law. 106-102, § 206 (b)

- (b) DEFINITION OF SWAP AGREEMENT.
  - For purposes of subsection(a)(6), the term “swap agreement” means any individually negotiated contract, agreement, warrant, note, or option that is based, in whole or in part, on the value of, any interest in, or any quantitative measure or the occurrence of any event relating to, one or more commodities, securities, currencies, interest or other rates, indices, or other assets, but does not include any other identified banking product, as defined in paragraphs (1) through (5) of subsection (a).

### 4. Dodd-Frank 法におけるデリバティブ取引の定義

4-1 Securities Act of 1933 § 2(a), 15 U.S.C.A. § 77b (a)

- (17) The terms “swap” and “security-based swap” have the same meanings as in section 1a of Title 7.
- (18) The terms “purchase” or “sale” of a security-based swap shall be deemed to mean the execution, termination (prior to its scheduled maturity date), assignment, exchange, or similar

transfer or conveyance of, or extinguishing of rights or obligations under, a security-based swap, as the context may require.

4-2 Securities Exchange Act of 1934 § 3(a) (68) (69), 15 U.S.C.A. § 78c(a) (68) (69).

### (68) Security-based swap

- (A) In general
- Except as provided in subparagraph (B), the term “security-based swap” means any agreement, contract, or transaction that—
  - (i) is a swap, as that term is defined under section 1a of the Commodity Exchange Act (without regard to paragraph (47)(B)(x) of such section); and
  - (ii) is based on—
    - ◇ (I) an index that is a narrow-based security index, including any interest therein or on the value thereof;
    - ◇ (II) a single security or loan, including any interest therein or on the value thereof; or
    - ◇ (III) the occurrence, nonoccurrence, or extent of the occurrence of an event relating to a single issuer of a security or the issuers of securities in a narrow-based security index, provided that such event directly affects the financial statements, financial condition, or financial obligations of the issuer.

### (C) Exclusions

- The term “security-based swap” does not include any agreement, contract, or transaction that meets the definition of a security-based swap only because such agreement, contract, or transaction references, is based upon, or settles through the transfer, delivery, or receipt of an exempted security under paragraph (12), as in effect on January 11, 1983, (other than any municipal security as defined in paragraph (29) as in effect on January 11, 1983, unless such agreement, contract, or transaction is of the character of, or is commonly known in the trade as, a put, call, or other option.

### (69) Swap

- The term “swap” has the same meaning as in section 1a of the Commodity Exchange Act (7 U.S.C. 1a).

4-3 Commodity Exchange Act § 1a, 7 U.S.C.A. 1a (42) (47)

### (42) Security-based swap

- The term “security-based swap” has the meaning given the term in section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)).

### (47) Swap

- (A) In general
- Except as provided in subparagraph (B), the term “swap” means any agreement, contract, or transaction—

- (i) that is a put, call, cap, floor, collar, or similar option of any kind that is for the purchase or sale, or based on the value, of 1 or more interest or other rates, currencies, commodities, securities, instruments of indebtedness, indices, quantitative measures, or other financial or economic interests or property of any kind;
- (ii) that provides for any purchase, sale, payment, or delivery (other than a dividend on an equity security) that is dependent on the occurrence, nonoccurrence, or the extent of the occurrence of an event or contingency associated with a potential financial, economic, or commercial consequence;
- (iii) that provides on an executory basis for the exchange, on a fixed or contingent basis, of 1 or more payments based on the value or level of 1 or more interest or other rates, currencies, commodities, securities, instruments of indebtedness, indices, quantitative measures, or other financial or economic interests or property of any kind, or any interest therein or based on the value thereof, and that transfers, as between the parties to the transaction, in whole or in part, the financial risk associated with a future change in any such value or level without also conveying a current or future direct or indirect ownership interest in an asset (including any enterprise or investment pool) or liability that incorporates the financial risk so transferred, including any agreement, contract, or transaction commonly known as—
  - ◇ (I) an interest rate swap;
  - ◇ (II) a rate floor;
  - ◇ (III) a rate cap;
  - ◇ (IV) a rate collar;
  - ◇ (V) a cross-currency rate swap;
  - ◇ (VI) a basis swap;
  - ◇ (VII) a currency swap;
  - ◇ (VIII) a foreign exchange swap;
  - ◇ (IX) a total return swap;
  - ◇ (X) an equity index swap;
  - ◇ (XI) an equity swap;
  - ◇ (XII) a debt index swap;
  - ◇ (XIII) a debt swap;
  - ◇ (XIV) a credit spread;
  - ◇ (XV) a credit default swap;
  - ◇ (XVI) a credit swap;
  - ◇ (XVII) a weather swap;
  - ◇ (XVIII) an energy swap;

- ◇ (XIX) a metal swap;
- ◇ (XX) an agricultural swap;
- ◇ (XXI) an emissions swap; and
- ◇ (XXII) a commodity swap;
- (iv) that is an agreement, contract, or transaction that is, or in the future becomes, commonly known to the trade as a swap;
- (v) including any security-based swap agreement which meets the definition of “swap agreement” as defined in section 206A of the Gramm-Leach-Bliley Act (15 U.S.C. 78c note) of which a material term is based on the price, yield, value, or volatility of any security or any group or index of securities, or any interest therein; or
- (vi) that is any combination or permutation of, or option on, any agreement, contract, or transaction described in any of clauses (i) through (v).
- (B) Exclusions
  - The term “swap” does not include—
    - ◇ (i) any contract of sale of a commodity for future delivery (or option on such a contract), leverage contract authorized under section 23 of this title, security futures product, or agreement, contract, or transaction described in section 2(c)(2)(C)(i) or 2(c)(2)(D)(i) of this title;
    - ◇ (ii) any sale of a nonfinancial commodity or security for deferred shipment or delivery, so long as the transaction is intended to be physically settled;
    - ◇ (iii) any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities, including any interest therein or based on the value thereof, that is subject to—
      - (I) the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77a et seq.); and
      - (II) the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a et seq.);
    - ◇ (iv) any put, call, straddle, option, or privilege relating to a foreign currency entered into on a national securities exchange registered pursuant to section 6(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78(a));
    - ◇ (v) any agreement, contract, or transaction providing for the purchase or sale of 1 or more securities on a fixed basis that is subject to—
      - (I) the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77a et seq.); and
      - (II) the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a et seq.);
    - ◇ (vi) any agreement, contract, or transaction providing for the purchase or sale of 1 or more securities on a contingent basis that is subject to the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77a et seq.) and the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a et seq.), unless the agreement, contract, or transaction predicates the purchase or sale on the

- (ii) any material incentives or conflicts of interest that the swap dealer or major swap participant may have in connection with the swap; and
  - (iii)(f) for cleared swaps, upon the request of the counterparty, receipt of the daily mark of the transaction from the appropriate derivatives clearing organization; and
    - (II) for uncleared swaps, receipt of the daily mark of the transaction from the swap dealer or the major swap participant;
  - ◇ (C) establish a duty for a swap dealer or major swap participant to communicate in a fair and balanced manner based on principles of fair dealing and good faith; and
  - ◇ (D) establish such other standards and requirements as the Commission may determine are appropriate in the public interest, for the protection of investors, or otherwise in furtherance of the purposes of this chapter.
- 5-2 Business Conduct Standards for Swap Dealers and Major Swap Participants with Counterparties** 13 CFR 23.400-
- § 23.410 Prohibition on fraud, manipulation and other abusive practices.
    - (a) It shall be unlawful for a swap dealer or major swap participant—
      - (3) To engage in any act, practice, or course of business that is fraudulent, deceptive, or manipulative.
    - (b) Affirmative defense. It shall be an affirmative defense to an alleged violation of paragraph (a)(2) or (3) of this section for failure to comply with any requirement in this subpart if a swap dealer or major swap participant establishes that the swap dealer or major swap participant:
      - (1) Did not act intentionally or recklessly in connection with such alleged violation; and
      - (2) Complied in good faith with written policies and procedures reasonably designed to meet the particular requirement that is the basis for the alleged violation.
  - § 23.431 Disclosures of material information.
    - (a) At a reasonably sufficient time prior to entering into a swap, a swap dealer or major swap participant shall disclose to any counterparty to the swap (other than a swap dealer, major swap participant, security-based swap dealer, or major security-based swap participant) material information concerning the swap in a manner reasonably designed to allow the counterparty to assess:
      - (1) The material risks of the particular swap, which may include market, credit, liquidity, foreign currency, legal, operational, and any other applicable risks;
      - (2) The material characteristics of the particular swap, which shall include the material economic terms of the swap, the terms relating to the operation of the swap, and the rights and

10

- occurrence of a bona fide contingency that might reasonably be expected to affect or be affected by the creditworthiness of a party other than a party to the agreement, contract, or transaction;
- ◇ (vii) any note, bond, or evidence of indebtedness that is a security, as defined in section 2(a)(1) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77b(a)(1));
  - ◇ (viii) any agreement, contract, or transaction that is—
    - (I) based on a security; and
    - (II) entered into directly or through an underwriter (as defined in section 2(a)(11) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77b(a)(11)) [FN4] by the issuer of such security for the purposes of raising capital, unless the agreement, contract, or transaction is entered into to manage a risk associated with capital raising;
  - ◇ (ix) any agreement, contract, or transaction a counterparty of which is a Federal Reserve bank, the Federal Government, or a Federal agency that is expressly backed by the full faith and credit of the United States; and
  - ◇ (x) any security-based swap, other than a security-based swap as described in subparagraph (D).
- 5. Dodd-Frank 法におけるデリバティブ・ディーラーの業務行為基準関連**
- 5-1 Commodity Exchange Act § 4s(h), 7 U.S.C.A. § 6s(h)**
- (1) In general
    - Each registered swap dealer and major swap participant shall conform with such business conduct standards as prescribed in paragraph (3) and as may be prescribed by the Commission by rule or regulation that relate to—
      - ◇ (A) fraud, manipulation, and other abusive practices involving swaps (including swaps that are offered but not entered into);
      - ◇ (B) diligent supervision of the business of the registered swap dealer and major swap participant;
      - ◇ (C) adherence to all applicable position limits; and
      - ◇ (D) such other matters as the Commission determines to be appropriate.
  - (3) Business conduct requirements
    - Business conduct requirements adopted by the Commission shall—
      - ◇ (A) establish a duty for a swap dealer or major swap participant to verify that any counterparty meets the eligibility standards for an eligible contract participant;
      - ◇ (B) require disclosure by the swap dealer or major swap participant to any counterparty to the transaction (other than a swap dealer, major swap participant, security-based swap dealer, or major security-based swap participant) of—
        - (i) information about the material risks and characteristics of the swap;

9

- obligations of the parties during the term of the swap; and
  - (3) The material incentives and conflicts of interest that the swap dealer or major swap participant may have in connection with a particular swap, which shall include:
    - ✧ (i) With respect to disclosure of the price of the swap, the price of the swap and the mid-market mark of the swap as set forth in paragraph (d)(2) of this section; and
    - ✧ (ii) Any compensation or other incentive from any source other than the counterparty that the swap dealer or major swap participant may receive in connection with the swap.
  - (b) Scenario Analysis. Prior to entering into a swap with a counterparty (other than a swap dealer, major swap participant, security-based swap dealer, or major security-based swap participant) that is not made available for trading, as provided in Section 2(h)(8) of the Act, on a designated contract market or swap execution facility, a swap dealer shall:
    - (1) Notify the counterparty that it can request and consult on the design of a scenario analysis to allow the counterparty to assess its potential exposure in connection with the swap;
    - (2) Upon request of the counterparty, provide a scenario analysis, which is designed in consultation with the counterparty and done over a range of assumptions, including severe downside stress scenarios that would result in a significant loss;
    - (3) Disclose all material assumptions and explain the calculation methodologies used to perform any requested scenario analysis; provided however, that the swap dealer is not required to disclose confidential, proprietary information about any model it may use to prepare the scenario analysis; and
    - (4) In designing any requested scenario analysis, consider any relevant analyses that the swap dealer undertakes for its own risk management purposes, including analyses performed as part of its “New Product Policy” specified in § 23.600(c)(3).
  - (c) Paragraphs (a) and (b) of this section shall not apply with respect to a transaction that is:
    - (1) Initiated on a designated contract market or a swap execution facility; and
    - (2) One in which the swap dealer or major swap participant does not know the identity of the counterparty to the transaction prior to execution.
  - (d) Daily mark. A swap dealer or major swap participant shall:
    - (1) For cleared swaps, notify a counterparty (other than a swap dealer, major swap participant, security-based swap dealer, or major security-based swap participant) of the counterparty’s right to receive, upon request, the daily mark from the appropriate derivatives clearing organization.
    - (2) For uncleared swaps, provide the counterparty (other than a swap dealer, major swap participant, security-based swap dealer, or major security-based swap participant) with a daily mark, which shall be the mid-market mark of the swap. The mid-market mark of the swap shall not include amounts for profit, credit reserve, hedging, funding, liquidity, or any other costs or adjustments. The daily mark shall be provided to the counterparty during the term of the swap as of the close of business or such other time as the parties agree in writing.
    - (3) For uncleared swaps, disclose to the counterparty:
      - ✧ (i) The methodology and assumptions used to prepare the daily mark and any material changes during the term of the swap; provided however, that the swap dealer or major swap participant is not required to disclose to the counterparty confidential, proprietary information about any model it may use to prepare the daily mark; and
      - ✧ (ii) Additional information concerning the daily mark to ensure a fair and balanced communication, including, as appropriate, that:
        - (A) The daily mark may not necessarily be a price at which either the counterparty or the swap dealer or major swap participant would agree to replace or terminate the swap;
        - (B) Depending upon the agreement of the parties, calls for margin may be based on considerations other than the daily mark provided to the counterparty; and
        - (C) The daily mark may not necessarily be the value of the swap that is marked on the books of the swap dealer or major swap participant.
- § 23.434 Recommendations to counterparties—institutional suitability.
- (a) A swap dealer that recommends a swap or trading strategy involving a swap to a counterparty, other than a swap dealer, major swap participant, security-based swap dealer, or major security-based swap participant, must:
    - (1) Undertake reasonable diligence to understand the potential risks and rewards associated with the recommended swap or trading strategy involving a swap; and
    - (2) Have a reasonable basis to believe that the recommended swap or trading strategy involving a swap is suitable for the counterparty. To establish a reasonable basis for a recommendation, a swap dealer must have or obtain information about the counterparty, including the counterparty’s investment profile, trading objectives, and ability to absorb



recommended swap or trading strategy involving a swap—general suitability (§ 23.434(a)(1))—and have a reasonable basis to believe that the recommended swap or trading strategy involving a swap is suitable for the counterparty—specific suitability (§ 23.434(a)(2)). To satisfy the general suitability obligation, a swap dealer must undertake reasonable diligence that will vary depending on, among other things, the complexity of and risks associated with the swap or swap trading strategy and the swap dealer's familiarity with the swap or swap trading strategy. At a minimum, a swap dealer's reasonable diligence must provide it with an understanding of the potential risks and rewards associated with the recommended swap or swap trading strategy.

- Recommendation. Whether a communication between a swap dealer and a counterparty is a recommendation will turn on the facts and circumstances of the particular situation. There are, however, certain factors the Commission will consider in reaching such a determination. The facts and circumstances determination of whether a communication is a "recommendation" requires an analysis of the content, context, and presentation of the particular communication or set of communications. The determination of whether a "recommendation" has been made, moreover, is an objective rather than a subjective inquiry. An important factor in this regard is whether, given its content, context, and manner of presentation, a particular communication from a swap dealer to a counterparty reasonably would be viewed as a "call to action," or suggestion that the counterparty enter into a swap. An analysis of the content, context, and manner of presentation of a communication requires examination of the underlying substantive information transmitted to the counterparty and consideration of any other facts and circumstances, such as any accompanying explanatory message from the swap dealer. Additionally, the more individually tailored the communication to a specific counterparty or a targeted group of counterparties about a swap, group of swaps or trading strategy involving the use of a swap, the greater the likelihood that the communication may be viewed as a "recommendation."

- Safe harbor. A swap dealer may satisfy the safe harbor requirements of § 23.434(b) to fulfill its counterparty-specific suitability duty under § 23.434(a)(2) if: (1) The swap dealer reasonably determines that the counterparty, or an agent to which the counterparty has delegated decision-making authority, is capable of independently evaluating investment risks with regard to the relevant swap or trading strategy involving a swap; (2) the counterparty or its agent represents in writing that it is

potential losses associated with the recommended swap or trading strategy involving a swap.

- (b) Safe Harbor. A swap dealer may fulfill its obligations under paragraph (a)(2) of this section with respect to a particular counterparty if:
  - (1) The swap dealer reasonably determines that the counterparty, or an agent to which the counterparty has delegated decision-making authority, is capable of independently evaluating investment risks with regard to the relevant swap or trading strategy involving a swap;
  - (2) The counterparty or its agent represents in writing that it is exercising independent judgment in evaluating the recommendations of the swap dealer with regard to the relevant swap or trading strategy involving a swap;
  - (3) The swap dealer discloses in writing that it is acting in its capacity as a counterparty and is not undertaking to assess the suitability of the swap or trading strategy involving a swap for the counterparty; and
  - (4) In the case of a counterparty that is a Special Entity, the swap dealer complies with § 23.440 where the recommendation would cause the swap dealer to act as an advisor to a Special Entity within the meaning of § 23.440(e).
- (c) A swap dealer will satisfy the requirements of paragraph (b)(1) of this section if it receives written representations, as provided in § 23.402(d), that:
  - (1) In the case of a counterparty that is not a Special Entity, the counterparty has complied in good faith with written policies and procedures that are reasonably designed to ensure that the persons responsible for evaluating the recommendation and making trading decisions on behalf of the counterparty are capable of doing so; or
  - (2) In the case of a counterparty that is a Special Entity, satisfy the terms of the safe harbor in § 23.450(d).

17 CFR Pt. 23, Subpt. H, App. A

**Appendix A—Guidance on the Application of §§ 23.434 and 23.440 for Swap Dealers That Make Recommendations to Counterparties or Special Entities**

The following provides guidance on the application of §§ 23.434 and 23.440 to swap dealers that make recommendations to counterparties or Special Entities.

**Section 23.434—Recommendations to Counterparties—Institutional Suitability**

- A swap dealer that recommends a swap or trading strategy involving a swap to a counterparty, other than a swap dealer, major swap participant, security-based swap dealer or major security-based swap participant, must undertake reasonable diligence to understand the potential risks and rewards associated with the

exercising independent judgment in evaluating the recommendations of the swap dealer; (3) the swap dealer discloses in writing that it is acting in its capacity as a counterparty and is not undertaking to assess the suitability of the recommendation; and (4) in the case of a counterparty that is a Special Entity, the swap dealer complies with § 23.440 where the recommendation would cause the swap dealer to act as an advisor to a Special Entity within the meaning of § 23.440(a).

- To reasonably determine that the counterparty, or an agent to which the counterparty has delegated decision-making authority, is capable of independently evaluating investment risks of a recommendation, the swap dealer can rely on the written representations of the counterparty, as provided in § 23.434(c). Section 23.434(c)(1) provides that a swap dealer will satisfy § 23.434(b)(1)'s requirement with respect to a counterparty other than a Special Entity if it receives representations that the counterparty has complied in good faith with the counterparty's policies and procedures that are reasonably designed to ensure that the persons responsible for evaluating the recommendation and making trading decisions on behalf of the counterparty are capable of doing so. Section § 23.434(c)(2) provides that a swap dealer will satisfy § 23.434(b)(1)'s requirement with respect to a Special Entity if it receives representations that satisfy the terms of § 23.450(d) regarding a Special Entity's qualified independent representative.
- Prong (4) of the safe harbor clarifies that § 23.434's application is broader than § 23.440—Requirements for Swap Dealers Acting as Advisors to Special Entities. Section 23.434 is triggered when a swap dealer recommends any swap or trading strategy that involves a swap to any counterparty. However, § 23.440 is limited to a swap dealer's recommendations (1) to a Special Entity (2) of swaps that are tailored to the particular needs or characteristics of the Special Entity. Thus, a swap dealer that recommends a swap to a Special Entity that is tailored to the particular needs or characteristics of the Special Entity may comply with its suitability obligation by satisfying the safe harbor in § 23.434(b); however, the swap dealer must also comply with § 23.440 in such circumstances.

## 6. その他

### 6-1 Securities Exchange Act of 1934 §9(j), 15 U.S.C.A. 15 U.S.C.A. §78i(j)

(j) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, to effect any transaction in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security-based swap, in connection with which such person

engages in any fraudulent, deceptive, or manipulative act or practice, makes any fictitious quotation, or engages in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any person. The Commission shall, for the purposes of this subsection, by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such transactions, acts, practices, and courses of business as are fraudulent, deceptive, or manipulative, and such quotations as are fictitious.

### 6-2 Commodity Exchange Act

#### § 1a(18) (47), 7 U.S.C.A. 1a(18) (47)

- (18) Eligible contract participant
- The term "eligible contract participant" means—
  - (A) acting for its own account—
    - ◇ (i) a financial institution;
    - ◇ (ii) an insurance company that is regulated by a State, or that is regulated by a foreign government and is subject to comparable regulation as determined by the Commission, including a regulated subsidiary or affiliate of such an insurance company;
  - ◇ (iii) an investment company subject to regulation under the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-1 et seq.) or a foreign person performing a similar role or function subject as such to foreign regulation (regardless of whether each investor in the investment company or the foreign person is itself an eligible contract participant);
  - ◇ (iv) a commodity pool that—
    - (I) has total assets exceeding \$5,000,000; and
    - (II) is formed and operated by a person subject to regulation under this chapter or a foreign person performing a similar role or function subject as such to foreign regulation (regardless of whether each investor in the commodity pool or the foreign person is itself an eligible contract participant) provided, however, that for purposes of section 2(c)(2)(B)(vi) of this title and section 2(c)(2)(C)(vii) of this title, the term "eligible contract participant" shall not include a commodity pool in which any participant is not otherwise an eligible contract participant;
  - ◇ (v) a corporation, partnership, proprietorship, organization, trust, or other entity—
    - (I) that has total assets exceeding \$10,000,000;
    - (II) the obligations of which under an agreement, contract, or transaction are guaranteed or otherwise supported by a letter of credit or keepwell, support, or other agreement by an entity described in subclause (I), in clause (i), (ii), (iii),

- (iv), or (vii), or in subparagraph (C); or
- (III) that—
- (aa) has a net worth exceeding \$1,000,000; and
  - (bb) enters into an agreement, contract, or transaction in connection with the conduct of the entity's business or to manage the risk associated with an asset or liability owned or incurred or reasonably likely to be owned or incurred by the entity in the conduct of the entity's business;
- ◇ (vi) an employee benefit plan subject to the Employee Retirement Income Security Act of 1974 (29 U.S.C. 1001 et seq.), a governmental employee benefit plan, or a foreign person performing a similar role or function subject as such to foreign regulation—
- (I) that has total assets exceeding \$5,000,000; or
  - (II) the investment decisions of which are made by—
    - (aa) an investment adviser or commodity trading advisor subject to regulation under the Investment Advisers Act of 1940 (15 U.S.C. 80b-1 et seq.) or this chapter;
    - (bb) a foreign person performing a similar role or function subject as such to foreign regulation;
    - (cc) a financial institution; or
    - (dd) an insurance company described in clause (i), or a regulated subsidiary or affiliate of such an insurance company;
- ◇ (vii)(I) a governmental entity (including the United States, a State, or a foreign government) or political subdivision of a governmental entity;
- (II) a multinational or supranational government entity; or
  - (III) an instrumentality, agency, or department of an entity described in subclause (I) or (II);
- except that such term does not include an entity, instrumentality, agency, or department referred to in subclause (I) or (III) of this clause unless (aa) the entity, instrumentality, agency, or department is a person described in clause (i), (ii), or (iii) of paragraph (17)(A); (bb) the entity, instrumentality, agency, or department owns and invests on a discretionary basis \$50,000,000 or more in investments; or (cc) the agreement, contract, or transaction is offered by, and entered into with, an entity that is listed in any of subclauses (I) through (VI) of section 2(c)(2)(B)(ii) of this title;
- ◇ (viii)(I) a broker or dealer subject to regulation under the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a et seq.) or a foreign person performing a similar role or function
- subject as such to foreign regulation, except that, if the broker or dealer or foreign person is a natural person or proprietorship, the broker or dealer or foreign person shall not be considered to be an eligible contract participant unless the broker or dealer or foreign person also meets the requirements of clause (v) or (xi);
- (II) an associated person of a registered broker or dealer concerning the financial or securities activities of which the registered person makes and keeps records under section 15C(b) or 17(b) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78o-5(b), 78q(h));
  - (III) an investment bank holding company (as defined in section 17(i) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78q(i)) [FN2];
- ◇ (ix) a futures commission merchant subject to regulation under this chapter or a foreign person performing a similar role or function subject as such to foreign regulation, except that, if the futures commission merchant or foreign person is a natural person or proprietorship, the futures commission merchant or foreign person shall not be considered to be an eligible contract participant unless the futures commission merchant or foreign person also meets the requirements of clause (v) or (xi);
- ◇ (x) a floor broker or floor trader subject to regulation under this chapter in connection with any transaction that takes place on or through the facilities of a registered entity (other than an electronic trading facility with respect to a significant price discovery contract) or an exempt board of trade, or any affiliate thereof, on which such person regularly trades; or
- ◇ (xi) an individual who has amounts invested on a discretionary basis, the aggregate of which is in excess of—
- (I) \$10,000,000; or
  - (II) \$5,000,000 and who enters into the agreement, contract, or transaction in order to manage the risk associated with an asset owned or liability incurred, or reasonably likely to be owned or incurred, by the individual;
- (B)(i) a person described in clause (i), (ii), (iv), (v), (viii), (ix), or (x) of subparagraph (A) or in subparagraph (C), acting as broker or performing an equivalent agency function on behalf of another person described in subparagraph (A) or (C); or
- ◇ (ii) an investment adviser subject to regulation under the Investment Advisers Act of 1940 [15 U.S.C. § 80b-1 et seq.], a commodity trading advisor subject to regulation under this chapter, a foreign person performing a similar role or function subject as such to foreign regulation, or a person described in clause (i), (ii), (iv), (v), (viii), (ix), or (x) of subparagraph (A) or in subparagraph (C), in any such case acting as

investment manager or fiduciary (but excluding a person acting as broker or performing an equivalent agency function) for another person described in subparagraph (A) or (C) and who is authorized by such person to commit such person to the transaction; or

➤ (C) any other person that the Commission determines to be eligible in light of the financial or other qualifications of the person.

§ 2(e), 7 U.S.C.A. 2(e)

- (e) Limitation on participation

- It shall be unlawful for any person, other than an eligible contract participant, to enter into a swap unless the swap is entered into on, or subject to the rules of, a board of trade designated as a contract market under section 7 of this title.

6-3 Securities Exchange Act of 1934

§ 3(a) (65), 15 U.S.C.A. § 78c(a) (65)

- (65) Eligible contract participant

- The term "eligible contract participant" has the same meaning as in section 1a of the Commodity Exchange Act (7 U.S.C. 1a).

§6(f), 15 U.S.C.A. § 78f(f)

- (f) Security-based swaps

- It shall be unlawful for any person to effect a transaction in a security-based swap with or for a person that is not an eligible contract participant, unless such transaction is effected on a national securities exchange registered pursuant to subsection (b).

日本取引所金融商品取引法研究 第1号 2015年10月

ISSN 2188-2150

---



株式会社日本取引所グループ

<http://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/index.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

---

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。