

利益相反についての説明義務違反

藤 田 寿 夫

- 一 はじめに
- 二 ドイツ法
 - I 説明義務・助言義務
 - II 2018年有価証券取引法
 - 1 一般の投資助言
 - (1) 一般的義務
 - 1) 利益遵守義務と利益相反回避義務
 - 2) 説明義務
 - a) 一般的説明義務
 - b) 費用の透明性
 - (2) 報奨授受の原則禁止
 - 2 独立報酬型投資助言
- 三 利益相反についての説明義務
 - I キックバック
 - II 内的報酬
 - III スワップ
- 四 むすび

一 はじめに

ドイツ法において、証券業者・銀行等は、投資者に対し、投資対象の特質・リスクなどの投資対象に適合した説明のほか、投資者に適合した説明

をすべきであるとされ、さらに、証券業者・銀行等が投資者と重大な利益相反の状態にある場合に、その利益相反を投資者に説明すべきであるとされるようになってきている。本稿は、このような利益相反についての説明義務を検討するものである。そこでは、金融商品取引法などの業法と私法上の民事責任との関係が問題となっており、まず、金融商品取引法など業法をめぐる現状を概観する。

わが国の金融商品取引法を見てみると、金融商品取引業者等は、顧客に対し誠実公正義務を負う（金商法 36 条 1 項）。また、金融商品取引業者等は広告に「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対価」を表示しなければならず（金商法 37 条 1 項 3 号、同施行令 16 条 1 項 1 号、金商業等府令 74 条）、契約締結前交付書面につき「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」を表示しなければならないとしている（金商法 37 条の 3 第 1 項 4 号、金商業等府令 81 条）。

ところが、サブプライムローン問題やリーマン・ショック後、EU によって公表された 2014 年第 2 次金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive II, MiFID II）やアメリカ・イギリスの動向を踏まえて、2017 年 3 月 30 日に金融庁は、「顧客本位の業務運営に関する原則」⁽¹⁾を公表した。その原則 2 は、「金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。」とする。その原則 3 は、「金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、」販売会社が、金融商品の顧客への販売・推奨等に伴って、当該商品の提供会社から、販売委託手数料等の支払を受ける場合や、販売会社が、同一グループに属する別の会社

(1) 上柳敏郎他『新・金融商品取引法ハンドブック第 4 版』（日本評論社、2018 年）384 頁以下参照。

から提供を受けた商品を販売・推奨等する場合など、「利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。」とする。そして、原則4は、「金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。」とし、原則5は、「金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則4に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。」とする。その「重要な事情」とは、「顧客に販売・推奨等を行う金融商品・サービスについて、顧客との利益相反の可能性がある場合には、その具体的内容（第三者から受け取る手数料等を含む）及びこれが取引又は業務に及ぼす影響」などとする。

「顧客本位の業務運営に関する原則」作成の背景としては、EUにおいて投資家保護の強化と金融市場の透明性向上のための上記2014年6月12日第2次金融商品市場指令があり、同指令はEU諸国において国内法化され2018年1月3日に施行された。同指令24条1項は、投資業者がその顧客の最善の利益に従って誠実に、公正にそして専門的に行動すべきとする。利益相反に関する同指令23条は、1項で投資業者はその従業員、提携エージェント等と顧客との間の利益相反を特定し、回避又は管理するために適切な措置を取るべきとし、その2項は、それらの措置が不十分である場合には、投資業者は顧客に利益相反の一般的性質や発生源等を開示しなければならないとする。同指令24条3項4項により、投資業者にはすべての手数料の開示が求められる。24条7項(b)は、独立アドバイザーと称する者が顧客以外の第三者から支払われたあらゆる手数料、報酬、金銭的利益・非金銭的利益を原則として受領してはならないとし、同条8項は、投資業者が裁量運用をする場合は、顧客以外の第三者から支払われた手数料、報酬、金銭的利益・非金銭的利益を原則として受領してはならないとする。投資業者が、当該顧客の資産の運用に関して顧客以外の第三者から利益を

受領すると、投資業者は顧客の最善の利益のためではなく、第三者から受ける利益を優先し利益相反に陥りやすく顧客に対する誠実義務に違反しやすいからであり、その支払（給付）の存在、性質、金額（又は計算方法）を顧客に開示することが義務付けられる（指令 24 条 9 項参照）。

本稿は、利益相反についての説明義務違反を検討するため、まず、MiFID II を国内法化したドイツの 2018 年有価証券取引法に関連してドイツ法の説明義務・助言義務を検討する。次に、利益相反についての説明義務違反を具体的に検討するため、キックバック、内的報酬、スワップ契約に関するドイツの判例とわが国の判例を検討する。最後に、以上の検討のまとめをする。⁽²⁾

二 ドイツ法

I 説明義務・助言義務

問屋契約においては、事務処理者は第三者から委託者の利益を守る利益遵守義務（Interessenwahrungspflicht, HGB 384 条 1 項）を負う。問屋契約に関する交渉段階において、問屋は委託者に対し商慣行又は信義則上の説明・警告義務を義務づけられる。投資仲介（Vermittlung）における事実の説明とは異なり、投資助言（Beratung）は、単なる説明を超え、顧客の投資目的を顧慮しての情報の分析評価や推奨を含むものであり、ドイツの判例によれば投資助言契約（BGB 675 条 1 項）に基づいて投資仲介者の助言義務（投資家適合的助言および投資対象適合的助言）が発生するとされる。⁽³⁾ すなわち、投資希望者が銀行に来て、⁽⁴⁾ 相応しい投資決定のため銀行と

(2) 仲介者の説明義務につき、拙著『表示責任と債権法改正－表示責任論研究序説』成文堂 2018 年 145 頁以下、329 頁以下、拙著『表示責任と契約法理』日本評論社 1994 年 208 頁以下、231 頁以下、252 頁以下、289 頁以下参照。

(3) Zoller, Die Haftung bei Kapitalanlage, 4. Aufl., S. 6 ff., S. 119 ff.; BeckOGK/Buck-Heeb/Lang, 1. 7. 2019. BGB § 675 Rn. 393 ff.

(4) ドイツでは、ユニバーサル・バンク・システムの下で証券業務を営む銀行がある。

の関係やその専門知識を求めていると銀行に認識させるとき、当該顧客は助言契約締結のための推断的申込をなし、銀行が投資情報を提供すると、そこには当該銀行の承諾があるとする。投資に関する銀行からの情報が意思表示か、観念の通知かは、意思表示の解釈に関するドイツ民法 133 条 157 条によれば、顧客の立場にいる客観的観察者が銀行の法的拘束意思があると考えてよいかどうかにより定められる。助言契約に基づき銀行は、顧客に対して誠実義務や、利益遵守義務を負い、顧客の利益だけ遵守して推奨する義務を引き受けている。それゆえ、助言する銀行は、顧客利益を危殆化し助言目的を疑わしくさせるような利益相反を回避するか、もしくは、当該利益相反を開示しなければならない。助言が有償であれば、ドイツの通説は有償の事務処理契約（BGB 675 条 1 項）を認め、無償であれば委任（BGB 662 条）があるとする。⁽⁵⁾

ドイツの判例は、投資仲介者について説明義務のほか、助言契約に基づき助言義務を認めていたが、顧客と取引関係にあった銀行について助言契約に基づき助言義務を認める判例が現れた。すなわち、Bond 判決と言われるドイツ連邦通常裁判所 BGH 1993 年 7 月 6 日判決（BGHZ 123, 126）⁽⁶⁾では、定期預金が満期となり、再投資先を求める顧客（年金生活者）に対

(5) Jordans, BKR 2011, S. 456 ff.; Sethe, Treuepflichten der Banken bei der Vermögensanlage, AcP 212, S. 92 ff.; MüKoHGB/Häuser, 4. Aufl. 2018, § 384, Rn. 19 ff.; Oechler, Vertragliche Schuldverhältnisse, 2. Aufl. 2017, Rn. 1276 ff.. 銀行が推奨して顧客と売買契約を締結した場合に瑕疵担保責任との競合問題を避けるため、ドイツの判例は、助言契約構成を採用しているとされている。

(6) Jordans, Aufklärungspflichten über Einnahmen aus dem Vertrieb von Finanzprodukten, BKR 2011, S. 457; Nassall, Die Rechtsprechung des BGH zur Haftung des freien Anlageberaters, NJW 2011, 2323 ff.. 川地宏行「ドイツにおける投資勧誘者の説明義務違反について」三重法 13 巻 1 号 1995 年 85 頁以下、角田美穂子『適合性原則と私法理論の交錯』商事法務 2014 年 184 頁、伊藤雄司「ドイツにおける投資者保護—第 2 次金融市場指令を受けた近年の有価証券取引法の改正を中心として」資本市場研究会編『企業法制の将来展望・2019 年度版』2018 年、238 頁以下参照。それ以前の判例との関係につき、上記の Nassall, NJW 2011, S. 2323 ff. や今西康人「ドイツにおける契約締結上の過失責任理論の展開（二）」六甲台論集 28 巻 3 号 60 頁以下、山下友信「証券会社の投資勧誘」龍田節・神崎克郎編『証券取引法大系』商事法務 1986 年 330 頁以下参照。

し銀行がオーストラリアの会社の社債の購入を推奨したが、社債が無価値となった場合に黙示的な助言契約の成立を認め、投資者の状況に見合った投資者適合的助言と、投資対象の特質・リスク等についての投資対象適合的助言をしなければならないとする。

助言義務の発生根拠につき、判例の黙示的な助言契約説に対し、保護義務説がある⁽⁷⁾。また、下記のキックバック①判決のように、投資信託等の財産管理契約 (Vermögensverwaltungsvertrag) の契約締結段階においては、委託者と財産管理者との間に事務処理契約関係が成立することになるので、助言契約ではなく、契約締結上の過失が問題となるとされる⁽⁸⁾。

II 2018 年有価証券取引法

MiFID II の国内法化により、2018 年 1 月 3 日から 2018 年有価証券取引法が施行された。利益相反防止のため、同法 64 条 5 項第 2 文により独立報酬型投資助言者が顧客以外から報奨を受け取ることは禁止され、同法 64 条 7 項により金融ポートフォリオ管理を提供する投資サービス業者は原則として顧客以外から報奨を受け取ることは禁止されることとなった。また、サービスと金融商品に関する費用と付随費用に関する情報提供により、顧客にとっての費用の透明性が求められることとなった (同法 63 条 7 項 3 文 2 号、70 条 4 項)。

しかし、これらは、業法にとどまり、私法上の説明義務について直接規律するものではないとされている。むしろ、業法規定を顧慮するドイツ連邦通常裁判所の判例をみれば、助言者と顧客との契約関係にとって重要であるのは、判例により具体化された説明義務と助言義務であるとされている⁽⁹⁾。

(7) Krüger, NJW 2013, 1845; Canaris, Bankvertragsrecht, Rn. 12 ff. など。

(8) Krämer, Bankhaftung im Bereich der Vermögensverwaltung, in: Festschrift für Gerd Nobbe zum 65. Geburtstag, Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln 2009, S. 619 ff.; Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl., Beck 2016, S. 454 ff..

1 一般の投資助言

(1) 一般的義務

1) 利益遵守義務と利益相反回避義務

2009年有価証券取引法31条1項1号の利益遵守義務は、2018年有価証券取引法63条1項に規定された。同法63条1項は、「投資サービス業者は、顧客の最善の利益のために誠実に、公正かつ専門的に投資サービスおよび付随的投資サービスを提供する義務を負う。」と規定している。

2009年有価証券取引法31条1項2号の利益相反回避義務は、2018年有価証券取引法63条2項に規定された。同法63条2項は、「投資サービス業者は、顧客の利益を侵害するリスクが回避されることを合理的に担保するために80条1項2文2号による組織上の措置が十分でない限りでは、利益相反の一般的な性質および原因、顧客利益を侵害するリスクを制限するために取られた手順を顧客に明確に説明したうえで顧客のための取引を実行しなければならない。」と規定している。そして、同法80条1項2文2号は、「投資サービス業者（その従業員、その仲介者、そのコントロール下の者）と顧客との間での（投資サービス、投資付随サービス、またはそれらの組み合わせの提供に際しての）利益相反を認識し回避するか、または、規律するために適切な措置を取らなければならない。これには、第三者からの報奨（誘導的利益供与、Zuwendung）による利益相反、および、投資サービス業者自身の報酬構造またはその他のインセンティブ構造による利益相反も含まれ

(9) Häuser, MüKoHGB, 2018, § 384, Rn. 19 ff.; Grundmann, Das grundlegend Reformierte Wertpapierhandelsgesetz – Umsetzung von MiFID II, ZBB 2018, S. 1 ff.; Jordans, Aktueller Überblick über die Aufklärungspflichten über Einnahmen aus dem Vertrieb von Finanzprodukten, BKR 2019, S. 498 ff.; Buck-Heeb/Poelzig, Die Verhaltenspflichten (§ 63 ff. WpHG n. F.) nach dem 2. FiMaNoG-Inhalt und Durchsetzung, BKR 2017, S. 485 ff.; Koller, Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 63 ff. WpHG; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 10. Aufl. 2019, S. 269 ff.; Mansen, Die neuen Anlageberatungsregelungen der MiFID II, Duncker 2018, S. 29 ff., S. 87. 2018年有価証券取引法について、伊藤雄司「ドイツにおける投資者保護 – 第2次金融市場指令を受けた近年の有価証券取引法の改正を中心として」資本市場研究会編『企業法制の将来展望・2019年度版』2018年、235頁以下参照。以下でもこれらを参照した。

る。」と規定している。

2) 説明義務

a) 一般的説明義務

2009 年有価証券取引法 31 条 2 項第 1 文と同じく 2018 年有価証券取引法 63 条 6 項第 1 文第 2 文は、「マーケティング広告資料を含め、投資サービス業者が顧客に提供するすべての情報は、正しく明確で誤解を招かないものでなければならない。マーケティング広告資料は、明確に広告と認識できる必要がある。」と規定する。これまで通り 2018 年からもこの顧客の「誤解」につき、平均的投資者の見え方が問題である。

2009 年有価証券取引法 31 条 3 項第 1 文と同じく、2018 年有価証券取引法 63 条 7 項 1 文前半は、「投資サービス業者は、顧客が（勧誘されようとしている又は顧客の求めている）金融商品又はサービス給付のリスクと特質を合理的判断によって理解し、これに基づき投資決定ができるために必要な、（当該投資サービス業者およびそのサービス給付について、金融商品および顧客に提案される投資戦略について、業務が提供される場所について、）…適切な情報を適時に分かりやすく顧客が利用できるようにする義務を負う。」と規定する。その際、必要であるのは、金融商品のその都度のタイプに関しての抽象的な情報、つまり、その都度の投資形態についての説明である。その情報提供は、顧客が金融商品の特殊のリスクを理解するために役立つべきである。情報提供は契約締結前になされなければならない。

b) 費用の透明性

2018 年有価証券取引法 63 条 7 項は、費用が顧客にとって透明であることを求める。同法 63 条 7 項 1 文後半は、「投資サービス業者は、顧客が（勧誘されようとしている又は顧客の求めている）金融商品又はサービス給付のリスクと特質を合理的判断によって理解し、これに基づき投資決定ができるために必要な…費用および付随費用すべてについて適切な情報を適時に

分かりやすく顧客が利用できるようにする義務を負う」と規定する。費用および付随費用とは、金融商品の費用、及び、助言費用を含む（付随）サービス給付の費用・附随費用である（同法 63 条 7 項 3 文 2 号）。この情報提供によって、全費用と、投資の収益性への費用の累積的影響を顧客が理解できるようにするためである（同法 63 条 7 項 4 文）。顧客の要求に応じて、投資サービス業者は、項目ごとに分類されたリストを提供する必要があるとする（同法 63 条 7 項 5 文）。

（2）報奨授受の原則禁止

2018 年有価証券取引法 70 条 2 項（2009 年有価証券取引法 31 d 条 2 項）によれば、報奨（Zuwendung）とは、投資サービス業者がそのサービス給付に関連して第三者から受け取る報酬、手数料、その他の金銭的給付、非金銭的利益である。2018 年有価証券取引法 70 条 1 項は、投資サービス業者は、証券業務または証券付随業務の提供に関連して当該取引の顧客でない第三者、顧客から委託されていない第三者から報奨を受け又はそのような第三者に報奨を授与してはならないと規定している。報奨が、投資サービス業者と顧客との利益相反を生じさせるからである。

ただし、投資サービス業者は、以下の場合には、報奨を授受することができるとする。

- 1) 報奨が、顧客のためになされるサービス給付の質を向上させるものと解され、かつ、2018 年有価証券取引法 63 条 1 項にいう顧客の最善の利益でのサービス給付の本旨提供に矛盾しないこと、かつ、
- 2) 報奨があること、その種類、大きさ（なお未定の場合は算定の種類・方法）が、（付随）サービス給付の提供前に顧客に対し包括的、適切に分かりやすく誤解されないように開示されること（2018 年有価証券取引法 70 条 1 項第 1 文）。

報奨が開示され、報奨すべてが顧客のためのサービス給付の質を向上させると立証されると、報奨を授受することができる（2018 年有価証券取

引法 70 条 1 項第 2 文)。

2 独立報酬型投資助言

EU の第 2 次金融商品市場指令は、独立アドバイザー規制を導入した。これはドイツの 2013 年 7 月の報酬型投資助言法 (Honoraranlageberatungsgesetz) によって報酬型投資助言として導入され、2014 年 8 月 1 日から施行されている。2018 年有価証券取引法からは、報酬型投資助言は、「独立報酬型投資助言 (Unabhängige Honorar-Anlageberatung)」と呼ばれている。

2018 年有価証券取引法 64 条 1 項によれば、投資サービス業者は、1) 独立報酬型投資助言をするかどうか、2) 投資助言が様々な種類の金融商品の広範囲な分析に基づいているか、どちらかと言えば限定された分析に基づいているか、特に、投資サービス業者と密接な関係にある発行者・提供者の金融商品や、投資助言の独立性が危うくなる恐れがあるほど投資サービス業者とその他の法的・経済的に密接な関係にある発行者・提供者の金融商品に限定されているかどうか、3) 投資サービス業者は、顧客が金融商品の適合性を判断できるようにするかどうか、を助言開始前に適時に説明しなければならない。

独立報酬型投資助言をする者は、顧客からのみ報酬を受け取り、原則として第三者からの金銭的利益は認められず、第三者から支払われた金銭的利益を顧客に通知する必要があるとする。そして、第三者から受け取った金銭的給付は顧客に渡される。また、業者自身が発行・提供する金融商品や、助言の独立性が脅かされるほど密接な法的・経済的關係にある発行者・提供者の金融商品に限定されておらず、市場で入手可能な金融商品を助言にあたって考慮することが必要であるとする (2018 年有価証券取引法 64 条 5 項)。

投資助言の独立性を侵害する危険があるほど密接な法的・経済的關係にある発行者・提供者の金融商品や、業者自身が発行者・提供者である金融商品を推奨する場合には、その事実を推奨前に適時に分かりやすく開示す

べきであるとする（同法 64 条 6 項）。すなわち、1）業者自身が金融商品の発行者・提供者であるとの事実、2）発行者・提供者との密接な関係の存在、またはその他の密接な経済的結合の存在、3）当該取引締結についての業者自身の利潤獲得利益の存在、または、業者と密接な関係にある発行者・提供者もしくは業者と経済的に結合した発行者・提供者の利益の存在について推奨前に適時に分かりやすく開示すべきであるとする。

さらに、同法 64 条 4 項では、個人顧客（リテール顧客）が、推奨される金融商品が顧客に適合するものであるかどうか判断できるように、契約締結前に推奨の適合性に関する説明書（適合性説明書 *Geeignetheitserklärung*）を提供しなければならないとする。その適合性説明書は、助言の内容を示したうえで、その助言が顧客の選好、投資目的、およびその他の特性にどのように合致しているのかについて説明しなければならないとする（同法 64 条 4 項 1 文 2 文）。

なお、独立報酬型投資助言者を含む一般の投資サービス業者は、同法 64 条 3 項 1 文によれば、顧客に適合した金融商品・サービス、特に、顧客のリスク耐性（*Risikotoleranz*）と損失負担能力に適合した金融商品・サービスを推奨することができるために必要な顧客情報、すなわち、顧客から、特定の種類の金融商品・サービスの取引に関する顧客の知識・経験、損失負担能力を含む顧客の財務状況、顧客のリスク耐性を含む顧客の投資目的に関するすべての情報を入手しなければならないとする。投資サービス業者は、同法 64 条 3 項 2 文によれば、入手した顧客情報により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、入手した顧客情報により顧客に適合する金融ポートフォリオ管理取引のみをすることができる。

さらに、独立報酬型投資助言者は、顧客に対し、上述した投資業者の一般的行為義務を負う。

三 利益相反についての説明義務

一般に投資サービス業者の利益獲得意思は重大な利益相反とはならず、それゆえ、その説明義務はないとされる。BGH の判例によれば、自身が組成した投資商品を推奨して直接に顧客に販売する証券会社・銀行などの投資サービス業者は、原則として、当該商品によって自身が利益を得ることを顧客に説明する義務を負わない。当該商品によって投資サービス業者が利益を得ることは、顧客にとって明らかなからである。但し、特別の事情があり、第三者から報奨を得て第三者が発行又は販売する金融商品を銀行が助言し顧客に推奨することが重大な利益相反となる場合には、銀行が顧客に対して負う（顧客の）利益遵守義務から重大な利益相反は開示される必要がある。この重大な利益相反は、助言する投資サービス業者が説明しなければ顧客は認識することができないからである。また、投資サービス業者の重大な利益相反は、自身や、密接な関係にある投資サービス業者が組成・販売する投資商品を推奨して顧客に販売する場合にもありうる⁽¹⁰⁾とする。

I キックバック

投資運用会社の発行プレミアムや、管理費・販売費等の明示された手数料から投資助言者が隠された販売報酬としてキックバックを受けて、重大な利益相反が生じるが、顧客は投資助言者の中立性を信じたままであることがある。投資者が販売目論見書等に明示された報酬・手数料等通りの受取を信じ、助言した銀行にキックバックされることを知らないとき、利益相反が隠される危険がキックバックにはある。報酬・管理費・手数料等の記載を信じる投資者の危殆化が問題である。⁽¹¹⁾

(10) Sethe, Die Zulässigkeit von Zuwendungen bei Wertpapierdienstleistungen, in : Festschrift für Gerd Nobbe, Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln 2009, S. 773 ff. ; Balzer/Lang, BKR 2014, S. 377 ff.

① ドイツ連邦通常裁判所 BGH2000年12月19日民事11部判決
(BGHZ 146, 209)

顧客から委託された財産管理人E社は、顧客に対し投資助言義務があるにもかかわらず、受託銀行Yと協力契約を結び、E社は、顧客を代理して顧客の計算でオプション取引をし、当該有価証券取引からの取引報酬及び管理費の3分の1を財産管理人E社が得る報酬合意をした。

(判旨)

受託銀行は、財産管理者との報酬合意によって、財産管理者が銀行取引の選択でもその本数・規模でも顧客の利益だけでなく財産管理者自身のできるだけ高額な報酬という自己利益も顧慮するようにさせる。財産管理者に販売費および管理費をキックバックする受託銀行は、財産管理者の提案した証券取引の締結前に、キックバックがあることで財産管理者が顧客利益を危険にさらすことを顧客に説明しなければならない。受託銀行が説明しないならば、顧客は受託銀行に対し、契約締結上の過失により、説明がないことによって顧客が被った全損害（顧客Xが受託銀行に支払い、財産管理者にキックバックされた販売費と管理費を含む）の賠償を求めることができる。

投資取引の当事者が負う説明義務は、通常、意図された取引の全結果に向けられている。投資取引の当事者は、義務違反をして相手に投資決定をさせたとき、不利な投資決定と結びついた損害すべてについて責めがある。本件において、受託銀行は、E社を介した多数の投資取引の当事者として予定されていた。報酬分配合意についての説明義務は、財産管理者が報酬稼ぎをする危険を妨げる目的をも有する。

財産管理者が顧客に隠れて顧客の受託銀行に販売費と管理費のキック

(11) Jardans, BKR 2011, S. 456 ff.; Sethe, in: Festschrift für Gerd Nobbe, Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln 2009, S. 773 ff.; Buck-Heeb/Lang, Beck-OGK, BGB § 675, Entgeltliche Geschäftsbesorgung, Rn. 410 ff.; Ludwig/Clouth, Die Rechtsprechung des BGH zu "schwerwiegenden Interessenkonflikten" von (anlage-)beratenden Kreditinstituten, NZG 2015, S. 1371.

バックを約束させたことは、財産管理者の評価にとって重要な意味がある。そのような財産管理者の行為態様は、特に繊細な（信託的）財産管理の領域では必要な、管理者の誠実性への信頼の基礎を侵害する重大な誠実違反を含んでいる。報酬分配合意についての説明義務は、財産管理者の事務処理を顧客が求めるか否か具体的に決定できるようにする目的も有する。受託銀行が報酬合意の説明をしていれば、顧客がE社に自己の財産の管理を委託せず、そのことによって生じた損失を回避していたならば、受託銀行は全損害の賠償を義務づけられよう。

(評価)

本件では、財産管理者の重大な利益相反の開示義務だけではなく、（信託的）財産管理人と報酬合意をした受託銀行の重大な利益相反の開示義務が認められた。⁽¹²⁾

② ドイツ連邦通常裁判所 BGH2006年12月19日民事11部判決 (BGHZ 201, 310)⁽¹³⁾

銀行が顧客に資本投資について助言し、株式ファンドのファンド持分について推奨し、銀行は、株式ファンドの得た発行プレミアムと年の管理費からキックバックを受けた。銀行は、株式ファンドからのキックバックについては顧客に説明していなかった。

大幅な株式相場の下落ののち、顧客は、キックバックについて説明され

(12) Sethe, in: Festschrift für Gerd Nobbe, 2009, S. 778-780; Krämer, Bankhaftung im Bereich der Vermögensverwaltung, in: Festschrift für Gerd Nobbe, Köln 2009, S. 627; Lang/Balzer, Die Rechtsprechung des XI. Zivilsenats zum Wertpapierhandelsrecht, in: Festschrift für Gerd Nobbe, 2009, S. 670 f.; Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl., Beck 2016, S. 454 ff.; Mansen, a. a. O., S. 73 f.

(13) Sethe, in: Festschrift für Gerd Nobbe, Köln 2009, S. 780 ff.; Lang/Balzer, Die Rechtsprechung des XI. Zivilsenats zum Wertpapierhandelsrecht, in: Festschrift für Gerd Nobbe, 2009, S. 671 ff.; Krämer, Bankhaftung im Bereich der Vermögensverwaltung, in: Festschrift für Gerd Nobbe, Köln 2009, S. 627. 山下友信「投資取引と証券業者等の利益相反についての説明義務」早川勝・神作裕之他編『ドイツ会社法・資本市場法研究』中央経済社2016年、8頁以下参照。

ていれば、本件ファンド持分に投資しなかったとして銀行に対し損害賠償を請求した。

(判旨)

ファンド持分を推奨する銀行は、ファンド会社の発行プレミアムおよび管理費からのキックバックを受けたこと、および、その額を説明せねばならない。キックバックの説明は、キックバックがあることによる銀行の利益相反（有価証券取引法31条1項2号）を顧客に開示するために不可欠である。キックバックの説明によって初めて、顧客には、銀行自身が売上について有している利益を評価することができ、特定の商品から銀行自身が利益を得るためだけに銀行がその商品を推奨するのかを判断できる地位に置かれる。できるだけ高額のカックバックを受けるために、少なくとも銀行自身の利益においても銀行が顧客に助言をする具体的危険がある。

それゆえ、顧客には、キックバックの大きさに関する説明が必要である。そのことを知らないでは、顧客が推奨されたファンド持分を取得することについての銀行の利益と、それと結びついた顧客利益の危殆化について正しく顧客は評価することができない。

③ ドイツ連邦通常裁判所 BGH2009年1月20日民事11部決定（BGH NJW 2009, 1416）

顧客Xは、Y銀行の従業員に勧められ、50,000ユーロ払ってメディア・ファンドCの持分を取得していたが、当該持分を11,350ユーロで売却せざるを得なくなった。

(判旨)

BGHZ 170, 226, 234f. Tz. 22f. は、銀行によるメディア・ファンドの販売にも適用できることが正しい。キックバックの開示では、問題は顧客に危殆化状況が発生するかどうかである。したがって、キックバックについて顧客に説明すべきである。アドバイザーが株式ファンドとメディア・ファンドのどちらを販売しているかに違いはない。開示を必要とする利益

相反はどちらの場合も同じである。BGHZ 170, 226, 234f. Tz. 23 は、利益相反回避義務に関連してドイツ有価証券法 31 条 1 項 2 号に言及するが、利益相反に関する BGH 民事 11 部の当該コメントはドイツ有価証券法の範囲に限定されない。一般市民法によって認められる利益相反を回避する一般原則が、ドイツ有価証券法 31 条 1 項 2 号では有価証券取引の分野における規制目的のため規律されたに過ぎない。

助言契約に基づいて、Y 銀行は顧客 X に、ファンド C からファンド持分の仲介のためにプレミアム全額を受け取ったことを X に説明する義務があった。その後、Y 銀行の助言担当者は、投資者にファンド C への参加を勧める非常に重要な動機があった。Y 銀行は、このことおよびこれと結びつく利益相反について、助言の過程で X に説明する必要がある。これにより、X は Y 銀行の販売への関心を評価し、Y 銀行と Y の助言担当者が Y 銀行の稼ぎのためにのみ当該ファンドへの参加を推奨したかどうかを評価できるようになる。これは、本件ではなおさら当てはまる。Y 銀行が、引受のために投資資本のさらに 3% の報酬を受け取ったこと及びファンド C から 100,000 ユーロの追加仲介手数料が支払われたことにより、利益相反がさらに増大したためである。この強められたインセンティブシステムの結果として、顧客の利益のために提供される投資家に適合した助言及び投資対象に適合した助言が提供されない、または不十分に提供されるという増大した危険があった。

(評価)

本判決は、ドイツ有価証券法の適用範囲外にある金融商品の販売の場合にも利益相反の説明義務は認められるという。なぜなら、この場合にも、利益相反を回避する一般私法上の義務が問題であるからであるという。

④ ドイツ連邦通常裁判所 BGH2011 年 3 月 9 日民事 11 部決定 (BGH WM 2011, 925)

投資者 A は、預金約 5 万ユーロを投資したいと取引銀行 Y のところへ行

く。Aに対し、銀行Yの従業員は、Vが営業する2つのメディア・ファンドの持分を取得するよう助言した。Aは両ファンドの持分を取得したが、ファンドの業務執行者がファンドの資産を横領し、損害を被った。銀行Yは、AがVに支払った発行プレミアムから（販売目論見書からは分からない）キックバックを得ていた。Aは助言した銀行Yに対し、Vに支払った全金額の賠償を求めた。

（判旨）

上記②BGH 2006年12月19日民事11部判決を引用して、「説明義務あるキックバックとは、内的報酬のように投資された資産からではなく、管理費や発行プレミアムのような、公に開示された手数料から支払われる（ふつう売上に比例する）手数料であって、投資者には、当該投資の本来の価値について誤認させるものではないが、助言する銀行への当該手数料の逆流は開示されず投資者の背後でなされ、それゆえ、助言する銀行が当該投資を推奨することに持つ特別の利益を投資者が認識できない。…本件でキックバックについて必要な説明はなされていない。…Y銀行が販売目論見書に記載された販売報酬又は発行プレミアムの受領者であることは、販売目論見書（Verkaufsprospekt）からは分からない。販売目論見書からは、むしろ明示的にファンド会社とその受領者とみられる。Y銀行がファンド会社から販売報酬の一部を受け取ることは、販売目論見書のどこからも分からない。…いずれにせよ、どれだけの額のキックバックがY銀行に逆流するかは、販売目論見書からは分からない。BGH 2006年12月19日の民事11部判決によれば、特にキックバックの額も照会なしに銀行は開示しなければならない。」と判示した。

（評価）

このように、ドイツ連邦通常裁判所は、内的報酬とキックバックを区別する。

説明義務あるキックバックとは、内的報酬のように投資された資産からではなく、管理費や発行プレミアムのような、公に開示された手数料・報

酬から支払われる（ふつう売上に比例する）手数料・報酬であって、投資者には、当該投資の本来の価値について誤認させるものではない。助言する銀行への当該手数料・報酬の逆流は開示されず投資者の背後でなされ、それゆえ、助言する銀行が当該投資を推奨することに持つ特別の利益を投資者が認識できない。つまり、投資運用業者から投資助言者へのキックバックは投資者に隠されている。投資者が助言した銀行にキックバックされることを知らないとき、利益相反が隠される危険がキックバックにはある。それゆえ、投資者にとっての透明性原則が問題である。顧客の視点からは投資助言者が当該投資取引で投資運用業者と共稼ぎするかどうかは重要である。当該投資取引を成立させて儲けたいとのゆがめられた投資推奨ではなく、利益に適合した中立な助言に投資者は価値を置く。助言する銀行への当該手数料の逆流による特別の利益を開示しないことは、重大な誠実義務違反である。その際、キックバックの額も開示されなければならない。⁽¹⁴⁾ それらは目論見書等から分かなければならない。

⑤ ドイツ連邦通常裁判所 BGH2013 年 9 月 24 日民事 11 部決定 (BGH NJW 2013, 3574)

銀行が顧客に証券購入を助言し、証券の購入を委託された問屋としての銀行が、証券の発行者からも販売手数料を得ており、二重報酬が問題となったケースである。

(判旨)

顧客から証券買付委託を受けた問屋として、推奨した証券の調達報酬を顧客に請求する助言銀行は、証券の発行者からの販売手数料を顧客に説明しなければならない。買付問屋である助言銀行が推奨証券の発行者からも

(14) Häuser, MüKoHGB, § 384, Rn. 23 ff.; Buck-Heeb/Lang, Beck-OGK, BGB § 675, Entgeltliche Geschäftsbesorgung, Rn. 410 ff.; Jordans, BKR 2011, S. 457 ff.; Jordans, BKR 2015, S. 313 ff.; Oechsler, Vertragliche Schuldverhältnisse, 2. Aufl., 2017, Rn. 1294 ff.

販売手数料を受け取った場合、つまり、銀行が顧客からも証券発行者からも両方から報酬が支払われた場合は、重大な利益相反が生じている。二重の報酬について何も知らない顧客は、銀行の証券販売に対する特別の売上利益を隠されたままである。したがって、銀行が委託者でない第三者から報酬を得ているという理由だけで、銀行が特定の証券を顧客に推薦したかどうかを委託者として顧客が判断することはできない。銀行が顧客の利益においてのみ投資提案を行うだけでなく、少なくとも報酬を獲得する自己利益でも推奨するという具体的なリスクがある、と判示した。

（評価）

本件においても、銀行がなす助言の中立性への顧客の誤認は、利益相反⁽¹⁵⁾についての説明がなければ解消されないからである。

⑥ ドイツ連邦通常裁判所 BGH2014 年 7 月 1 日民事 11 部判決（BGH WM 2014, 1621）

生命保険契約の仲介における報酬は、利益マージンであるので、報酬についての説明義務はない、と判示した。

⑦ わが国の判例—①東京高判平成 29 年 4 月 26 日判時 2370 号 74 頁⁽¹⁶⁾

信託型ベトナム未公開株式ファンドは、ベトナムの経済及び有価証券市場の発展により値上がりが期待されるベトナム国内の未公開株式や上場予定の株式等へ投資し、中長期的な値上がり益を享受することを目的とするとされていた。同ファンドにおいては、信託約款に基づき合同運用特定金銭信託として組成される信託の受託者 Y₁ 信託が、投資家である各委託者から信託を受けた金銭の 85% を運用金として、Y₁ を匿名組合員、主として Y₂ 投資顧問による投資助言に基づいてベトナムの株式を取得、保有することを目的とする香港法人 C を営業者とする匿名組合契約を締結して、C

⁽¹⁵⁾ Seibert, Das Recht der Kapitalanlageberatung und -vermittlung, Beck 2014, S. 200 f..

⁽¹⁶⁾ 拙稿「仲介手数料の説明義務違反」香川法学 38 卷 3・4 号 2019 年 3 頁以下参照。

において本件運用金を運用することとされていた。同ファンドへの出資はインターネット上で申込みをすることになっており、その際、信託約款及び申込説明書の内容としては、Y₁の当初信託報酬が信託金総額の3.15%であり、以後、2.1%であること、Cの初年度管理報酬がその純資産額の5.0%であり、以後、毎年年率1.25%であること、成功報酬が各事業年度の21%であること、その他の運用費用があることが説明されていたが、仲介手数料については何らの記載もなかった。

会社員X₁・X₂は、Y₃(Y₂社の代表)やY₄(A社の代表)のブログないしコラムを読んで信託型ベトナム未公開株式ファンドに興味を持ち、Y₁信託の販売するファンド投資に関するセミナー(Y₃及びY₁担当者が説明した)や説明会(Y₃及びY₄が説明した)に参加した後、平成19年9月18日、インターネットを通じて同ファンドへの出資の申込みをした。

同ファンドには、Xらを含む233人が出資し、出資金は合計8億5,500万円となった。Y₁信託は、本件ファンドに係る出資金8億5,500万円のうち85%に当たる7億2,675万円(本件運用金)につき、平成19年9月21日にCと本件匿名組合契約を締結した。Cは、本件匿名組合契約に基づき、ベトナム国内の未公開株式につき、対価1億9,000万円程度をCではなく実際にはY₃名義で購入したが、3億6,000万円余りは同未公開株式の購入に際しての仲介手数料に充てられ、結局、本件ファンドの終了により出資者に償還された元本は、合計3,348万5,220円となった。

Xらが、同ファンドを勧誘したY₂投資助言会社及びその代表取締役Y₃、A投資助言会社の代表取締役Y₄並びに同ファンドを販売したY₁信託を被告として、Y₁信託、Y₂、Y₃、Y₄にはファンドの販売勧誘に当たり説明義務違反及び適合性原則違反があったなどとし、共同不法行為に基づき未返還の出資金相当額(X₁:1,500万円、X₂:600万円)および弁護士費用の損害賠償を求めた。

(判旨)

本判決は、「本件ファンドは、それへの出資が募集されるに際して、投

資家にとって極めて関心が高いと考えられる実際の未公開株式購入額や、これに直接影響する高額の仲介手数料の存在及びその額等について何ら説明がなされなかったのであるから、投資家に対して、本件ファンドの重要な事項について説明が尽くされていたものであるとは到底いえない」として、Xらの損賠賠償請求を認めた。

（評価）

本判決の信託約款及び申込説明書では、投資者である各委託者から信託を受けた出資金8億5,500万円の85%である7億2,675万円を本件運用金とすることが重ねて説明されたにもかかわらず、実際には約65%である約5億5,300万円しかY₁信託から匿名組合営業者Cに送金されず、さらにCではなく実際にはY₃名義で購入された未公開株式の対価は約1億9,300万円（出資金の約22%）にすぎず、約3億6,736万円（出資金の約43%）が未公開株式を購入するに際しての仲介手数料に充てられていた上、出資者には仲介手数料の出捐については何ら説明がなされていなかった。そうすると、出資金8億5,500万円の85%の運用金のうち、Y₃名義での未公開株式購入費22%に対し、Y₁信託名義のままの使途不明金20%（Cの成功報酬となるべき21%がCに送金されずにY₁信託の手元に留められたとするとキックバック20%）+仲介手数料43%=63%となる。Y₁信託はキックバックを受け取っていることおよびその額を投資者に説明すべきである。申込説明書等に手数料等が明示されていても、投資助言者や投資運用者が実際にどの項目からどれだけの報酬を得ているのか開示すべきである。出資金のうち運用金とされるべきでない残り15%についても、Y₁信託の当初信託報酬3.15%、営業者Cの初年度管理報酬5%を除く6.85%が使途不明であり、上記20%の使途不明金をプラスすると、出資金のうち計26.85%が使途不明となる。出資金の43%にも及ぶ（Y₃に渡され、その後の受領者不明の）仲介手数料（内的報酬）は、重大な利益相反を生じさせる恐れがあり、投資契約の重要事項としてYらは説明すべきである。

本判決においては、投資勧誘をしたY₃Y₄らの報酬やY₁信託の手数

料・報酬が全く明らかにされないまま、投資家の出資金の 22%しか肝心の未公開株式の購入に充てられず、出資金の 43%もの額が未公開株式購入のための仲介手数料に充てられ、さらに運用金になるはずであったが実際には運用金に回されなかった Y₁ 信託名義のままの使途不明金（キックバック）が出資金の 20%もあったことから、まず利益獲得の機会のない投資となっていた。このように、投資者 X₁には出資金のうち仲介手数料 43%（この仲介手数料が Y₃ の内的報酬となった恐れがある）のほか 26.85%が使途不明であり、投資勧誘をした Y₃ らの報酬や Y₁ 信託の手数料・報酬がどの項目からどれだけ支払われたのかも全く不明である。出資金の 85%が運用金に回されるべきであったが、出資金の 63%（+使途不明金 6.85%とすると 69.85%）を運用金とせず、投資家に利益獲得の機会のない投資をさせた Y₃（Y₃ の従業員が実際に運用資金を横領したりしている）らや Y₁ 信託には、この点の説明義務もあるというべきである。さらに、営業者 C の成功報酬 21%が実際には C に渡らず Y₁ 信託のところに留められて報酬となっていたとすれば、キックバックされた販売報酬であり、キックバックされていること、および、その額を Y₁ 信託は説明すべきであった。そうであるとすると、Y₁ 信託は、実際には営業者 C の成功報酬と明示されていた販売報酬を受け取っていることを顧客に開示しないことによって、受託者としての役割との利益相反を意識的に隠し詐欺的であったとも言えよう。

II 内的報酬

明示された手数料等のキックバックに対し、内的報酬は、明示されずに投資された資産から投資助言者に支払われ、投資者は、当該投資元本の本来の価値について誤認する。すなわち、隠された内的報酬は、投資者の出資金によってファンド資産が実際にどれだけ増加するか、投資者の出資金の寄与によってファンド資産における自己の持分がどれだけの価値があるのかを投資者自身が認識できないようにする。それゆえ、投資助言者が内的報酬を隠蔽すれば、誠実義務・保護義務違反となる。⁽¹⁷⁾

仲介契約を管轄するドイツ連邦通常裁判所民事3部の確定判決によれば、投資仲介者もしくは投資助言者は、売主からの販売報酬が投資者が出資した投資元本の15%を超えるとき、投資者から問い合わせがなくともこの販売報酬について説明しなければならない、という。というのは、そのように高額な販売報酬は、投資元本の本来の価値や収益性が低いことを推論させるからであり、投資決定にとって重要な事情であるので投資者に説明しなければならない、という⁽¹⁸⁾。それに対し、銀行を管轄するドイツ連邦通常裁判所民事11部の下記⑤2014年6月3日判決は異なる立場を表明している。

① ドイツ連邦通常裁判所 BGH2017年10月19日民事3部判決（WM 2017, 2191）

Xは仲介者Yの推奨により船舶ファンドに投資し持分を取得した。5%の額面超過額（Agio）を含めると15%を超える販売報酬を仲介者Yは得ていたのに説明していなかったとして、Xは仲介者Yに訴訟を提起した。判決は、投資家が出資した自己資本の15%を、販売報酬を超えるかが問題であり、全仲介料と出資されるべき自己資本との比率が問題であるので、Xが持分取得のため支払う額面超過額は販売報酬の計算に含まれると判示した。

(17) Häuser, MüKoHGB, § 384, Rn. 25ff.; Buck-Heeb/Lang, Beck-OGK, BGB § 675, Entgeltliche Geschäftsbesorgung, Rn. 433 ff.; Jordans, BKR 2011, S. 460 ff.; Jordans, BKR 2015, S. 312 ff.; Oechsler, Vertragliche Schuldverhältnisse, 2. Aufl., 2017, Rn. 1294 ff.

(18) BGH 2004年2月9日 = BGHZ 158, 110. 山下友信「投資取引と証券業者等の利益相反についての説明義務違反」『ドイツ会社法・資本市場法研究』中央経済社2016年6頁以下参照。

② ドイツ連邦通常裁判所 BGH2016 年 6 月 23 日民事 3 部判決 (BKR 2016, 335)

Y の投資助言又は投資仲介に従い、X は借金をしてマンションを購入した。しかし、マンションの賃貸収入が予想レベルに達せず、X はローンを返済できなくなった。X は、Y がマンションの売主より 15% を超える販売報酬を受け取っていたと主張した。

(判旨)

判決は、マンションへの投資の仲介の場合も、売主からの 15% を超える販売報酬について説明しなければならない、という。また、マンションへの投資勧誘が目論見書によりなされたか否かにかかわらず、投資助言者もしくは投資仲介者の説明義務はあるという。なぜなら、マンションへの投資の場合でも、15% を超える販売報酬はマンションの本来の価値が低いことを推論させ、そのように高額の販売報酬の受領は投資決定にとって重要な事情であり、説明義務があるから、という。したがって、目論見書がない場合には、投資助言者もしくは投資仲介者はマンションの売主からの 15% を超える販売報酬について自ら説明しなければならない、という。

(評価)

マンションへの投資の仲介の場合につき、売主からの 15% を超える販売報酬について説明義務が認められたので、同様の説明義務は、不動産一般への投資の仲介の場合にも認められよう。

③ ドイツ連邦通常裁判所 BGH2013 年 12 月 12 日民事 3 部判決 (WM 2014, 118)

X が運営する閉鎖型不動産ファンドから Y はその 26% の持分を取得して同ファンドに参加した。その閉鎖型不動産ファンドの目論見書には、26% の持分の「管理費」を総計で 574 万 6,000 マルクと表示し、「管理費」の費目として「持分仲介手数料、販売準備、換価保証、目論見書作成」と記載されていた。

(判旨)

高額な販売手数料についての契約締結上の過失としての受託者Xの、将来の委託者Yに対する説明義務は、高額な販売報酬分が本来の資本投資とその価値維持に使われないので認められる。もし、目論見書にそのような高額な販売報酬について記載がないか、不適切に記載されていれば、高額な販売報酬について投資者に説明しなければならない。しかし、本件の目論見書では、販売報酬は、他の販売準備、換価保証、目論見書作成という費目と一緒に26%の持分の「管理費」として総計で574万6,000マルクと表示され、そうすると販売報酬はYの持分の6%であり、投資者に誤解されないように記述されているので、説明義務違反はない、と判示された。

(評価)

本件の目論見書では、販売報酬はYの持分の6%とすぐ分かるケースであったので、説明義務違反はないとされたが、「管理費」の総計しか表示されていないので、15%を超える販売報酬を「管理費」に含ませることもできる。その場合には、15%を超える高額な販売報酬についての説明義務が認められよう。

④ ドイツ連邦通常裁判所 BGH2015年11月3日民事2部判決 (WM 2016, 72)

Xらは仲介者に勧められてYらの閉鎖会社に参加した。管理費として引き出されたことにより、会社が使える投資資本は、出資金の60%以下となった。Xらは、高額な販売報酬についての説明義務違反がある等と主張して訴訟を提起した。

(判旨)

目論見書に販売報酬を含む管理費が投資額の何%と示される必要はない。むしろ、投資者が目論見書から投資決定にとって重要な事情、すなわち、投資者の出資のどの範囲が投資対象に出資されずに、取得費や生産費

以外の費用に使用されたか分かれば十分である。投資者が目論見書から簡単に筆算で販売報酬を含む管理費が投資額の何%と分かれば十分であると判示した。

⑤ ドイツ連邦通常裁判所 BGH2014 年 6 月 3 日民事 11 部判決 (BGHZ 201, 310)⁽¹⁹⁾

Y 銀行の助言により、X は、Y 銀行から借入をして不動産を購入し不動産プロジェクトに参加した。X の知らない間に Y 銀行は、X が支払った売買代金から 5% 弱の報奨 135 万マルクを受け取っていた。

(判旨)

判決は、2014 年 8 月 1 日から、助言する銀行は、第三者からの隠れた内的報酬の受領について投資者に説明しなければならない、という。なぜなら、第三者からの報奨は原則として (利益相反防止から) 禁止され、それが開示される場合にのみ許されるという監督法 (ドイツ有価証券取引法) 上の透明性原則という基本原則は、一般法原則として、(黙示的) 助言契約の解釈 (ドイツ民法 133 条, 157 条) に際して顧慮されるべきであるからであり、助言契約の枠内で投資者がそのような報奨の開示を期待しうることは助言する銀行に認識できるからである、という。

すなわち、ドイツ有価証券取引法 31 d 条等の透明性原則は、投資助言契約に直接には適用されないが、投資者の立場での客観的観察者が期待してよい水準に影響する。投資者は透明性原則を知っており、ドイツ民法 242 条, 157 条によれば、その投資助言者がこの透明性原則を遵守することから出発してよいという。⁽²⁰⁾

(19) 山下友信「投資取引と証券業者等の利益相反についての説明義務違反」『ドイツ会社法・資本市場法研究』中央経済社 2016 年 14 頁以下参照。

(20) BGHZ 201, 310, Tz. 19, Tz. 36 f.; Balzer/Lang, BKR 2014, S. 377 ff.; Buck-Heeb/Lang, Beck-OGK, BGB § 675, Entgeltliche Geschäftsbesorgung, Rn. 433 ff.; Oechsler, Vertragliche Schuldverhältnisse, 2. Aufl., 2017, Rn. 1294 ff.

（評価）

ドイツ有価証券取引法 31 d 条は、本判決を踏まえて 2018 年ドイツ有価証券取引法 70 条では第三者からの報奨受領の禁止となっており、キックバックおよび内的報酬に関して利益相反から説明義務を認めるのか今後のドイツ判例の展開が注目される。⁽²¹⁾

⑥ わが国の判例—②東京高判平成 30 年 4 月 11 日金商判 1543 号 36 頁⁽²²⁾

(1) 九州の石油業の厚生年金基金 X を委託者兼受益者とし、F 銀行を受託者とする年金信託契約において、単一の運用マネージャー Y を代表とする A 社が組成・運用している私募不動産ファンドに基金の全資産の約 75% を X 基金は出資し、大きな損失を被った事件である。

(2) B 社・X 基金間の運用助言契約

X 基金は、平成 14 年 8 月末、証券会社出身の投資コンサルタント C の経営する B 社と運用助言契約を締結した。C は、X 基金の資産運用委員会に毎回出席して、年金資産運用の大胆な改革を積極的に指導助言した。X 基金の資産運用委員会において、C は、実質的な司会者兼議長のように振る舞い、運用機関や運用受託機関から来た説明者に容赦ない質問を浴びせかけ、証券会社出身者独特のその場を制圧するような押しの強い発言を繰り返し、議論の内容と結論の方向性を支配していった。X 基金にとって最大の運用受託機関である F 銀行の担当者が、資産運用委員会の席上で、運用資産全体に占めるオルタナティブ投資の比重の高さへの懸念を示しても、C に反対されて、採用されなかった。X 基金の年金資産の運用状況には、不動産ファンドへの投資比率の上昇、特定の業者（A 社など）への投資の集中、C によるリスク説明の不十分など、潜在的なリスクが、増大し続けていた。C は、平成 21 年 4 月の死亡時まで、X 基金に対しては、こ

(21) Mansen, a. a. O., S. 77ff., S. 80 ff. は、内的報酬とキックバックを明確に区別できないという。

(22) 拙稿「仲介手数料の説明義務違反」香川法学 38 巻 3・4 号 2019 年 8 頁以下参照。

のようリスクを一切説明しなかった。

(3) B社・A社間の販売協力契約

F銀行の信託財産運用部の担当者は、X基金の常務理事に対して、オルタナティブ投資についての運用機関の候補の一つとしてA社を紹介しようとした。すると、X基金の常務理事は、A社を、X基金の担当者ではなく、まず外部助言者であるCに紹介するように、F銀行担当者に対して指示した。平成16年2月頃、F銀行担当者は、A社代表取締役Y及びA社販売担当幹部をB社の事務所に連れていき、Cと引き合わせた。Cは、厚生年金基金業界に顔が広いので、A社商品の販売先としてオルタナティブ投資に関心の強い厚生年金基金を紹介することができる、厚生年金基金へのプレゼンテーションの方法も指導できるなどとYに説明して、コンサルタントの売り込みをした。

A社は、当時、国内におけるファンドの組成及び運用の業務を拡大しつつあり、巨額の資金の出し手を求めていた。A社は、Cを紹介されたことを機会に、B社に巨額の資金の保有者である厚生年金基金への販売協力を依頼することとし、平成16年6月末に本件販売協力契約を締結し、販売協力報酬はA社の商品成約額の1%（660億円の商品成約の場合は6億6,000万円になる。これに対し、同期間のX基金からの全報酬は3,550万円であった。）と合意され、平成19年まで成約額の1%の歩合報酬の支払が実行された。

(判旨)

本判決はYの不法行為に基づく損害賠償の一部請求を認めた。

「Cは、A社から現実に支払われる巨額の歩合報酬に目がくらみ、Xの資産運用委員会において、故意に自己の利益を図って、巨額のA社商品への投資を推奨した。このCの行為は、Xとの関係においては利益相反行為であって、X…の利益を害したものである。…Cは、Xの役員や資産運用委員会の委員が年金資産の運用の素人であることにつけこみ、自己の利益を図るとともに、Xの利益を著しく損なったものである。C及びB社は、

本件運用助言契約に基づくXに対する善管注意義務・忠実義務に違反したものととして、債務不履行責任を負うにとどまらず、民法709条又は会社法429条、350条に基づき、故意による不法行為責任を負う」

「本件販売協力契約は、A社がB社に対してA社商品の販売成約額の1%の歩合報酬の支払を約束することにより、B社にA社商品の販売促進の強いインセンティブを付与し、B社にA社商品の販売に協力させようとするものであると容易に推認することができる。…以上によれば、Yの行為は、A社とB社間の本件販売協力契約を締結、維持して、巨額の歩合制報酬をB社に支払い続けることにより、CにXとの間の利益相反行為（A社商品の不適切に過剰な推奨という非常識なアドバイスを継続してXの利益を損なうとともに、A社から巨額の歩合報酬を受領して自己の利益を図る。）を実行させ続けたというものである。このYの行為は、Xの傘下にある勤労者国民の財産を自己の財布代わりに投資資金として自由に使って、Xの年金資産を過剰なりスクにさらして勤労者国民の老後の生活基盤を不安定にするものであって、社会通念上許される限度を超えた故意による債権侵害の不法行為に当たるものというべきである。」

（評価）

本件では、出資金からの販売協力金の支払いであるので、ドイツ判例の分類によれば、内的報酬ではあるが、その事実関係は、明示された手数料からのキックバックである上記ドイツ連邦通常裁判所BGH2000年12月19日民事11部判決（BGHZ 146, 209）に似た事案である。すなわち、本件の投資助言者は、顧客と報酬ありの投資助言契約を締結しておきながら、投資運用業者からも、投資運用資金から販売協力金を受け取っていた二重報酬の事案である。

本判決におけるB運用助言会社（とその代表者C）は、顧客との有償の運用助言契約という準委任により顧客の利益を守る利益遵守義務を負う。顧客は、投資助言者は顧客からの報酬で満足していると思っている。そこで、顧客は中立的な投資助言を期待しているところ、投資助言者は、投資

運用業者から得る内的報酬という自己利益のために投資助言をする危険があり、重大な利益相反の状態にある。投資助言者がそのことを開示しなければ顧客にはわからないので、投資助言者が、顧客ではない第三者から得る報酬・手数料を開示する義務を負う。つまり、投資者はこの説明がなければ、投資を推奨する助言者の有する特別の利益に気づかないからである。本件の投資助言者B社は、投資運用会社から顧客の出資金の1%（投資資金が660億円を超える巨額であるため1%でも6億6,000万円を超える巨額）の販売協力金（内的報酬）を受け取り、利益相反する助言を顧客にし、顧客の利益を守る利益遵守義務に違反し重大な誠実義務違反をしたのであり、投資運用会社との販売協力金支払いの合意があることを顧客に説明しなければならない。同様に、本判決の傍論が述べるように、投資顧問が資産運用機関との資本関係や取引関係を優先させて投資者にゆがんだ内容の助言をした場合にも開示義務が問題となることがある。

本判決のA投資運用会社は、投資商品を顧客が購入した代金の1%（投資資金が660億円を超える巨額であるため1%でも6億6,000万円を超える巨額の報酬となる）を販売協力金（内的報酬）として投資助言者B社に支払い、利益相反する助言をさせ、重大な誠実義務違反を犯したのであり、販売協力金を支払う合意をしていることを顧客に説明しなければならない。この説明をA投資運用会社がしていれば顧客は投資しなかったとき、この投資によって生じた全損害の賠償をA投資運用会社は義務づけられよう。

わが国の上記①判決でも、申込説明書等に実際とは異なる各報酬額の記載がある中で、出資元本の15%を超える投資助言者の販売報酬（内的報酬）が問題となっていたが、本件②判決のように、投資資金の15%以下の販売報酬（内的報酬）であっても、巨額のため重大な利益相反を引き起こす危険のある内的報酬は開示される必要がある。

Ⅲ スワップ

スワップとは、将来発生するキャッシュフローの交換を、あらかじめ決められた条件に従って行う取引である。一連のキャッシュフローがまとまって一つの取引となっている。スワップ取引の価値は、正にも負にもなり得る。⁽²³⁾

スワップの下で顧客がまだ給付しなければならない支払いの現在価値が、顧客がまだ受け取るべき預金の現在価値を超えている場合、マイナスの市場価値がある。すなわち、スワップがすぐに解約清算された場合に顧客が支払わねばならない場合、当初マイナスの市場価値がある。そのような当初マイナスの市場価値が銀行の粗利益（つまり、銀行のコストと純利益）を表すのか、銀行が重大な利益相反として当初マイナスの市場価値について説明しなければならないのかどうか、ドイツの判例において争われている。

① ドイツ連邦通常裁判所 BGH2011年3月22日判決 (BGHZ189, 13=BKG2011, 293)⁽²⁴⁾

トイレ用品を販売する中規模のX社は以前よりプレーン金利スワップ取引をしていた。この金利スワップ取引から発生する金利負担を軽減するため、Y銀行は、2年物スワップ金利と10年物スワップ金利のスプレッド（両金利の差）が今後拡大するとの予想の下でCMSスプレッドラダースワップ取引（通貨スワップ取引＝本件取引）を推奨し、2005年2月16日にXY間で本件取引が締結された。期間5年の本件取引では、半年ごとに双方が金利を支払う義務を負い、YはXに対して想定元本200万ユーロについて3%の固定金利を支払い、XはYに対して同じ想定元本について2

(23) 野口悠紀雄・藤井眞理子『金融工学』ダイヤモンド社2000年152頁、153頁。

(24) 山下友信「事業者に対する複雑なデリバティブ取引の勧誘と金融商品取引業者等の責任」『石川正先生古稀記念』商事法務2013年922頁以下、角田美穂子『適合性原則と私法理論の交錯』商事法務2014年233頁以下、川地宏行「店頭デリバティブと仕組債における説明義務と適合性原則(1)」法律論叢87巻1号2014年58頁以下参照。

年目以降は変動金利を支払う。本件取引では、EURIBOR（欧州銀行間取引金利）の 10 年物スワップ金利と 2 年物スワップ金利の спреッドが拡大する場合には X の利益となり、縮小した場合には X の損失となる。Y 銀行が X 社に交付した提案書には、spreッドが著しく低下すると X の支払が受取を超えるリスクがあるとし、X の損失リスクは無限とされていた。本件取引は、契約時に 8 万ユーロのマイナスの市場価値であったが、その記載はなかった。

2005 年秋から spreッドが縮小し、1 年後の X の金利支払い義務が高額となったため、2007 年 1 月に X が 56 万 6,850 ユーロの市場価値の清算金支払をして本件取引は清算された。

(判旨)

X Y 間には黙示の助言契約が成立しており、Y 銀行は X 社に対し投資家に適合した助言、および、投資対象に適合した助言をする義務を負う。

1. 投資家に適合した助言

Y 銀行は投資家に適合した助言をしていない。Y 銀行が推奨した本件取引は「一種の投機的賭け」といえるハイリスク取引であり、X 社はそのようなハイリスクを引き受ける覚悟があったか疑わしい。Y 銀行には、投資勧誘前に顧客の知識、経験、投資目的、リスクに対する覚悟を調査する義務がある（有価証券取引法 31 条 4 項）。X の損失リスクは無制限であること、そのリスクは金利の動向次第では現実化しうることを X が認識していることを Y 銀行は確認しなければならない。

2. 投資対象に適合した助言

Y 銀行は投資対象に適合した助言をしていない。本件取引のように複雑でリスクが高い金融商品では、助言銀行に対する要求は高度になる。この金利賭博のリスクについては、変動金利支払い義務の算定方式を理解させるだけでは十分に説明したことにならない。むしろ助言銀行は、顧客の無限の損失リスクは、spreッドの展開次第で現実的かつ壊滅的になりうることをわかりやすく、かつ、過小評価しないように顧客に明示しなければ

ならない。そのためには、変動金利を算定するために必要な要素（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展開の具体的効果（レバレッジ効果、前期利率との連動）を詳細に説明するだけでなく、金利賭博における当事者間でのリターンとリスクの可能性が不均衡であること、つまり、顧客のリスクは無限である一方で、銀行が年利3%を超える負担を負うことはなく、銀行のリスクは限定されていたことも顧客に明確に説明されねばならない。

3. 当初マイナスの市場価値についての説明義務

Y銀行が推奨した契約は、その締結時にXにとって想定元本額の約4%（約8万ユーロ）のマイナスの市場価値であることについて説明しなかったことにより、Y銀行は助言義務に違反した。マイナスの市場価値は単に解約の場合の清算金支払額を示すにすぎないので説明する必要はないとの控訴審裁判所の判断は、顧客にとってのマイナスの当初価値の意味を把握しないものである。むしろ、顧客にとってのマイナスの当初価値はY銀行の重大な利益相反を表すので、Xがこの金利賭博をするか否かの判断にとって決定的意味がある。

助言契約に基づき、Y銀行は顧客利益のみ遵守して推奨する義務を引き受けている。したがって、銀行は、助言目的を疑わしくし顧客利益を危殆化するような利益相反を回避し、または利益相反を開示しなければならない（有価証券取引法31条1項2号、BGH 2006年12月19日、BGHZ 170, 226 Rn. 23）。

したがって、Y銀行はXに対し、Y銀行により意識的に仕組まれた本件取引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。

一方の利益が他方の損失となる本件取引を推奨するにあたっては、Y銀行は助言銀行として重大な利益相反の状態にある。金利賭博の相手方として、Y銀行は顧客の利益と対立する立場にある。Y銀行にとって本件スワップは、スプレッドの縮小によりXが損失を被るときのみ有利である。これに対して、Y銀行はXの助言者としてXの利益を保護する義務を負う。

本件取引締結時に「市場」がXのリスクを想定元本額の約4%マイナスと評価するのであれば、Y銀行のチャンスはその額だけプラスであると評価されている。

Y銀行により仕組まれたマイナスの当初価値は、かくして、Y銀行の重大な利益相反の表れであり、Xの利益を危殆化するものである。市場が本件取引により顧客が引き受けるリスクを約8万ユーロのマイナスと評価していることから助言銀行が利益を受けるのであれば、助言銀行は、顧客利益においてのみ投資推奨するのではない具体的危険がある。顧客の支払についての極めて複雑な金利計算公式は、同時に市場が顧客のリスクを助言銀行の現在のリスクよりもマイナスに見るように仕組まれているということを、助言された顧客は知らないのである。このようにY銀行の助言給付の完全性に疑いをもたれる点が唯一重要である。

銀行の自己計算取引として行われる相対の契約では、自身が組成した投資商品を推奨した銀行は、原則として、当該商品によって自身が利益を得ることを顧客に説明する義務を負わない。当該商品によって銀行が利益を得ることは、顧客にとって明らかだからである。但し、特別の事情がある場合には、銀行の利益相反は開示される必要がある。本件で説明義務のある利益相反は、Y銀行の一般的な利益獲得意思にも、Y銀行によって計算される具体的な利益マージン額にもない。本件では、Y銀行の助言に基づき引き受けられたXのリスクを契約締結と関連して直接「売却」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という商品の特殊性があり、Y銀行によって具体的に推奨された商品のこの特殊性ゆえにのみ説明義務が生じる。この利益相反は、Y銀行が説明しなければ顧客は認識することができない。

(評価)

顧客と銀行との二者関係における本判決では、単純な金利スワップ取引とは異なり、本件通貨スワップ取引は、リスクとリターンが非対称であり、銀行のリスクは限定されているのに対し顧客の損失は無限であるというオ

プシオン性、損失（リスク）が増幅されるというレバレッジ性、ペイオフ（受払）が満期時の原資産価格だけでなくそこに至る経路によって決まり損益把握が困難であるという経路依存性がある。このようなスワップ取引では、当初マイナスの市場価値がある場合、顧客は最初に銀行の粗利益を生成する必要がある、そのことを銀行が隠し顧客は認識できないので、重大な利益相反の説明義務として、当初時価についての銀行の説明義務が認められた。⁽²⁵⁾

② ドイツ連邦通常裁判所 BGH2015年4月28日判決（BGHZ205, 117 =WM2015, 1273=BKG2015, 371）

銀行が顧客Xに推奨して銀行自身と CMS Stufen スワップ契約（金利スワップ契約）等をする場合の銀行の利益相反は、銀行によって価格設定された当初マイナスの市場価値に表されるという。銀行の投資推奨とは異なり、市場が、助言銀行の対立するリスクよりも顧客のリスクが大きいとみていることを顧客は知らないのである。したがって、スワップ契約の複雑さとは関係なく、そのようなスワップ契約の場合に銀行が当該スワップ契約を推奨すれば、銀行は当初マイナスの市場価値について説明しなければならない、と判示した。但し、純粋に投機的な目的でスワップ契約が締結され、関連する基礎取引からの金利リスクや通貨リスクをヘッジするためにスワップ契約が役立たない場合にのみ、銀行は当初マイナスの市場価値について説明する必要があると述べている。

（評価）

しかし、「関連する基本取引（konnexes Grundgeschäft）」とは、どういうものか、また、当初「関連して（konnex）」組成された基本取引とスワップ

⁽²⁵⁾ Ludwig/Clouth, NZG 2015, S. 1372; Herresthal, ZBB 2009, S. 348ff.; Grundmann, ZBB 2018, S. 18 f.; Grundmann, GrossKomm HGB, Bd. 11/2, 2018, Teil 8. Regeln zur individullen Kundenbeziehung, S. 915 ff.; Buck-Heeb/Lang, Beck-OGK, BGB § 675, Entgeltliche Geschäftsbesorgung, Rn. 405 ff.

契約が時間の経過とともにバラバラになり、もはや関連 (konnex) しなくなったときはどう扱われるか、という問題がある。⁽²⁶⁾

③ ドイツ連邦通常裁判所 BGH2015 年 10 月 20 日決定 (WM2015, 2279)

銀行の説明義務違反の客観的前提は、当初マイナスの市場価値の価格設定自体とそのことが黙秘されたことであるので、訴訟において顧客のほう⁽²⁶⁾が当初マイナスの市場価値の範囲や額までを述べる必要はないという。なぜなら、銀行とのスワップ契約の当初マイナスの市場価値の額を開示する銀行の義務は、当該スワップ契約のリスク構造に銀行の粗利益が組み込まれていることを顧客が認識できないという事実だけに基づいているからであるという。

④ ドイツ連邦通常裁判所 BGH2016 年 3 月 22 日判決 (WM2016, 821 =BKR2016, 291)

顧客とローン契約を結んでいる銀行が、その顧客に金利スワップ契約を助言し、経済的に見て具体的与信関係の条件の変更だけが問題である場合には、例外的に助言銀行は、当初マイナスの市場価値の価格設定にみられる重大な利益相反について説明する必要はない。この例外の場合の出発点と連結点は、助言銀行が維持、継続、もしくは同時に締結するローン契約とその条件である必要がある。金利スワップ契約の関連金額は、関連する基本取引としてのこのローン契約の未払い額に対応するか、その未払額を超えてはならない。変動金利ローンの場合、金利スワップ契約の期間はローン契約と同じであるか超えてはならず、固定金利ローンの場合、金利スワップ契約の期間はレート固定の期間と同じであるか超えてはならない。金利スワップ契約からの銀行の支払義務は、少なくとも反対の金利リスクを部分的にヘッジするという意味で、割り当てられたローン契約で顧客が

⁽²⁶⁾ Ludwig/Clouth, NZG 2015, S. 1374; BeckOGK/Buck-Heeb/Lang, 1. 7. 2019. BGB § 675 Rn. 405-409.

引き受けた変動金利または固定金利と一致している必要がある、と判示した。

(評価)

本判決は、関連する基礎取引があるスワップ取引の場合には、当初マイナスの市場価値について説明する必要はないが、本件では関連する基礎取引がなく助言銀行には説明義務があるとする。

⑤ ドイツ連邦通常裁判所 BGH2016年3月22日判決 (WM2016, 827)

本件の二者関係でのスワップ契約では、関連すると思われる基礎取引のようなものがあつた。しかし、本件のスワップ契約では、当初マイナスの市場価値の価格設定についての説明義務は認められた。というのは、200万ユーロのスワップ契約の基準額は、顧客が銀行に返還する50万ユーロのローン価値を明確に凌駕しており、本件スワップ契約は、銀行から与信されたローンとは関連していないと評価されたからである。

二者関係でのスワップ契約における銀行の重大な利益相反から、当初マイナスの市場価値の価格設定について説明すべきこと、つまり、銀行の純利益と諸費用を含む粗利益およびその金額を銀行は説明すべきであるとする。但し、関連する与信関係の条件を変更するためだけにスワップ契約が役立つ場合を除くとする。

そして、銀行の説明義務違反の客観的前提は、当初マイナスの市場価値の価格設定自体とそのことが黙秘されたことであるので、訴訟において顧客が当初マイナスの市場価値の額を述べる必要はないという。

(評価)

どのような、関連する基礎取引のないスワップ契約の場合には、顧客が認識できずに当初マイナスの市場価値が当該スワップ契約のリスク構造に組み込まれているのかを明らかにしていく必要がある。

⑥ ドイツ連邦通常裁判所 BGH2015 年 1 月 20 日判決 (WM2015, 575)

X は、A 銀行とクロス・カレンシー・スワップ契約(通貨スワップ契約)を締結する際の Y 投資顧問銀行の誤った助言について、当該スワップ契約の当事者ではない Y 投資顧問銀行に損害賠償を求めた。X は、Y 投資顧問銀行は、助言において、クロス・カレンシー・スワップ契約の当初のマイナスの市場価値について説明しなかったと主張した。しかし、X は、通貨スワップ契約をした経験があり、Y 投資顧問銀行は X に対し本件の単純なクロス・カレンシー・スワップ契約が「投機的」と述べており、本件クロス・カレンシー・スワップ契約の当事者でもないため重大な利益相反はないとして、Y は当初マイナスの市場価値について X に説明する必要はない、と判示した。

(評価)

本件は、三者関係が問題となっており、仲介しただけの Y 投資顧問銀行はクロスカレンシースワップ契約(通貨スワップ契約)の当事者ではなく、通貨スワップ契約に関して何度も経験のある X が A 銀行とのクロスカレンシースワップ契約の当事者であったので、仲介しただけの銀行の利益相反は明らかでなく、Y 投資顧問銀行には A 銀行と X 間との当該スワップ契約における当初マイナスの市場価値についての説明義務はない、と判示された。⁽²⁷⁾

⑦ わが国の判例—③東京高判平成 26 年 3 月 20 日金商判 1448 号 24 頁⁽²⁸⁾
外資系(オランダ・フランス)の Y₂ 証券と Y₁ 銀行に勧誘されて、土

⁽²⁷⁾ R. Jordans, Aktueller Überblick über die Aufklärungspflichten über Einnahmen aus dem Vertrieb von Finanzprodukten, BKR 2019 S. 498 ff.; Herresthal, ZIP 2015, S. 578; Zahre, Münchener Kommentar zum HGB, Band 6: Bankvertragsrecht, 4. Auflage, 2019, Anlageberatung, Rn. 328 ff.

⁽²⁸⁾ 渡辺宏之・本件判批・金商判 1448 号 2 頁、松尾直彦・一審判批・ジュリ 1461 号 2013 年 106 頁、津田顕一郎・本件判批・消費者法ニュース 106 号 2016 年 159 頁、若松亮・本件判批・金商判 1511 号 2017 年 80 頁、山田剛志・本件判批・判タ 1438 号 2017 年 70 頁参照。

木建設業を営むX社が、外資系（オランダ・フランス）のY₁銀行との間で平成19年6月から行っていた円ドルの通貨スワップ取引（本件取引）を平成20年10月に中途解約したことにより、Y₁銀行に対して解約清算金22億円の支払を要する結果となった事件である。

本件通貨スワップ取引では、顧客Xが差し入れる担保の基準として、時価評価額が定められており、その時価評価は、評価代理人として、Y₁銀行が行うものとされていた。

上記の計算方式による時価評価額は、本件取引開始時点については明らかではないが（Y₁らは明らかにしていないが、マイナス9億円程度とみられ、取引開始1年後にはすぐに追加担保をXは請求された。）、本件取引終了時点では、本件取引①で試算すると、マイナス23億円である。なお、時価評価額は、Xからみれば、本件では常にマイナスの額であった。もし解約がなかった場合、現実の為替レートの変動を前提にすると、平成23年11月に、スポットレート（FX）が70円台後半に至った時点で、時価評価額が最大のマイナス28億円程度であった。

本件取引には、「満期前の解約」を予定した文言が存在し、通常、通貨スワップ取引については、当該期間中の清算には、時価評価額を基準にして清算が行われている。

購入レート条件に、反比例方式となるギャップ条件と購入通貨量が増量となる条件が付された通貨スワップ取引は、邦銀ではみられず、外資系でみられた。

円高が急速に進んだ場合、満期終了までの将来における為替レートの発生確率の分布が変わることなどから、本件取引①の時価評価額が急激に悪化し、Xには大きなマイナスの価値となり、本件取引①に組み込まれていたXの担保提供義務に基づく預託額も、相当大きなものとなる可能性があった。

スワップ契約の時価は、3つの要因、すなわち①為替レートが円高に動くこと、②日米金利差が拡大すること、③為替の予想変動率（ボラティリ

ティ)が上昇することにより悪化するが、平成 20 年 9 月のリーマンブラザーズの破綻以降、特に上記③が急激に上昇した(時価に対して悪影響)。

顧客 X は、本件取引について、時価評価額の変動が理解できず、しかも担保差入額が大きくなり、本業の資金繰りに不安を感じたため、本件取引を解約し、Y₁ 銀行より解約清算金 22 億円ほかを請求され、それらを支払った。

X は、本件取引については Y₁ 銀行及びその委託を受けた Y₂ 証券の従業員らの勧誘行為に、適合性原則違反、説明義務違反等の違法があったこと等を主張して、Y₁ らに対し、損害賠償を求めたところ、請求が一部認容され、双方が控訴した。本判決は下記のように、Y₂ 証券の従業員 Z₁ が勧奨した本件取引は、極めてリスクの高いものであったが、Z₁ は中途解約時の清算の基準等とされる取引の(マイナスの)時価評価額について、その変動の要因となる要素の具体的内容や評価額の変動によるリスクの有無及び程度の説明を十分になさず、また取引リスクにつき誤解を与えかねない内容の提案書を交付した事情のもとでは、Y らの勧誘において(マイナスの)時価評価額に関する説明義務違反があったと認められ、勧誘を行った Y₂ 証券及び取引の相手である Y₁ 銀行は損害賠償責任を負うとし、X の過失割合を 6 割として、過失相殺するのが相当であるとし、X の控訴に基づき、原判決を変更した。

(判旨)

Y₁ 銀行およびその委託を受けて X に対する勧誘をした Y₂ 証券の信義則上の説明義務につき、

「本件取引①については、前記…のとおり、X は、Y₁ 銀行に対し、時価評価額を基準として担保を預託する義務があり、同義務を履行しないときには、本件取引①の期限の利益喪失事由が発生及び継続することになり、取引の清算や損害賠償義務の必要が生じ得るところ、取引の期間中に解約により清算が行われる場合には、通常時価評価額がその基準とされる(現に、本件取引の合意解約に係る解約清算金もその当時の本件取引に係る時

価評価額を基準として決められた。)。そして、前記…のとおり、本件取引は、Xが本件取引①開始前に行っていた邦銀の通貨スワップ取引とは異なり、Xの購入レート条件が、固定レートの後に反比例方式となる点の特徴であり、…交換金額の増額条件、契約期間の長さや相まって、本件取引の時価評価額は、他の取引に比べて変化の程度が相当大きなものとなる。そうすると、本件取引にとって、時価評価額は、取引期間中に、Xに担保提供という新たな支払を義務づける基準額となるとともに、解約の清算金の基準額ともなるところ、その変化の程度が相当大きくなり得るものであるから、Y₁らは、Xに対し、Xが不測の損害を被ることがないように、信義則上、時価評価額について、本件取引に組み込まれた取引の仕組みのうちの重要な部分として、その理解力に応じた説明をする義務を負っていたと解するのが相当である。」

「他方、本件取引①の時価評価額については、前記…のとおり、(Y₂証券の従業員) Z₁は、Aらに対し、担保の差入れに関して、上記時価評価額が実勢為替レートの変動、ボラティリティ、日米の金利差の影響により変動するものである旨の説明を行っていたものの、それらの要素がどのような要因で変動し、それらの変動が本件取引①の時価評価額に具体的にどのような影響をもたらすかなどについての具体的な説明までは行わなかった。また、同事実からして、Z₁は、Aらに対し、本件取引の交換レートに反比例方式が組み込まれているために、他の取引要素（取引量の増量、長期間の取引等）及び時価評価額の変動要素（実勢為替レートの変動、ボラティリティ、日米の金利差等）と相まって、時価評価額が大きく変動することを説明しなかったことも十分推認することができる。

そして、前記…のとおり、Z₁が本件取引①の勧誘の際に、Xに交付した本件提案書を含む提案書4通には、いずれも時価評価シミュレーションが記載してあるものの、その内容は、現在、1年後、2年後、3年後の各為替レート（115円から90円までの範囲で5円刻み）とその際の米ドル換算時価評価額、円換算時価評価額の表（1種類）であり、それ以外の要

素（ボラティリティ、日米金利差など）の説明が全くないから、それらによれば、為替レートの変動の影響により、時価評価額が変動することは理解できるものの、それ以外の要素によって、時価評価額が変動することを具体的に理解できないし、まして、実勢為替レートが特定のレートの場合でも、時価評価額に大きな幅があり得ることを理解することはできなかったといわざるを得ない。このため、本件取引解約時の為替レートに近似する 1 ドル 100 円の場合に、Z₁ が X に交付したいずれの提案書によっても、時価評価額はマイナス数億円であり、最大でもマイナス 8 億 1,454 万 0,566 円（提案書②の 1 年後の場合）であったのに、実際の時価評価額はマイナス 22 億円で両者間に大きな相違が生じる結果となっており、本件取引開始前に同取引のリスクを判断するには、むしろ誤解を与えかねない内容になっていたというべきである。

結局、Z₁ による時価評価額の説明及び本件各提案書を含めた 4 通の提案書の内容は、本件取引①の時価評価額の変動要因とその要因の変動の時価評価額への影響の程度、及び交換レートの反比例方式が時価評価額を大きく変動させることを説明するには不十分な内容となっており、かえって 4 通の提案書のシミュレーション内容では誤解さえ生じかねないものであったから、Z₁ の説明は説明義務を全うするものではなかったといわざるを得ない。」と判示した。さらに、本判決は、「なお、本件取引は、金利スワップ取引に関して説明義務違反を否定した近時の最高裁判所の判決（平成 25 年 3 月 7 日第一小法廷判決・裁判集民事 243 号 51 頁参照、平成 25 年 3 月 26 日第三小法廷判決・裁判集民事 243 号 159 頁参照）の事案とは、取引内容やその難解度、想定される損失の程度等が大きく異なるものである。」と述べる。

（評価）

本判決は、Y₁ 銀行と Y₂ 証券について、本件スワップ取引の特質とリスクの説明義務違反を認めているが、Y₁ 銀行については、利益相反の説明義務も認められるべきであろう。さらに、Y₁ 銀行からの独立性が脅かさ

れるほど密接な法的・経済的關係に Y₂ 証券がある場合には、Y₂ 証券にも利益相反の説明義務が認められよう。

山下友信教授は、金商法 36 条 2 項により利益相反の規制が導入され、すでにデリバティブ取引における当初市場価値がマイナスであり、金融商品取引業者等が隠れた形で利益を得ていることは、金商法上の誠実義務（金商法 36 条 1 項）の問題として位置づけることができるとする。⁽²⁹⁾

同様に、2010 年 4 月 16 日金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針は、店頭デリバティブ取引について、最悪のシナリオや想定最大損失額を、顧客が理解できるように説明することを求め、解約清算金の内容も説明すべきとし、そうすると購入直後に解約する場合の解約清算金額も説明すべきこととなり、実質的にはスワップ契約時の時価も説明の対象となっているのと同じこととなる。金融商品を完全に理解していることを確かめる一つの方法は、その価値を求めることであり、スワップの当初マイナスの時価も説明すべきであるとされる。⁽³⁰⁾

また、黒沼教授は、原資産・原指標からの派生商品であるデリバティブ商品では、その理論価格を算出できるし、また、売り手の証券会社は理論価格を把握しているから、投資家の投資目的に沿った適正な取引を実現するために、スワップについては契約締結時の時価評価額（理論価格）を説明義務の対象とすべきである、と主張されている。⁽³¹⁾

(29) 山下友信「事業者に対する複雑なデリバティブ取引の勧誘と金融商品取引業者等の責任」『石川正先生古稀記念論文集』商事法務 2013 年 944 頁 945 頁、同「投資取引と証券業者等の利益相反についての説明義務」早川勝・神作裕之他編『ドイツ会社法・資本市場法研究』中央経済社 2016 年、22 頁以下。

(30) 上柳敏郎ほか『新・金融商品取引法ハンドブック第 4 版』日本評論社 2018 年 357 頁 358 頁。

(31) 黒沼悦郎「デリバティブの勧誘」『正井先生古稀祝賀』成文堂 2015 年 257 頁～259 頁。

四 む す び

(1) わが国においても、わが国の②判決が運用助言契約を認めるように助言契約に基づく助言義務が投資助言者に認められる場合があるであろう。助言契約に基づき助言義務を負う投資助言者は、顧客に対して誠実義務や、顧客の利益遵守義務を負い、顧客の利益だけ遵守して推奨する義務を引き受けている。それゆえ、そのような投資助言者は、顧客利益を危殆化し助言目的を疑わしくさせるような利益相反を回避するか、もしくは、当該利益相反を開示しなければならない。また、金融商品取引業者等である投資助言者・投資仲介者について信義則上の説明義務・助言義務が認められるべきである。

(2) ドイツ法は、一般に、投資サービス業者の利益獲得意思は重大な利益相反とはならず、それゆえ、その説明義務はないとする。ドイツの判例によれば、自身が組成した投資商品を推奨して直接に顧客に販売する証券会社・銀行などの投資サービス業者は、原則として、当該商品によって自身が利益を得ることを顧客に説明する義務を負わない。当該商品によって投資サービス業者が利益を得ることは、顧客にとって明らかだからである。但し、特別の事情があり、第三者から報奨を得て第三者が発行又は販売する金融商品を銀行等が助言して顧客に推奨することが重大な利益相反となる場合には、助言する銀行等が負う（顧客に対する）利益遵守義務からその利益相反は開示される必要がある。この重大な利益相反は、助言する投資サービス業者が説明しなければ顧客は認識することができないからであるとされている。

(3) ドイツの判例は、一応、内的報酬とキックバックを区別してきた。
a) 説明義務あるキックバックとは、内的報酬のように投資された資産からではなく、管理費や発行プレミアム等のような、公に開示された手数料・

報酬から支払われる（ふつう売上に比例する）手数料であって、投資者には、当該投資の本来の価値について誤認させるものではない。助言する証券業者等への当該手数料の逆流は開示されず投資者の背後でなされ、それゆえ、助言する証券業者等が当該投資を推奨することに持つ特別の利益を投資者が認識できない。つまり、投資運用業者から投資助言者へのキックバックは投資者に隠されている。投資者が販売目論見書等に明示された報酬・手数料等通りの受取を信じ、助言した証券業者等にキックバックされることを知らないとき、利益相反が隠される危険がキックバックにはある。それゆえ、投資者にとっての透明性原則が問題である。顧客の視点からは投資助言者が当該投資取引で投資運用業者と共稼ぎするかどうかは重要である。当該投資取引を成立させて儲けたいとのゆがめられた投資推奨ではなく、利益に合った中立な助言に投資者は価値を置く。助言する証券業者等への当該手数料の逆流を開示しないことは、顧客に対し利益遵守義務を負っている証券業者等の重大な誠実義務違反となりうる。

b) それに対し、内的報酬は、明示されずに投資された資産から投資助言者に支払われ、投資者は、当該投資の本来の価値について誤認する。すなわち、隠された内的報酬は、投資者の出資金によってファンド資産が実際にどれだけ増加するか、投資者の出資金の寄与によってファンド資産における自己の持分がどれだけの価値があるかを投資者自身が認識できないようにする。それゆえ、投資助言者が内的報酬を隠蔽すれば、誠実義務・保護義務違反となる。

ところで、上記⑤ドイツ連邦通常裁判所 BGH 2014 年 6 月 3 日民事 11 部判決（BGHZ 201, 310）は、報酬型投資助言（2018 年から独立報酬型投資助言）に対する規制が強化された 2014 年 8 月 1 日から、助言する銀行等は、第三者からの隠れた内的報酬の受領について投資者に説明しなければならない、という。なぜなら、第三者からの報奨は原則として（利益相反防止から）禁止され、それが開示される場合にのみ許されるという監

督法（ドイツ有価証券取引法）上の透明性原則という基本原則は、一般法原則として、（黙示的）助言契約の解釈（ドイツ民法 133 条、157 条）に際して顧慮されるべきであるからであり、助言契約の枠内で投資者がそのような報奨の開示を期待しうることは助言する銀行等に認識できるからである、という。この判決が顧客に対して銀行等が負う誠実義務・（顧客に対する）利益遵守義務から利益相反の説明義務を認めているとすると、2018 年ドイツ有価証券取引法後、ドイツの判例が内的報酬及びキックバックをどのように扱うか注目されよう。

(4) また、投資サービス業者の重大な利益相反は、自身や、密接な関係にある投資サービス業者が組成・販売する投資商品を推奨して顧客に販売する場合にもありうる。

銀行の自己計算取引として行われる相対の契約など、自身が組成した投資商品を推奨した銀行は、原則として、当該商品によって自身が利益を得ることを顧客に説明する義務を負わない。当該商品によって銀行が利益を得ることは、顧客にとって明らかだからである。但し、特別の事情がある場合には、銀行の重大な利益相反は開示される必要がある。顧客と銀行との二者関係でのスワップ取引において説明義務のある利益相反は、銀行の一般的な利益獲得意思にも、銀行によって計算される具体的な利益マージン額にもない。助言契約に基づき、銀行は顧客利益のみ遵守して推奨する義務を引き受けているので、銀行は、助言目的を疑わしくし顧客利益を危殆化するような利益相反を回避し、または利益相反を開示しなければならない。二者関係でのスワップ契約における銀行の重大な利益相反から、銀行により意識的に仕組まれたスワップ契約の当初マイナスの市場価値について説明すべきであるとされる。銀行の利益が顧客の損失となるスワップ契約を推奨するにあたっては、助言銀行は二重の役割を兼任し重大な利益相反状態にある。助言銀行が当該投資推奨により特別の利益を受けるのであれば、矛盾・対立する利益から助言銀行は、顧客利益においてのみ投資

推奨するのではない具体的危険がある。そのような状況で助言する銀行は、二重の役割におかれていることを説明すべきである。銀行が説明しなければ顧客はこのことを認識することができないからである。ドイツの判例や上記③東京高判平成26年3月20日等が、このように、助言する銀行に特別の自己利益があり二重の役割におかれているようなスワップ契約における銀行の説明義務を認めている。それに対し、ドイツの判例では、関連する基礎取引のあるスワップ契約においては、銀行の説明義務はないとされている。

今後も、説明が必要な重大な利益相反の諸事情は、解明・検討される必要があるだろう。

（ふじた・ひさお 法学部教授）

なお、本稿は、科研費17K03466による研究成果の一部である。