

英国における投資勧誘販売上の顧客区分（下）

青木浩子

要 旨

本稿は、認可業者の顧客の保護に段階を設けることを目的とする英国規制（英国金融サービス機構 FSA による行為規制 COB を中心に、その上位にある投資勧誘財務省令 FPO および金融サービス市場法 FSMA ならびに欧州投資サービス指令にも触れる）を概観するものである。

第一部では、現行規則成立までの情報、とくに銀行系のプロアマ二分法と証券系の自主規則を踏まえた三分法（市場相手方と以外の顧客とを二分し、後者を一般顧客とエキスパート顧客とに分類する）とがあったこと、FSA はそれらを踏まえて2001年11月末のいわゆる N2 を期限として包括的な COB 規定を制定したことを紹介する。顧客区分に関する協議書 CP43は、証券系のルールを踏襲しているが、自主規則時代には明らかでなかったクラス移動要件や複数関与者の場合の規制について提案し、大方において採用された。（以上 前号）

第二部では、現行英国規則における顧客区分の具体的内容を述べている。その内容は、クラス区分の際の限界的な事例、各クラスに与えられる COB 上の保護（逆にいえば、COB のどの規制の適用が免除されるか）、クラス移動する場合の要件および効果、に大別できる。

第三部では、各論的問題および補論（英国規制、欧州指令、ならびに米国適格機関投資家制度の比較。英国 FSA 規則関連の規制根拠）を述べる。

目 次

- | | |
|---------------------------------|----------------------|
| I. 概観 | 2. 市場相手方 |
| 1. 規制の構造 | 3. 中間層顧客 |
| 2. 前史および現行規則の制定過程（以上前号） | 4. 一般顧客 |
| II. 現行 COB における顧客区分および各クラスに伴う効果 | 5. 各クラスに与えられる投資家保護内容 |
| 1. 概観 | 6. クラス間での再区分要件 |
| | III. 各論的内容 |
| | 1. 代理関係のある場合 |

2. 集合投資スキームについて
3. その他
4. [補論1] 新投資サービス指令の顧客区分との対比

5. [補論2] 適格機関投資家との関係
6. [補論3] 投資勧誘命令における顧客分類との異同および関係

II. 現行 COB における顧客区分および各クラスに伴う効果

1. 概観

先述したように、現行 COB は協議書 CP43 を経て2001年に完成し、今日に至っている。協議書 CP43の内容の紹介（前号で行った）の際に、協議の結果である現行 COB の内容にも若干触れたため、以下には前号内容との重複もあるが、お許しいただきたい。

現行 COB は、認可業者に、指定投資業務（付随業務含む）の相手方（候補者を含む）を分類することを義務づけている（4.1.4R（ルール））。この分類を正確に行うことが、顧客保護規定の適正な適用に欠かせない（4.1.3G（ガイダンス））。

定義の方法は、まず市場相手方を定義し、続いて中間層顧客をそれ以外の顧客から定義し、最後に残った顧客を一般顧客とするという形式をとっている。

協議書で問題とされていた代理関係のある場合については、原則として本人（principal）を基準としてクラスを決定するが、例外として(a)認可業者または海外金融機関が代理である場合、または(b)本人に対する義務の潜脱を代理関係形成の主目的としていない場合、には、代理人を基準として決定する（COB4.1.5R。なお III.1. を参照）。

区分の目的が顧客保護にあるため、顧客のインシアチブに基き、本来属するクラスから他クラスへと移動することも認められる。保護の薄いクラスへの上位移動（opt-up）と保護の厚いクラスへの下位移動（opt-down）のいずれも認められる。

以下では、定義の内容（II.2.-II.4.）、クラスに伴う効果（II.5.）、クラス間移動（II.6.）の順に具体的内容を紹介する。なお、想像以上に改正が頻繁で、たとえば顧客区分に関する COB4.1は2006年1月までに4回改正されている（データベースのiとされるアイコンから改正情報が得られる）ので、以下の記載が変更される可能性に注意いただくと幸いである。

2. 市場相手方

2.1. 定義

市場相手方（market counterparty）の定義はハンドブックの用語集（Glossary）⁹⁷⁾に与えられており、随時変更されている（このほか、COB4.1では、代理関係や集合投資スキームなどの具体的な事例についての要件を規定している）。大まかに言って、国や巨大な金融機関、認可業者を含み、かつ、背景にある個人保護の必要の強い規制 CIS のような機関投資家は外すという方針が取られており、また、中間層顧客からの上位移動の要件が厳格であるという点が特徴といえよう。わが国の「適格機関投資家」（証取法第二条定義府令4条）のうち、ホールセール市場参加者である業者（典型的に

は証券会社）は原則として市場相手方とされる（しかも下位移動も制限される）が、いわゆる機関投資家のかなり（たとえば、投資信託、年金基金、事業会社）は中間層顧客とされる（上位移動の可能性はないではないが、制限的である）。

2005年11月13日の時点での定義は、

- (a) 国または領土の正当な政治組織（公的機関（a quasi-governmental body or a governmental agency）などを含む）、
- (b) 国または領土の中央銀行その他の国立の通貨機構、
- (c) 国または(b)を会員とする国際機関、
- (d) 国の投資機構（a State investment body）または公債管理関係機関、
- (e) 認可業者（firm、専門職関係者（unauthorised professional firm 要するに弁護士・会計士・アクチュアリー）を除く）ないし海外金融機関（但し、これらが規則4.1.7R（本人が中間層顧客の場合の例外）により中間層顧客として指定投資業務ないし付随業務が行われる場合を除く）⁹⁸⁾、
- (f) 海外金融機関または認可業者（企業年金を除く）が同意する場合に、その指定代理人ないしグループ内会社（associate）、
- (g) COB4.1.12R に従い市場相手方とみなされる大規模中間層顧客、
- (h) COB4.1.8AR に従い、市場相手方とみなされる公認（recognised）投資取引所・指定投資取引所・規制市場・決済機関（clearing house）、のいずれかであり、かつ、(A)規制集団投資スキーム（regulated collective investment scheme）にも(B)COB4.1.14R に従い、本来は市場相手方であるが一般顧客に分類された者（紛争解決 DISP 規定適用の関係による場合

を除く）にも該当しない顧客⁹⁹⁾、となっている。

上の(g)および(h)は、本来は中間層顧客に属するものであり、上位移動により市場相手方として扱われるものである。また、上の要件の(A)にあるように、集団投資スキーム CIS のうち、規制 CIS は市場相手方として扱うことが許されない（無規制 CIS については制限はない）。

CP43の時点で議論された、認可業者を例外なく当然の市場参加者とするか否かという論点（I.2.2.3. [II] [A] (1)）について、そうしないという結論が取られたことは、定義の但し書からも明らかである。

2.2. 適用される COB の内容

投資サービス業者と市場相手方との関係の規律は、FSA ハンドブックの総則 Principles¹⁰⁰⁾ や市場規制 MAR 3（IPC（Inter-Professional Conduct）の章¹⁰¹⁾）に多くが置かれる。しかし、行為規制 COB での扱いはごく限られている（COB 9（顧客資産管理）の章が廃止された後は、市場相手方に直接に適用される規定はなくなるようである）。

何度も述べるように、「市場相手方」はホールセール市場規制の関係で使われる類型であり、顧客保護に関する行為規制 COB 上、収まりが悪い。

3. 中間層顧客

3.1. 定義

中間層顧客（intermediate customer）の定義はハンドブックの用語集（Glossary）¹⁰²⁾ に与えられており、随時変更されている（COB 4.1では、代理関係や集合投資スキームなどの具体的な事例についての要件を規定している）。大まかにいって、地方公共団体、上場会社（店頭登録を含む）および大会社、比較的大型の信

託等のファンド、集団投資スキーム CIS が含まれる。

2005年11月13日の時点での定義は、市場相手方を除いた顧客のうち、以下の(a)から(l)までのいずれかを満たす顧客¹⁰³⁾で、かつ、本来は中間層顧客に該当するが(A)COB4.1.12R (大規模中間層顧客で市場相手方と扱われるもの)、(B) COB4.1.14R (個人顧客として扱われる場合。ただし DISP の場合を除く)、のいずれかの事由により中間層顧客に該当しない顧客でないこと、というものである。

- (a) 地方政府または公共機関、
- (b) 法人で株式が EEA の取引所で上場または取引されているもの、
- (c) 法人で株式が IOSCO 加盟国の公認取引所で上場ないし取引されているもの、
- (d) 法人 (有限責任組合を含み、その持株会社や子会社の数値を合算可) で過去2年間あるいは現在のいずれかで払込済資本または純資産が500万ポンド超のもの、
- (e) 特別目的ビークル (SPV)、
- (f) 組合または法人格なき社団で純資産500万ポンド以上 (有限責任の場合、パートナーによるローン不算入しない)、
- (g) 資産 (信託資産のうち、現金および指定投資の額を合算し、負債を控除しない額) が1,000万ポンド以上の信託受託者 (職域年金・SSAS・ステークホルダー年金を除く)、
- (h) 職域年金・SSAS・ステークホルダー年金で、過去2年間あるいは現在のいずれかで、(1) 加入員50名以上、かつ(2)管理資産が1,000万ポンド以上のもの、
- (i) COB4.1.7R に従い、中間層顧客である認可業者または海外金融機関とともに、またはそのために指定投資業務または付随業務を行う別

の認可業者または海外金融機関、

- (j) 集団投資スキーム (CIS)、
- (k) COB4.1.9R に従い、中間層顧客に区分される顧客 (中間層顧客に格上げされたエキスパート個人顧客)、
- (l) COB4.1.8AR により市場相手方とされたものを除く、公認投資取引所・指定投資取引所・規制市場・決済機関。

上の(k)は、元来は一般顧客に属するものであり、上位移動の手續に従い中間層顧客として扱われるものである。(j)にあるように、集団投資スキームは原則として中間層顧客とされるが、無規制 CIS は上位移動が可能であり (その場合、上の(A)により中間層顧客として扱われなくなる)、また規制 (regulated. 規制の明確な会社型 ICVC・ユニット投信型 AUT・適格の外国 CIS (recognised scheme) のいずれかに該当するもの)・無規制を問わず、下位移動が可能である。

3.2. 適用される COB の内容

これについては、以下 (II.5.) で一般顧客および市場相手方に与えられる保護との違いという形で述べているので、具体的にはそちらを参照されたい。大まかにいえば、一般投資家に対する場合には要求される規制が業者からの勧誘に適用されなくなる代わりに、一般顧客に対しては行えないサービスの提供が可能となっている¹⁰⁴⁾。結果として、規制緩和によるメリットとデメリットの双方が顧客にもたらされる。「上位移動する場合、顧客は保護を失うだけであり、メリットがない」という批判は、少なくとも英国ではあたらない。

先に適合性原則について述べたように (前号

I.2.2.3. [Ⅲ] [B]), 中間層顧客の場合、不招請勧誘規制も適合性原則規制も適用がないため、ハイリスク商品の投資機会が多く、しかも、適合性規則違反の勧誘を行ったことを理由として業者に民事賠償を求めることはできない（別の理由たとえば虚偽記載や信認義務違反に基いて争うことは可能）。一般顧客から上位移動する場合（自然人の場合、原則として一般顧客とされるので、上位移動を必ず必要とする）は、その審査や更新の際に不適合であれば業者の責任を問う可能性はあるが、「当然の中間層顧客」であると、その可能性もない。したがって、投資にあたり、相当に高度の自己責任が求められることとなる。上の定義を見ると、事業法人については、かなり広い範囲（わが国では商法上の大会社程度（1万社）の範囲）が指定されているが、わが国事業会社と同じ程度の自己責任を求めてよいかは疑問と思われる¹⁰⁵⁾。

4. 一般顧客

4.1. 定義

一般顧客（private customer）の定義はハンドブックの用語集（Glossary）¹⁰⁶⁾ に与えられている。前述したように、一般顧客の定義は、指定投資業務の認可業者の顧客から市場相手方および中間層顧客を除いた残りとするという、いわば消去法を用いている¹⁰⁷⁾ので、他クラス定義の変化の影響を受ける。CP43 では具体的なケースを例示している（前号 I.2.2.3. [II] [C] を参照）が、自然人は当然に一般顧客とされる。

4.2. 適用される COB の内容

これについては、次節（II.5.）で中間層顧客に与えられる保護との違いという形で述べて

いるので、具体的にはそちらを参照されたい。上述のように、定義の体裁こそ受身（キャッチオール式）だが、与えられる保護は最も手厚く、顧客類型の基本型といえよう。もっとも、営業の観点から必ずしも最重要とは限らず、証券会社によっては「当社の取引相手は中間層顧客（かつ法人）あるいは市場相手方に限り、一般顧客とは取引をしない」という方針を明示し、一般顧客向け規制の負担を避ける例も見られる（英国メリルリンチ）。

5. 各クラスに与えられる投資家保護内容

5.1. 各クラスに伴う保護

一般顧客、中間層顧客、市場相手方の順に COB 上の保護が厚い。一般顧客の保護を述べると投資勧誘規制（COB およびその根拠となる投資勧誘規制 FPO）全般（前号 I.2.2.3. [Ⅲ]）を述べることとなるので、ここでは、上位移動した場合に顧客が失う保護について述べることにしたい。

COB4.1.11E は、一般顧客が中間層顧客へ上位移動する場合に、顧客が失うべき利益について書面で通知することを業者に義務づけている。そこで、その通知の内容を見れば、一般顧客と中間層顧客との保護の違いが知れる。ただし、COB4.1.11E の要求する通知内容は違いを網羅していない¹¹⁰⁾。具体的に言えば、図表3の「I. 一般顧客にのみ適用される保護規定」の項のうち、*印のついたものは警告内容とはされていない。しかし、これらの項の各節冒頭の「適用（application）」を見ると、一般顧客との取引にのみ適用があることが明瞭に¹¹¹⁾示されているので、ここに挙げた（なお、COB 4.1.11E(1)(a)は COB 3（勧誘規則）については、COB3.1 というように節単位ではなく COB

図表3 一般顧客と中間層顧客に与えられる保護 (下線は強調のため筆者による)

I. 一般顧客にのみ適用される保護規定	
COB3.9 直接投資勧誘	非接触型(direct offer, non real-time)の勧誘。預金・非貯蓄型保険を除く金融商品の、接触型(訪問・電話)ではない勧誘について規制。商品に係る所定の基本情報の提供(パッケージ商品についてはkey features)、契約内容の事前交付、元本割れリスクのある場合にはその旨を開示の上、 <u>デリバティブ・ワラント</u> については販売相手の適合性の確認を、また所定のハイレバレッジ型仕組み商品(SCARPS)については追加説明を要求。
COB 3.10 不招請勧誘(不招請の <u>接触型勧誘</u>)	不招請勧誘は、(a)既存の取引関係からそのような勧誘を予想して然るべき場合か、(b)市場性ある <u>パッケージ商品</u> (生保・投信。ボラティリティの高め投資商品・変額保険は除く)か、(c)処分の容易な証券(ワラントは含まない)および市場性のあるパッケージ商品(ギアリング(与信・デリバティブ利用・仕組みの方法によるレバレッジ)を利用しないもの)を扱う場合に限る。
COB3.12 海外法人および非認可業者の場合(省略)	
COB3.13 海外生命保険会社の場合(省略)	
COB 4.3 サービス手数料内容の開示	一般顧客に対する <u>パッケージ商品</u> 購入の顧問・販売・斡旋を行う業者に課されるサービスおよび手数料に関する開示義務。
COB 5.1 パッケージ商品の顧問および販売	一般顧客に対して <u>パッケージ商品</u> の投資顧問および販売を行う場合に業者に課される販売規制で、2004年のボラリゼーション規制廃止 ¹⁰⁸⁾ で大幅改正。
*COB 5.2 顧客調査義務(KYC ルール ¹⁰⁹⁾)	勧誘・一任勘定運用を行う前に、一般顧客については提供するサービスに関連する人的・資産上の情報を収集し、 <u>原則としてその記録を作成保存する</u> (更に生保の場合、 <u>推奨ないし決定の根拠を</u> 書面で示す(適合性レター))。
*COB 5.3 適合性原則(suitability)	一般顧客への接触型勧誘や投資顧問、年金資産運用(生保の場合、中間層顧客・市場相手方に対する保険証券取得(take out)に関する助言)の場合に、 <u>適合性につき合理的な注意を払い、確認のための手続を踏むことを要求する</u> (商品別のガイダンスがあるほか、生保の場合、適合性レターの発行を要求されるなど、保護が強化されている)。注) COB5.2と同様、COBの規定は手薄だった保険年金投信に関する規定が圧倒的であり、株式社債・単純なデリバティブ商品などの伝統的な証券については総則的な規定が置かれるに留まる。
COB5.4 顧客のリスク理解度の確認	勧誘・一任勘定運用・デリバティブ取引執行は、一般顧客のリスク理解を確認する合理的手段(商品種類毎に留意点が示されている)を講じている場合に限る(具体的個人に調整して説明することは要求されていない)。
*COB5.5 基本情報の提供	一般顧客に対する業者情報(利益相反などの内容に立ち至るものではない、連絡先などの基本情報)の提供(Principle 7を具体化)。
*COB5.6 過大な手数料の徴収禁止	一般顧客に対する指定投資業務に関する手数料が過度とならないよう義務づける。
COB5.7 手数料等の開示	一般顧客に対する手数料内訳および(あれば)その他の収入の開示(パッケージ商品については特に詳細な規定を置く)についての定め。
*COB6.1 パッケージ商品およびISAの開示	一般顧客および職域年金・ステークホルダー年金受託者にパッケージ商品等を勧誘する場合に開示すべき事項(key features)についての定め。
COB7.9 一般顧客向け貸付	一般顧客の資産状態や適合性を確認し、書面で最高貸付額および利率を開示せねば、指定投資業務に関する与信およびその斡旋は認められない。

COB7.10 保証金要件	信用取引など、追加支払が求められることもある取引(contingent liability investment)のための保証金を徴求する場合の要件など。
COB7.11 非上場証券の流動性リスク等の説明	マーケットメーカーとなる業者が販売する場合の説明および一定期間内の相当な流動性の保証を義務付け。
II. 中間層顧客に限定的に適用される保護規定	
COB8.1 取引内容の確認	一般顧客の場合、業者側が顧客が電子通知を閲覧したかを点検する義務がある(8.1.4G)ほか、通知の要否や送付期間について約定するにあたり、理解した旨を記す書面での承諾を求める(8.1.5E(1)(b))
COB8.2 定期報告	投資顧問・資産管理を行う者は、追加支払が求められることもある取引(contingent liability investment)でヘッジ目的でないものについて顧客勘定を運用する場合、一般顧客に SCARP 商品(所定のハイリスク商品)を販売した場合、SCARP 商品の発行者の関連資産を管理する場合、において顧客に定期報告を行うが、中間層顧客については、顧客から申し出る等の所定の要件を満たせば報告義務を免除される(8.2.6R(1))。
III. 中間層顧客に対しては内容変更可能な保護規定	
COB7.5 最良執行義務	職域年金を含む所定の受託者を除き、中間層顧客との合意があれば、この義務が免除される。COB7.5.4R(2)
COB 9.1 保護 預り → CASS 2.2	CASS2,3,4 (CASS 1.2.8G)は一般顧客と中間層顧客に適用されるが、CASS 2.2(顧客資産の分離管理等)では様式の自由度が中間層顧客についての方が高い(2.2.15R)。
COB9.3 デフォルト時顧客資産の扱い→CASS 4	顧客からの預り金の保護の有無が、中間層顧客については当該顧客の選択に委ねられる(4.1.8G)。

(注) わが国の「中間論点」のいう広義および狭義の「適合性原則」と上の「適合性原則」は別物であり、事前調査義務といわれているものに近い。わが国の狭義の適合性原則に近いものは、不招請勧誘規制における一部商品の取り扱いに関する規制であろう。わが国の説明義務に実質的に相当するのが COB5.4.「顧客のリスク確認」であろう。

図表 4 大規模中間層顧客が市場相手方に上位移動する際に受ける警告書に記される喪失すべき権利など

I. 喪失する権利	原則として COB すべて	リテール顧客(customer)ではない顧客(client)である市場相手方にも残る COB 上の保護規定は COB 9 保護預り、デフォルト時資産の扱い、である(ただし、これも CASS に移されたので、現在では直接には適用なしと考えてよからう)
	Principle 6 顧客権利	通則(High Level Standards)の PRIN ¹¹³⁾ の章に示された一般条項
	Principle 8 利益相反	
	Principle 9 信認義務	
Principle 7 顧客への業者情報通知(部分)		
II. 新たに適用される規制	MAR 3 プロ間での行為規律 ¹¹⁴⁾	MAR3.4.(参加者に求められる能力)が重要で、とりわけ、顧客の適合性審査は要求されず(MAR3.4.3)、助言(advice)を与える義務もない(MAR3.4.4)。

3 というように章全体を指定しているが、図表 3 では一般顧客にのみ適用のある節で主要なもののみを挙げた¹¹²⁾。

上位移動した場合、以上の COB の具体的な節が不適用となるほか、いくつかの節については顧客保護内容を軽減する約定を認めている(図表 3 のⅡおよびⅢ) ので、それらについても警告が与えられる。さらに、金融オンブズマンのサービスが受けられなくなること、および、「業者顧客間の折衝は、明確公正で誤解を招かないものであること」という一般原則(COB2.1で要求されるもので、全顧客に適用がある)の適用にあたり、当該顧客が投資経験があることを業者が前提とする可能性があること、が警告される(COB4.1.11E(1)(d))。

以上は、一般顧客から中間層顧客へ上位移動する場合の効果であるが、中間層顧客から市場相手方へと上位移動する場合はどうか。上位移動する場合、プロ間取引に適用される市場行為規律中のルールが適用される。要するに、弱者保護規定の適用が停止されると同時に、対等当事者間のルールが適用される(図表 4 参照)。そこで、業者は書面でこれらの権利が失われることを警告する義務を負う(COB4.1.13G)。

5.2. 誤ったクラス区分が行われた場合の取引の効力

業者がある顧客の属するクラスを誤ったまま取引した場合、即座に当該取引が無効となるとか執行不能となるといったことはない¹¹⁵⁾。もともと、FSA 規則の違反は、刑事上の責任はもちろん、民事上も、違反に係る取引を無効とするものではないからである(FSMA § 151)¹¹⁶⁾。ただ、FSMA § 150(前身は FSA 1986 § 62)は、規則違反がある場合、私人が民事上の責任

を業者に追及することを認めている¹¹⁷⁾。

クラス区分を誤ったまま業者が勧誘等を行った場合に、違反した規則がガイダンス(Gがつく条)やエビデンシャルプロビジョン(Eがつく条)ではなく、ルール(Rがつく条)であれば、損害賠償を請求する機会が私人に与えられる。もっとも、「違反すなわち投資損失補償」というわけではない¹¹⁸⁾ようである。自主規則時代の裁判例であるが、IMROの自主規則上、一般顧客として扱うべき顧客をエキスパート顧客(中間層顧客に相当)として扱い、イマージング市場債を販売したという事例があった。裁判所は、当該顧客の理解能力や投資経験はエキスパート顧客として十分だが、上位移動にあたり自主規則上要求されていた書面確認を行う前に取引が執行された、という違反の事実を認定した上で、損失額および違反との因果関係が認められないとして、原告の請求を退けた¹¹⁹⁾。

6. クラス間での再区分要件

6.1. 概観

ここまで述べてきた顧客クラス定義(Ⅱ.2.からⅡ.4.まで)に従って区分が行われる。その上で、各顧客の希望に従って、当該顧客の再区分(reclassification)が行われる(本稿では上位移動・下位移動という表現を使ったが、原文では「再区分」という表現が一般に用いられている)。問題は、「再区分」が(所定の要件を充足すれば何人にも認められるという形でなく)当該顧客と取引を行う業者との間で行われるため、効果ないし範囲がわかりにくいということである。

市場相手方と中間層顧客との間の再区分については厳格な要件が課されており、とくに下位移動について制限が厳しい。ホールセール市場

の取引安全のためというほか、当然の市場相手方を中間層顧客ないし一般顧客として扱わねばならない理由はあまりないからである。しかし、中間層顧客と一般顧客との間の再区分は原則として自由であり、とくに下位移動の自由が保証されている¹²⁰⁾。

6.2. 市場相手方と中間層顧客との間での再区分

6.2.1. 下位移動

市場相手方の定義（II.2.1.）の（e）の一部である「認可業者（firm. 広義の認可業者（authorised person）から専門職関係者（professional firm）を除いた者）・海外金融機関」という類型（以下、業者顧客（authorised client. 他業者顧客となっている認可業者）とする）については、一定の要件を満たす場合、中間層顧客の扱いを受けることができる。ただ、それは、かなり場合が限られ、うち主要なものは次のような要件を課されている。すなわち、プロ間取引（inter-professional business）である指定投資業務ないし付随業務を行う場合¹²¹⁾で、かつ(a)業者顧客が（代理人として）本人のために行為し、かつ(b)業者顧客が相手方から中間層顧客として扱うことにつき承諾を得る（COB4.1.8G(2)）、の双方を満たすことが要求される（COB4.1.7R(2)）。つまり、業者顧客が下位移動できる場合とは、他の顧客を代理する場合に基本的には限られる¹²²⁾。実際にも、市場相手方の中間層顧客への下位移動はほとんど認められないようである。一般論として、英国規制は顧客保護の観点から下位移動については寛容なのであるが、認可業者については（前号1.2.2.3. II[A](1)および本号II.2.1.にも述べたように議論のあるところであったが、結

果として）極めて制限的である。プロ間市場での取引は市場相手方同士によってなされ、認可業者はその性質上、プロとして他の業者と取引するものと考えれば、「認可業者には下位移動を認めない」というのは筋が通っているともいえよう。

後述のように、認可業者以外の顧客はどのような者であっても（国や地方公共団体、事業法人など。わが国で「適格機関投資家」とされる者のうち、金融機関や投資顧問業者を除いたものに大まかには該当する）一般顧客として扱われ得る（6.3.1. 筆者の誤解でなければ、中間層顧客への下位移動はできないが、仮にそうだととしても保護の上ではさほど問題はあまい）ことに注意すべきである。

6.2.2. 上位移動

下位移動の逆では全くなく、また、かなり複雑な要件が課されている。すなわち、中間層顧客の中に、大規模中間層顧客（large intermediate customer）というサブクラス¹²³⁾を認め、このサブクラスに属する者は、プロ間取引を行う相手方の認可業者¹²⁴⁾から(a)書面で、市場相手方として扱う旨の通知を受け、かつ(b)これも書面で規制上の保護の利益を失うことについて警告（範囲を明示することが求められている）を受けた上で、当該業者との取引について市場相手方として取り扱われる資格を得ることができる（COB4.1.12R）。

6.3. 中間層顧客と一般顧客との間での再区分

6.3.1. 下位移動

相手方認可業者は、本来ならば市場相手方や中間層顧客として扱われる顧客（ただし、ICVC（ユニット型ではないタイプの集合投資

スキーム) および海外金融機関を除く認可業者を除く。要するに、通常の認可業者は一般顧客へ下位移動できない) を一般顧客として扱うことができる (COB4.1.14R(1))。その際、「一般顧客として扱われるからといって、金融オンブズマンサービスおよび補償機構による補償が享受できる保証はない」ことを警告しなければならない (COB4.1.14R(1)&(2))。

6.3.2. 上位移動

[I] 制度の概要

中間層顧客から市場相手方へ上位移動する例 (II.6.2.2.) と一見似ているが、実質はかなり異なる。

ここの上位移動は、一般顧客のうち「エキスパート (expert private customer)¹²⁵⁾」と認められる者に対し中間層顧客としての扱いを認めるのであるが、「エキスパート」には「大規模中間層顧客」と違って、資産基準等の客観的要件は課されない。

また、上位移動の結果として認められる効果は、特定の投資または投資サービス業 (複数指定することは可能) に限られる¹²⁶⁾。それゆえ、「上位移動」という、当該顧客の属するクラス自体が変更するかのような印象を与える語はミスリーディングといえよう。しかし、FSAがこの関係でも「区分 (classify)」という語を用いており (e.g., COB4.1.9R(1)(a)), 他に良い表現も思いつかないのでこの語を用いる。

なぜ顧客のクラスそのものを変更する (すべての取引や商品種類にわたり、包括的に中間層顧客としての扱いを受ける) 便宜が認められないかの説明は見られないが、おそらく、「当然の中間層顧客」ではない一般顧客 (とくに自然人) に対して、保護放棄にあたり慎重を期させるためではないかと思われる¹²⁷⁾。

「エキスパート」の上位移動にあたっての相手方認可業者に課される手続上の注意義務はかなり重い。すなわち、(a)中間層顧客として扱われることに十分な経験と理解を持つかについて、合理的な注意を払うこと、および、(b)(1)失うべき保護 (金融オンブズマンサービスの利用の停止を含む) について書面による警告 (その内容については先述した (II.5.1.)) を顧客に与え、(2)中間層顧客として扱われる結果について考慮する十分な時間を与え、(3)説明を受けた上での承諾を得たことを示す書面等を顧客に求めること、が要求される。(b)の要件は大規模中間層顧客の上位移動で要求される要件とさほど異ならないが、(a)の注意義務の要件はこの場合に固有のものであり、怠った場合には業者に不利益 (すなわち、一般顧客向けの保護を与えなかったことを理由とする不利益。5.2.の未公開裁判例を参照) が課される。

このタイプの上位移動は、一般顧客が富裕層としてのサービス (ハイリスクハイリターン of 私募証券販売など) を享受したい場合に用いられ、実際にも最も利用されるタイプであると推測される。

[II] 顧客の適性判断にあたっての注意義務

業者はどのように [I] の(a)で課される注意義務を確実に履行できるか。FSAハンドブックのガイダンスによると、(a)関連する指定投資商品および市場ならびにリスクに関する顧客の知識と理解¹²⁸⁾、(b)関連する市場での顧客の取引経験・頻度・業者側の説明に依存している程度、(c)顧客のために行われる取引の規模および性質、(d)顧客の純資産あるいは投資資産のポートフォリオなどの資産状態、といった要素を勘案して¹²⁹⁾判断すべきものとされている (COB 4.1.10G)。

6.4. 再区分された顧客の適性の年次審査

大規模中間層顧客から市場相手方（Ⅱ.6.2.2.）へ、およびエキスパート一般顧客から中間層顧客（Ⅱ.6.3.2.）へ上位移動した場合、毎年、区分の適正について審査することが業者に義務づけられている。上位移動に関連する取引が年次検査前引き続き12ヶ月行われていない場合には、次回に該当する取引があった時点で検査すれば足りる（COB4.1.15R）。

Ⅲ. 各論的内容

以下、顧客区分の際に各論的に問題とされた内容について述べる。また、4. 以下では、欧州指令や米国規制（適格機関投資家に関するもの）と英国規制との関係について、[補論] という形でまとめた。

1. 代理関係のある場合

Aが顧客Bを代理する場合、Aの指定投資業務上の相手方たる認可業者Cは、(a)Aが認可業者（authorised firm）か海外金融機関であるか、または、(b)Bに対する義務の回避が主目的ではない場合で、かつCがAと本人を顧客として扱うという特約を置いていない場合、BではなくAを基準として判断する（COB4.1.5R）。上の例でAを基準として判断する場合にも、その他のBにも関わりうる規制が不適用となるわけではない（Bは、例えば資金洗浄規制やCの財務規制や一般民事法の適用上は、本人として扱われうる）¹³⁰⁾。

2. 集合投資スキームについて

上述のクラスの定義や再区分の要件を見ると、集合投資スキームCISに関する特例が少

なくなく、しかも関係が極めてわかりにくい。原則としては、CISについては、FSAが中長期投資規制に主力を注いでいること、またCISへ投資する一般投資家保護の必要性が高いこと、から保護を厚くする方向にある。とはいえ、CIS特有の規制も存在しており、運用の自由を妨げるべきではない（CISが顧客として保護を与えられるのと裏腹に、取引上の制約は重くなるから）という要請も強い。

認可業者にとって、取引相手方である顧客の保護に関する判断が複雑となることは極めて困ることであるらしく、この点を明確化する改正が過去にあったという¹³¹⁾。すなわち、改正前は原則として「規制CISは一般顧客として、無規制CISは中間層顧客として扱う」というように、規制CISの保護が強められていた¹³²⁾。ところが、業者が取り扱いの判断に迷う場合が出てきたため、規制CISの保護を緩め中間層顧客として扱うものとされた。

規制・無規制を問わず、一般顧客へ下位移動することは現在でも可能である。上位移動については無規制CISにしか認められていないことについては既に述べた（Ⅱ.2.1）。

3. その他

市場相手方と中間層顧客との間の移動は、市場相手方がCOB規制の顧客に含まれたことに伴って生じた問題であり、いわば観念的なものである。翻って、中間層顧客と一般顧客との間の移動は、自主規則時代から実際に行われてきたものである。実際に問題が生じ易いのも、このケースまたは本来は一般顧客として扱われて然るべき者を中間層顧客として扱ってしまうケースである。前出の協議書DP1でも、業者が不当に一般顧客を「エキスパート」と認定

し、保護規定を適用しない問題にどう対処すべきかが検討されている¹³³⁾。

4. [補論1] 新投資サービス指令の顧客区分との対比

4.1. はじめに

ここでは補論として、英国規制と新投資サービス指令 ISD 2 との関係について検討したい。わが国では、ISD 2 が顧客区分の海外例として米国規制に並んでよく参照されるという印象を受けるが、筆者は、英国規制のほうがはるかに先例として参考となると考える。理由は、ISD 2 は顧客区分が明確にはない加盟国にも受け入れられるようなプロアマ区分規制を提示するため各国法に委ねた部分が多く、また、指令（あるいはそれを具体化するランファルシー手続での決定内容）も定義や区分を緩やかなものとしているため、制度の要件・効果、機能のあり方が極めて判り難いからである。

にも拘らず、英国規制よりも欧州指令のほうがわが国で好かれるという印象が正しいのであれば、いくつか理由が考えられる。①英国規制の適用にあたっては、区分制度を利用しようという業者の意欲および理解が前提となるが、わが国業界は、富裕層顧客などをプロ扱いできること自体は歓迎するものの、面倒な手続を踏んでまで行う意欲は乏しい、②欧州指令のほうが翻訳および一通りの理解に向いている、③欧州指令はユニバーサル銀行の強いドイツの意向が反映されるため、同じく銀行の勢力の強いわが国の金融界の志向に馴染みやすい、などである。

4.2. 改正前 ISD と英国規制

2000年のCP43によると、改正前ISD(93/22/EEC)(ISD1)と当時の英国規則との間に

は次のような関係があった¹³⁴⁾。

顧客区分規制の充実は、ISD1時代にすでに進められていた。ISD1の11条は、顧客保護に関する行為規則(rules of conduct)の制定を各国に義務づけた。その第一項は、「サービスを受用する者がプロフェッショナルかどうかを考慮せよ」、また第三項は、「代理関係のある場合、本人を基準として判断せよ」という形で顧客区分に関する極めて基本的な内容を示していた。とはいえ、ISD1が顧客区分に触れるのはその程度であった。そこで、欧州証券委員会フォーラムFESCO(Forum of European Securities Commission. 欧州証券監督者委員会CESR(The Committee of European Securities Regulators)の前身)は、指令11条を補充する内容の「自衛能力ある投資家(sophisticated investor)」について検討を開始し、協議書¹³⁵⁾も出した。

FSAによると、FESCOの作業にはFSAが関与しており、FESCOの案(「プロフェッショナル顧客」と「大型/中型顧客」とに区分)とCP43における案(「市場相手方」と「中間層顧客」とに区分)とでは、アプローチは異なるものの、大体同じ内容の「自衛能力ある投資家(sophisticated investors 現行英国規制の中間層顧客にほぼ相当)」を区分することを目指していた¹³⁶⁾。

2001年6月のEC委員会の決定¹³⁷⁾でCESRが設立され、FESCOの作業を引き継いだ。CESRによってCOBに関するガイドラインが発表され、そこでは顧客は、リテール・プロ・カウンターパーティの3つに分類された¹³⁸⁾(FESCOの「自衛能力ある投資家」というクラスは採られなかった。ISD2でも同様)。

ちなみに、欧州指令関連文書では英語を公用

図表 5 英国規制と ISD 2 の顧客区分の比較

UK 証券系 FSAHB 三分法 = (リテール 2 分+1)	UK 銀行 系二分法 (プロアマ)	UK FPO 投資 勧誘	ISD 2 前文 (31)に「顧客保 護のための三分」という目 的		UK オブシ ョン A	UK オブシ ョン B	PD 新 目論見 書指令	US/JP
市場当事者 Market counterparty (client) Inter-professional Code 適用 ↓プロアマ	Inter-professional	Investment professional (認可業者含む)	適格当事 者Eligible counterparty 19,21,22 免除(程度 は各国裁 量)	プロ顧客 Professional client 定義 Annex II (国や 金融機関・富裕層 個人まで) 目的は COB 適用軽減免 除。具体的効果は CESR の具体化 19(10)(c)および各国 による。27	ISD2 指定は ISD 2 以外は 現 行 UK	Eligible counter party	Qualifi ed investo rs	QIB (適格機 関投資家) ↓ Reg D ほ か (自衛能力あ る投資家 accredited investors)
中間層顧客 Intermediate customer (expertise) 地方公共団体・ 投信・富裕層個 人・法人(いわ ゆる機関投資家 が入る)	リテール 顧客を区 分せず	Sophisticated investors; High net-worth bodies	FESCO 時 代の自衛 能力ある 投資家 (案)	↓プロアマ		Profes- sional client	Qualifi ed investo rs (各 国法) 法人は 登録, 個人は 要件+ 申請	↓JP プロア マ?
一般顧客 Private customer		特に名称なし		Non-professional or retail client (4 (12)) CESR 27(7)(e)		Non-pro- fessio nal or retail client	未登録 法人, 要件未 充足/ 未申請 個人	

(注) 破線は関係が明確ではない、あるいは不確定(各国決定に委ねられる)であることを意味する。「アマ」という言葉は日本以外では使われていない。「プロ」あるいはそれを定義とする語を目安に区分した。横線(破線でない線)が二つの柱を横切っている場合にも、内容的に同等ないし関連すると意識されているものの、必ずしも全く同じということではない(例, UK証券系の市場当事者とUK銀行系のinter-professional)。

語としているが、英国制度とは別物であることを示すためか、おそらく意図的に英国規制からずらした言葉を用いるので、わかりにくい(しかも実際には英国制度を大幅に参照しているため、英国制度を知っている者はその先入観から誤読しやすい)。「顧客区分」を例にとってみても、「顧客」という語に customer と client とをどのように充てるかという点で異なるほか、「区分」についても、英国では classification とするが、ISD では categorisation という語を用いている。

4.3. 英国規制と ISD 2 との根本的な相違は何か

近年、欧州でもわが国でも急速に大衆投資家が増加し、また、新種商品が取引されるようになった。そこで、いわゆるアマの保護が緊急の課題として浮上した。英国も例外ではなく、理解能力も資産も限られる国民にも耐えられる投資環境の整備を重視している¹³⁹⁾。

しかし、証券投資家は、預金者や保険契約者に比べて富裕層の比率が高く¹⁴⁰⁾、富裕層が国内リテールの主力であった¹⁴¹⁾とって大過な

いであろう。この富裕層や小型の機関投資家（以下、富裕層と一括する）の保護の方針が曖昧であることがISD 2の問題といえる。

大衆投資家に対しては、コスト面からも投資家の能力や資力の点からも、富裕層に対するのと同様のサービス¹⁴²⁾を提供することは難しい。英国銀行系二分法のように「一部の金融機関等を除けば、国民は皆同じ」とすると、富裕層に対する扱いが大衆投資家に対する扱いと同じとなる。それを避けるため、顧客区分を一般顧客と以外とで分けることは合理的であるし、上の図でも、英国銀行系以外ではそのように区分されている。

問題は、ISD 2の区分によると、プロの層が広く¹⁴³⁾、上は国・大銀行から下は小金持ちまで含まれることにある。その結果、比較的小規模あるいは投資技術の低い層（地方公共団体や投資ファンド、個人など）について、能力に照らして過少規制となる可能性が高い。

考えられる1つの反論¹⁴⁴⁾は、「投資家と投資サービス業者との間では、主体別あるいは行為別で移動が可能であるから問題はない」というものである。しかし、この考えに対しては、英国が市場参加者のクラス拡張に消極的であった事情が再反論の根拠となり得よう。すなわち①交渉能力の不足等が理由となり、必要な下位移動が行われ難い、とか、②取引相手の属性確認のためのコストがかかる、といった問題がある¹⁴⁵⁾。

現在、FSAは、以下に詳述するように、ISD 2と現行規則との調整に苦慮している。完璧は期せないが、現行三分区（市場参加者・中間層顧客・一般顧客）に近い形でISD 2下の適格投資家・プロフェッショナル投資家・リテール投資家の区分および保護が導入されるものと

推測される。しかし、そういう配慮が不十分な国では、規制が厳しく商品選択の幅が限られる一般大衆投資家市場に行くか、さもなくば、保護が極めて薄いプロ市場に参加するか、のいずれかを投資家に迫ることになるかもしれない。換言すれば、伝統的証券投資家の実態に即したクラス分類および保護付与が不十分となることが懸念される（銀行中心の金融が発達し、個人は投資よりも貯蓄を主体としてきた場合には、そうなりやすいと予想される¹⁴⁶⁾）。

4.4. 英国規制はISD 2下でどの程度維持され得るか

[I] 国内法化計画

英国も加盟国として新投資サービス指令ISD 2に従わねばならず、しかも指令は調和化志向を反映して各国裁量を制限する傾向にある。一般論としてFSAは、ISD 2（英国では普通、MiFIDといわれている）に合わせて英国現行規則を相当に変更する（substantially revisions to large parts of the FSA's handbook）必要があることを認めている（翻って新目論見書指令などは、現行規制にほとんど影響しないという¹⁴⁷⁾）。ただ、ISD 2がその実質的内容をランファルシーレベル2の作業に大幅に譲ったため、それが完成する2005年4月末までは、英国での国内法化の作業が進められない状態にあった。

FSAのISD 2国内法化のための作業予定表¹⁴⁸⁾によると、まず必要な法令の改正（FSAに規則制定権限を大幅に授権する必要がある）を財務省が行い、それが2006年1月に終了する。同時進行の形でFSAがルール改正作業を進め、2005年11月に第一協議書の発表を経、06年の7月ないし10月に最終案を採用することが

図表 6 英国規制改正の方向（「図表 5 英国規制と ISD 2 の顧客区分の比較」の一部）

現行 UK 制度 3 分法 = (リテール 2 分 + 1)	ISD 2 recital (31)に「顧客保護のた めの 3 区分」という目的		オプション A 24(1)業務を隔離	オプション B 24(1)業務を融合
Market counterparty (client)→ ほとんどは Inter-professional Code ↓ プロアマ	Eligible counterparty 19,21,22免除 (ただし程度は 各国裁量)	<i>Professional client</i> 定義 Annex II (国や金 融機関・富裕層個人 まで) 目的は COB 適用軽減免除。具体 的効果は CESR の具 体化19(10)(c)および各 国。27 ↓ プロアマ	ISD 2 指定 は ISD 2 以外は現行 UK 制度	Eligible counterparty もどき
Intermediate <i>Customer</i> (expertise) 地方公共団体、投 信、富裕層個人、法 人 (いわゆる機関投 資家が入る)				<i>Professional client</i>
Private <i>Customer</i>		<i>Non-professional or retail client</i> (4(12)) (上位移動 につき AII) CESR 27(7)(e)		<i>Non-professional or retail client</i>

予定されている（06年4月が当初の国内法化の
締切りであったが、05年1月の決定で一年間延
長された¹⁴⁹⁾）。

FSA は ISD 2 のポイントとして、①投資顧
問・商品デリバティブなどの対象拡大、②利益
相反規制の設定、③共通行為規制 COB の設定
(とくに、投資顧問を行う場合の適合性テスト
(suitability test) の義務化の影響が大)、④最
良執行義務 (従来とほぼ同じ)、⑤パスポート
権といわれる、渉外投資活動に対する規制緩和、
⑥投資家区分、⑦規制市場および MTF 基
準を新設、⑧株式取引前の透明性に係る規制の
整備、⑨取引後の透明性に係る規制の整備、を
挙げている。⑥として顧客区分も挙げられてい
るのみならず、FSA は「現在の顧客区分制度
を、多くの領域で新制度に合わせる必要があ
る」とコメントしている¹⁵⁰⁾。

【II】国内法化にあたっての選択肢

顧客区分規制をどのように変更するかに関す
る FSA の見解は、2005年4月末の時点ではほ
んど明らかにされていないが、次のような資
料がある。FSA は、国内法化にあたり各国裁
量の余地があること等を理由に、費用対効果検
討への参加を各種取引委員会に呼びかけた¹⁵¹⁾。
その際、「ISD 2 が三分法を取ることは現行英
国規制と同じ (そもそも、ISD 2 の制度は現行
英国規制を反映 (mirror) している) だが、
用語や区分基準が違い¹⁵²⁾、また、クラス間移
動の柔軟性が限られている¹⁵³⁾」というように
説明している。

FSA は、ISD 2 の「適格相手方」制度の適
用がある場合は意外と狭く¹⁵⁴⁾、具体的には、
ブローカー・ディーラー業務を行う業者が、適
格相手方と行う取引およびその取引に直接関連

する付随業務を行う場合に限られることを「24条1項業務 (Article 24(1) business)」という言い方で強調する。それ以外の業務 (non-scope business. 英国 FSMA の指定投資業務 (designated investment business) で指令の24条1項業務に該らないもの) については、顧客は、「プロフェッショナル顧客」と「リテール顧客」のいずれかに分類される。ISD 2では純粋な主体別基準をとっていないため、同一主体が「適格当事者」であると同時に「プロフェッショナル顧客」であるといったことが生じるといえることであろう。

FSAによると、ISD 2の国内法化にあたっては、オプションAとオプションBとが考えられる。オプションAでは、現行規則とISD 2により導入が強制される制度とを単純に併存させる。オプションBは、「ISD 2もどき (MiFID look-alike)」といわれるもので、「24条1項業務」の規制を他の投資業務にも及ぼすことにより、指定投資業務に関する規制を融合し、不完全ながら一本化した制度を目指す（「不完全ながら」というのは、24条1項業務以外については①プロフェッショナル顧客から適格当事者への上位移動要件を緩和する、②リテール顧客からプロフェッショナル顧客への上位移動要件を緩和する（3要件のうち2ではなく1で足りるとするなど）、③現行区分の簡易な読み替えを行う、というように、柔軟性を持たせるべきとFSAが示唆しており、要するに、要件効果の完全一致は目指されていない）。

FSAは諸協会に対して、両オプションに対する協会会員の反応（影響を受けない・若干受ける・重大な影響あり、を選んだ社数および割合）に関する報告を要請している。オプションAとBのどちらを採用かで業界内に利害対立が

生じ得る（24条1項業務を行っていない業者と行っている業者とでは、オプションAを採用すると、前者は現状のままで有利、後者は二種の制度に対応することとなり不利となる。オプションBを採用すると、その逆となる）ので、費用対効果調査しようというわけである。オプションBを採用すれば、現行規則の三分法に近い帰結に持ち込める（FSAは「オプションBを採用する場合」24条1項業務以外については、すべてのプロ顧客が適格当事者に上位移動できる程度の要件を定める」という言い方をしているので、「市場当事者」にあたる層が「適格相手方」にほぼそのまま移ると考えているように推測される）。とはいっても、24条1項業務での特に上位移動は、プロ顧客から適格当事者（FSAはISD 2のほうが定量要件を要求し、厳格であるとしている）、ノンプロ顧客からプロ顧客のいずれについても柔軟性が限られることが指摘されている¹⁵⁵⁾。なお、「柔軟」といっても、英国規制が軽いということでは必ずしもなく、保護の実質に即しているという意味で柔軟といっているようである。英国規制下では、個人投資家は、資産基準等こそ課されていないが、知識経験基準を満たすことが不可欠とされる。他方、ISD 2では、知識経験も審査の対象となるが、絶対要件とはなっていない。

5. [補論 2] 適格機関投資家との関係

5.1. 適格機関投資家相当の規定の所在およびISD 2のプロ顧客との関係

証券公募の際の開示が免除される投資家（日米の「適格機関投資家」に相当するもので、いわゆるプロ私募といわれるもの）に相当するものを規定する規則はどこにあるのであろうか。先述のプロ間取引に関するルール（MAR 3）

は、銀行系のルール（ロンドンコードおよびその前のグレイペーパー）を前身とした例えば取引の記録や資金洗浄防止などに関するルールであり、「適格機関投資家」とは直接の関係がない。

証券公募規制が免除される投資家は、公募目論見書指令および1986年投資サービス法（FSA1986）の適用下で公募目論見書規制の適用を免除される発行に関わる者という形で定義された（投資サービス法は2000年金融サービス市場法（FSMA2000）に引き継がれ、また公募目論見書指令は2003年に新公募目録見書指令PDに改められている¹⁵⁶⁾。

そのほか、未開証券の大衆分散防止規定がFSA1986の56条（不招請勧誘禁止）および57条（広告制限）の規定ならびにこれらを具体化するSIBと傘下の自主機関の自主規則として置かれた¹⁵⁷⁾。これらは今日、不招請勧誘規制と広告規制とが「投資勧誘（financial promotion）規制」として統合され、FSMA2000の21条およびそれを受けた投資勧誘命令FPO（Financial Promotion Order）およびFSAハンドブック規則（COB3.9-3.10）の形を取っている。

さて、新投資サービス指令の顧客区分における「市場相手方」あるいは「中間層顧客」といった行為規制の適用が減免される投資家層と、2003年改正前指令下の証券公募規制の免除対象となる投資家層とは、事実上重複することはあっても、規制の間に論理的関連は従来はなかったと思われる（この二つを関連づけて論じる資料を見出し得なかった）。

ところが、以下に見るように、新公募目論見書指令PD（prospectus directive）は、加盟国に適格投資家の範囲を具体的に決定する権限

を授権しており、これを行行使すると、新投資サービス指令の「プロフェッショナル顧客」に近い内容の投資家層を「適格投資家（qualified investors）」として指定し得るようであり、この限りで私募における適格投資家と販売勧誘におけるプロ顧客とが接近する現象が見られる¹⁵⁸⁾。

5.2. 新公募目論見書指令¹⁵⁹⁾

5.2.1. 新公募目論見書指令における適格投資家

新公募目論見書指令PDは、その3条2項で「目論見書作成義務は、以下の取得申込みの勧誘・売付け申込み（offer）には適用がない¹⁶⁰⁾。(a)適格投資家のみに向けた証券の取得申込みの勧誘・売付け申込み（以下、略）」とした上で、その2条1項(e)号で「適格投資家（qualified investors）」を次のように定義している（読みやすさのために、本筋に関係のない記述を一部略した）。

(1)金融市場での業務を認可された、あるいは規制された法的主体で、以下を含む。銀行、投資サービス業者、その他の認可ないし規制された金融機関、保険会社、集団投資スキームおよび管理会社、年金基金および管理会社、商品ディーラー、証券投資のみを業務目的とする主体で認可や規制を受けていないもの（筆者、以上は新投資サービス指令アネックスIIの「プロ顧客とみなされるカテゴリー」の(1)および(4)の前半に、表現の差異等はあるが、ほぼ同じである）、

(2)国、地方政府、中央機関、IMF・欧州中央銀行・欧州投資銀行などの国際機関（筆者、以上は新投資サービス指令アネックスII(3)と同じである）、

図表7 目論見書指令PDの「適格投資家」と投資サービス指令ISD2の「プロ顧客」との比較

	PDの適格投資家	ISD2のプロ顧客
A	§ 2(1)(e)(i)	I (当然のプロ顧客)(1), (4)(後半 ¹⁶⁴)やや疑いあり)
	§ 2(1)(e)(ii)	I (3)
B		I (2) 所定の要件 (①資産2000万ユーロ, ②売上4000万ユーロ, ③自己資本200万ユーロ, のうち2つ以上) を満たす大企業
	§ 2(1)(e)(iii) 所定の要件 (①従業員250人未満, ②総資産4300万ユーロ以下, ③売上高5000万ユーロ以下, のうち, 2つ以上) を満たさない, 非中小企業	
C	§ 2(1)(e)(iv) 所定の要件を満たす個人の要請 (各国裁量)	II. (申請によるプロ顧客) 所定の要件を満たす顧客の要請
	§ 2(1)(e)(v) 中小企業 (各国裁量)	

(3)以上に挙げた以外の主体で、パラグラフ(e) (「中小企業 (small and medium-sized enterprises) 」)とは、直近の連結または単体の計算書類において、以下の2以上に該当するものである。①一財務会計年度における平均従業員数が250人未満、②貸借対照表上の総資産が4,300万ユーロ以下、③売上高5,000万ユーロ以下¹⁶¹⁾の要件の2つ以上に該当しないもの(筆者、新投資サービス指令アネックスII(2)は、大規模事業会社に関する規定である。PDの非中小企業とISD2の大規模企業は一部重複するが、いずれかが他方を包含する関係にない(微妙にずれている)。なぜ一致させなかったかは不明)、

(4)自然人の一部。加盟国は、本国居住者で、かつ適格投資家としての扱いを明示的に要請し、かつパラグラフ2の要件の2つ以上を満たす者(著者、ISD2の申請によるプロ顧客の場合と同じ¹⁶²⁾)を認可できる、

(5)中小企業の一部。加盟国は、同国内に登録事務所を持ち、かつ適格投資家としての扱いを明示的に要請した者を認可できる。

上の(4)および(5)が加盟国における立法の根拠

となっている。立法した場合、各国は、発行者が登録者情報を得られること、および、登録者が任意の時点で登録を解除できることを担保し、また、情報保護の観点から適切なシステムを確保しなければならない¹⁶³⁾。

PDとISD2とを見ると、国や金融機関といった典型的なプロ([A])はほぼ同じ、大規模事業会社([B])について、ややずれがあるもののほぼ同じ、以上のほかの一般顧客([C])については、個人については同じ(正確にはPDの場合、各国法が必要)、法人については、PDのほうがISD2よりも広くなり得る(PDの場合、ISD2のような資産要件がないから。ただし、各国法でISD2より狭くすることも可能である)。

全体を通してみると、[C]で各国裁量立法がISD2に合わせる形で行われた場合、ISD2の「プロ顧客」とPDの「適格投資家」とは殆ど等しくなり¹⁶⁵⁾、日米の「適格機関投資家」や「自衛能力ある投資家」に比べて極めて広いものとなる。特に「登録すれば、法人は全てPD上の適格投資家となれる」という点は、日

ようというのが FSA の予想である¹⁶⁹⁾。

6. [補論 3] 投資勧誘命令における顧客分類との異同および関係

投資勧誘命令 FPO¹⁷⁰⁾ は、「投資専門家 (investment professionals, 大まかにいて業者および政府機関)¹⁷¹⁾」, 「富裕層 (個人および法人)¹⁷²⁾ (high net worth individuals, 大まかにいて, 一定以上の資産を保有する一般投資家)」, 「自衛能力ある投資家 (sophisticated investors, 大まかにいて, 業者が投資判断能力ありと認証した者)¹⁷³⁾」という, FSA ハンドブックが用いているのとは違う語を用いている。「投資専門家」, 「富裕層」, 「自衛能力ある投資家」のいずれかに (実際には, これ以外にも主体を定義する形で免除されている例が多数ある¹⁷⁴⁾が, それらは特定の主体や特定種類の団体などを指定するものである) 該当する場合で, かつ所定の要件を満たす場合, 勧誘規制の適用が全部または一部¹⁷⁵⁾免除される。

翻って FSA の COB 規則は, 勧誘規則を含む行為規則全般の適用の有無をクラス毎に決めるものであり, クラスの定義も FPO よりも全般に細かい。

FPO (あるいは, 更に上位にある金融サービス市場法 FSMA) と FSA の COB 規則とでは, 後者のほうが実際の規範としては重要なようであり, 実際, FPO の解説書はほとんど見かけない¹⁷⁶⁾。投資勧誘命令は, EC 指令との整合性を担保するための形式的なものに過ぎず, 同命令に矛盾しない限度で実質的な国内ルールである FSA ルールを整備していく方針のようである。

米から見れば驚異的といえるかもしれない (もっとも, 英国から見れば驚くことではないようである。現行の英国公募目論見書規制¹⁶⁶⁾ は極めて広く例外を認めており, FSA は「(新目論見書指令の) 免除の範囲は, 発行回状と目論見書に関する現行英国ルールと同様である¹⁶⁷⁾」とコメントしている)。

要するに, ISD 2 のプロ顧客・リテール顧客の区分を採用し, PD の授權を活用して ISD 2 の要件に接近させた規制を設ければ (ISD 2 のアネックス 2 の資産要件を満たす法人とアネックス 2 の取引経験要件を満たす個人を指定すれば, 完璧に一致する), 開示規制が免除される「適格投資家」と行為規制が軽減される「プロ顧客」とは極めて近いグループ (所定の資産要件を満たす法人と所定の投資経験のある個人) となるという形で連動性が生じることとなる。これが意図した結果であるか, 仮にそうだとし, どのような使われ方を想定してのことか, について書いたものを見出しえなかった。

5.2.2. 「適格投資家」の国内法化に伴う問題など

英国は, 2004年10月に目論見書指令に対応する協議書¹⁶⁸⁾を出しており, 指令による現行規則の改正の主要な内容を, ①証券公募も範囲に入れる, ②目論見書の様式と内容を改正するほか, 目論見書免除要件を明記, ③欧州全体で通用する目論見書の導入 (パスポート権), ④非加盟国との関係, ⑤目論見書承認手続, ⑥発行者に対する年次情報の要求および適格投資家登録方法, としている (¶1.5.)。⑥の適格投資家登録については, FPO の顧客クラス区分 (次節) に比べれば手続きは客観的であり, 困難は限られようと述べている。登録は一年間有効で, 更新可能である。当面の利用者は限られ

注

(96) 以前の注は前号を御参照いただきたい。

- 97) < <http://fsahandbook.info/FSA/handbook.jsp?doc=/glossary/glossary&gloss=M>>.
- 98) 後の6.2.1.での下位移動でも述べるが、プロ市場参加者である認可業者が市場相手方以外の属性を持つことに極めて制限的と解される。
- 99) さらに、顧客だったとすれば上の要件に該当する者も含まれる(顧客関係形成前の者を念頭に置いた規定であると思われる)。
- 100) < <http://fsahandbook.info/FSA/handbook.jsp?doc=/handbook/PRIN>>.
- 101) < <http://fsahandbook.info/FSA/handbook.jsp?doc=/handbook/MAR/3>>.
- 102) < <http://fsahandbook.info/FSA/handbook.jsp?doc=/glossary/glossary&gloss=I>>.
- 103) 顧客だったとすれば上の要件に該当する者も含まれる(顧客関係形成前の者を念頭に置いた規定であろう)。
- 104) 後注173の「認証自衛能力のある投資家」の作成する書面の文章からも明らかである。
- 105) そもそも効果が異なるので単純比較はできないが、たしかにわが国上場会社が適合性原則違反の勧誘を理由に証券会社を訴えた例は公表されている限り存在しないようである。これには色々な理由が考えられる(①損失補填が禁じられる以前には損失補填した、②補填禁止後も、IPO株優先割当などで理解を得ることができる、③(上場会社に限ることではないが)販売側に他の有責事由たとえば詐欺やチャージングなどがある場合が多く、あえて立証の難しい適合性原則違反を争う必要性は乏しい)が、いづれにしても「投資判断能力があるから問題とならなかった」と見るのは楽観的に過ぎよう。仮に、投資サービス法により、商法上の大会社程度の規模の会社が一般に当然のプロとなり適合性原則の適用外とされ、しかも、裁判所が同調して業者の責任を認めない傾向が強まれば、会社側も一般顧客に下位移動するか、投資担当者の監視を強化するなどの対応を要しよう。会社の性格(国際取引が多いとか、原材料コストヘッジが必須であるとか、まとまった剰余資金の運用の必要がある場合など)によって、経理部門による投資活動が不可欠な会社は多いが、そうではない場合もあるので、画一的な扱いは適当ではあるまい。
- 106) < <http://fsahandbook.info/FSA/handbook.jsp?doc=/glossary/glossary&gloss=P>>.
- 107) 「市場相手方にも中間層顧客にも該当しない顧客(client)で、以下を含む」という形式になっている。例示されているものとして、業者ではない個人などが挙げられている。See also Al-Turki, Client Classification for IBF, *supra* note 1 at 98.
- 108) < http://fsahandbook.info/FSA/handbook/LI/2004/2004_89.pdf>.
- 109) KYCルールはマネーロンダリングの関係で顧客を調査する義務を金融機関に課す場合に使う用例が最近ではむしろ一般的である(用例として、たとえばFSA, DP22, Reducing Money Laundering Risk - Know Your Custome and Anti-Money Laundering Monitoring (Aug. 2003) (<http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp22.pdf>)が、ここにいう「顧客を知れ」はもちろん、勧誘の前提として顧客の資力や要望等を調査せよ、ということである。
- 110) Scrivastava, Customers *supra* note 1 at 155にも網羅的ではないから、COB全体を点検することが推奨される、とある。協議書段階であるが、適用のある(ない)項目を網羅的に挙げた表が*supra* note 4のCP43のAnnex Bとして与えられている。
- 111) 正確にはCOB3.10の不招請勧誘については明瞭とはいえないが、中間層顧客は勧誘について事前に包括的同意を与える場合が多いと推測され、要するに、実質的には一般顧客を保護する規定と考えられる。
- 112) 理由は見当たらないが、COB4.1.11E(2)には、ここに挙げられた項目の違反についてはCOB4.1.9(1)(b)(i)の書面による不利益警告の義務の違反として扱われる可能性がある、としており、また、もともと本規定(Evidential provisionである)の効果は強制的ではなく、あくまで訴訟上の判断に使われるにすぎないので、COB4.1.11E(1)に列挙されているかどうかは、あるクラスの顧客保護の内容と完全に一致しないこと自体には問題はないのであろう。なお、ここに挙げられた項目は、Depolarisation Instrument 2004 (FSA 2004/89)< http://fsahandbook.info/FSA/handbook/LI/2004/2004_89.pdf>で改正されている。
- 113) < <http://fsahandbook.info/FSA/handbook.jsp?doc=/handbook/PRIN/2/1>>.
- 114) < <http://fsahandbook.info/FSA/handbook.jsp?doc=/handbook/MAR>>.
- 115) Scrivastava, Customers *supra* note 1 at 156.
- 116) 法律上の違反があれば、FSA1986 § 56, 57でも、また現行法であるFSMA § 30(2)&(3)でも、同法中の金融商品勧誘規制(現行法では21条)違反の場合、折衝の結果たる契約や権利行使は原則として執行不能であり、原状回復を求め得るとされる。
- 117) (1)認可業者による規則違反は、法定義務違反に対する訴訟に適用される抗弁事由及びその他の付随条件に従って、当該違反の結果として損害を被った私人の訴えによる訴訟が可能である。(2)規則が規定する場合には、これらの規則の所定の規則の違反には第(1)項を適用しない。(3)所定の場合には、私人の訴えによる訴訟が可能となる規則の違反は、法定義務違反に対する訴訟に適用される抗弁事由及びその他付随条件に従って私人でない者の訴えによる訴訟を可能とする。(4)第(1)項及び第(3)項における「規則(rule)」には、次に掲げるものを含まない。(a)上場規則、又は(b)認可業者に対し、財源を保有若しくは維持することを義務づける規則 (5)「私人(private person)」とは、所定の意味を有する。
- 以上、日本証券経済研究所「外国証券関係法令集 イギリス 金融サービス市場法」(2000)の翻訳によった。「私人」の定義はThe Financial Services and Markets Act 2000 (Right of Action) Regulations 2001, SI2001/2256, reg.3にあるが、個人(individual)については投資事業の遂行上、また以外の私人(地方公共団体を含む政府や国際機関を含まない)については事業一般

- の遂行上に発生した損失ではない損失を負った者をいう。上の(2)項にあるように、FSAはその違反が民事責任を発生させない規則を設けることができる。Eva Lomnicka, *The Financial Services and Markets Act: An Annotated Guide 257-260(2002)* [hereinafter Lomnicka] に本条のコメンタールがある (FSMA 制定以前の自主規則違反の違反に対する民事責任の請求の可否の例が掲載されているが、損失の存在および違反との因果関係の立証が難しいようである)。
- 118) しばしば、「英国では(わが国でいえば公法的な)規則違反についても、民事責任を課す」と消費者保護が強いように紹介されることがあるが、わが国でも民法不法行為あるいは債務不履行(信義則違反を含む)の適用上、規則違反を考慮することは行われており(更に金販法4条および5条により、重要事項の説明義務の不履行の場合、損害についての立証責任が軽減されている)、実際にどの程度、救済にあたり違いがあるかを事案に基づき比較する必要があると思われる。
- 119) Scrivastava, *Customers supra* note 1 at 156に紹介されている未公開事案 (Unreported Case No. 1988/1834 QBD. London, 2 Aug. 2001) で、規則違反に基づく民事責任追及の事案のほとんどは和解で処理されているのではないかと推測される。紹介された事実の限りでは、当該投資家は、投資経験や当該業者との関係が客観的に十分であり、また問題となった警告書受領の後も取引を重ねているなどの事情があり(要するに悪質なケース)、同様の請求に対する裁判所の判断を業者側としても明らかにしたかったのかもしれない。
- 120) 前注85で挙げた青木1で扱う欧州指令における立場(2.1.2.2.)は英国のそれと比較して非常にわかりにくい(そもそも、市場相手方の範囲が英国に比べて欧州指令では小規模な年金基金や投資スキームを含むなど、範囲が下のほうに広がっているという違いがあり、下位移動を認める必要が強い)。中間層顧客や一般顧客としての扱い(オプトイン)の手続きも原則として業者が応じれば自由であるとされ、逆に中間層顧客から市場相手方へ移動する場合には、英国と同様に所定の客観要件の充足が求められる。
- 121) なお、プロ間取引以外の活動を行う場合で、かつ、業者顧客が、本人の属性あるいは(該当する場合)生命保険会社であることを明らかにしなかった場合、中間層顧客として扱われる。COB4.1.7R(3)。
- 122) そのほか、プロ間取引ではない行為を行う場合で、かつ、業者が資産を運用している生命保険であるか、または業者が自己の営業のために行為しているということを明示していない場合、については、中間層顧客として扱われる。COB4.1.7R(3)。また集団投資スキーム CISの場合も例外とされる。COB4.1.7R(4)。これらの業者関連の例外はひんばんに改正されるようである。
- 123) サブクラスの要件は以下のいずれかを満たすことである。(a)資本金1,000万ポンド以上の団体 (body corporate. 有限責任組合を含み、またその持株会社あるいは子会社の資本を合算可)、(b)(i)総資産1,250万ユーロ以上、(ii)純取引高2,500万ユーロ以上、(iii)年間平均雇用労働者数250人以上、の3要件のうち2以上を満たす団体(その持株会社あるいは子会社の数値を合算可)、(c)地方公共団体・公共団体(local or public authority)、(d)組合または法人格なき社団で純資産1,000万ポンド以上(有限責任の場合、パートナーからのローンを算入しない)、(e)資産1,000万ポンド以上の信託受託者(職域年金、SSAS、ステークホルダー年金を除く)、(f)職域年金・SSAS・ステークホルダー年金で、過去2年間あるいは現在のいずれかで、(i)加入員50名以上、かつ(ii)管理資産が1,000万ポンド以上のもの。COB4.1.12R. 上のうち、ユーロ建ての要件はあるいは欧州指令の要件を意識してのものと思われるが、どの指令か見出しえなかった(III.5.2.1.の目録見書指令の要件とは食い違う)。
- 124) この業者も、移動に関する連絡が相手方の担当者に伝達されているかについて確認するほか、(a)大規模中間層顧客のうち、前注123の(a)ないし(b)に該当するものについては反対の通知を受けていないこと、(b)以外の大規模中間層顧客については書面による承認を得ること、が求められる。
- 125) COB4.1.9R.
- 126) COB4.1.9R(2)。
- 127) わが国では業界から「プロ顧客への移行は包括的なものとし、種類や取引による限定を認めるべきではない」という意見(田中意見書<http://www.fsa.go.jp/sing/sing-kinyu/siryoku/kinyu/dai1/f-20051102_d1sir/10.pdf>)が出されているが、それとは正反対の方針をとっているわけである。
- 128) わが国ならば、社内研修等で用いる典型的な裁判例の内容について、上級の取引を希望する顧客に10件程度(形骸化しないよう、相当件数のストックから無作為に抽出する)回答させてみてはどうか。
- 129) Training & Competence and Conduct of Business in Authorised Professional Firms (Nov. 28, 2003). 富裕である、あるいは会社役員等の地位を持つという一点のみをもって上位移動させた例でFSAが不適切と判断する例が見られるという。<http://www.fsa.gov.uk/pubs/ceo/ceo_letter_28nov03.pdf>。
- 130) Al-Turki, *Client Classification for IBF, supra* note 1 at 91.
- 131) Scrivastava, *Customers supra* note 1 at 149.
- 132) 例えば Al-Turki, *Client Classification for IBF, supra* note 1 at 93-94は改正前のルールを前提とした解説である。旧規制を支持する者は、代理業者(市場相手方として扱われる)を通じて取引すればどちらにせよ同じというように割り切って考えていたようである。
- 133) DP 1 *supra* note 22 ¶2.28.「個人(individual)はおよそプロとして取り扱うべからず」という極論が見られる一方で、「十分な知識を持つ個人もいるに決まっており、その者に対して過剰な保護を与えるべきでない」とする反論がある。
- 134) CP43, *supra* note 23 ¶¶5.1-5.5.
- 135) Implementation of Article 11 of the ISD: Categorisation of Investors for the purpose of conduct of business rules (Nov. 1999). ネット上で原文を入手することはできないようであるが、FESCO自身によるコメントが<<http://www.rws-verlag.de/volltext/fesco>>。

htm>に記録されている。

- 136) FESCO, Consultative Paper Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection - FESCO Proposal for Harmonisation of Core Conduct of Business Rules for Investor Protection (Feb. 07, 2001 Ref. Fesco/oo-124-b). ちなみに、FESCOによる調和化の試みに対する英国業界の反応は、「総論としては良いが、プロ間取引に要らざる規制を課されることが心配だ」というものであった。
<<http://www.rws-verlag.de/volltext/fesco.htm>>.
- 137) <[http://www.cesr-eu.org/javascript:PopupCenter\('/popup.php?ref=2001/527/EC', 800, 600, 'menu-bar=no, scrollbars=no, statusbar=no'\)](http://www.cesr-eu.org/javascript:PopupCenter('/popup.php?ref=2001/527/EC', 800, 600, 'menu-bar=no, scrollbars=no, statusbar=no'))> (公的資料の公開にジャバスクリプトを使うという一事からも、CESR という機関の性格が推して知れよう)。
- 138) 詳細は前注85・青木1の第4章を参照。
- 139) ただ、投資サービスの中では中長期商品、とくに貯蓄性保険に重点が置かれており、伝統的に証券として扱われる商品の行為規制については、解決済みの観がある。
- 140) 米国で個人一般投資家比率が高いのは、開示の上での公募証券については投資条件は平等であり、私募証券の発行および流通について一部の限られた資格を満たす者の参加を認めるという前提をとっているからであろう。したがって公募証券市場には、機関投資家を通じた間接保有を含めると、高率の個人投資家が参加しており、証券投資は金持ちのやることという常識はなり立たない。なお、近時、比較的資産の限られた層にも投資顧問サービスが提供されるようになってきているようである。
- 141) わが国を例にとると、伝統的証券会社に比べてネット専業証券や銀行系証券のほうが大衆顧客の獲得に利があると思われることから、伝統的証券会社における富裕層顧客の重要性が低くなるということは考え難い。
- 142) 例えば次のようなものが考えられる。投資顧問や一任勘定。適法な限りでの投資損失への手当て。一般顧客には勧めないハイリスクハイリターン商品(特に私募商品)の勧誘。
- 143) 非大衆投資家を、私募参加者として限定的に認めていく米国規制では、そういう問題はない。
- 144) いま1つの反論は、英国の中間層顧客も実際には行為規制上の主要な保護(とくに適合性原則)はさほど与えられておらず、それゆえ、中間層顧客に分類されようと欧州指令のプロ顧客に分類されようとさほど違いないというものである。たしかに、本文中に先述したように、英国で中間層顧客が救済される可能性は、一般顧客からの移動の不適切を理由とする場合が多いと考えられるので、移動がない「当然の中間層顧客(規則で中間層顧客であることを指定された者)」は、英国規制下でもさほど行為規制上および民事上の救済を期待できない。中間層顧客として(市場相手方はもちろん、欧州のプロフェッショナル顧客に比べて)厚く保護されるのは、一般顧客から上位移動した、自然人や当然の中間層顧客とされない法人と考えるべきなのかもしれない(「当然の中間層顧客」にあたる地公団・中小ファンド・事業会社等が保護を欲する場合、一般顧客に下位移動すべきという
- うことであろう)。
- 145) I.2.2.2. [II] および脚注。
- 146) 非常に単純化していえば、ISD2は、極端ともいえる保護規制が敷かれる大衆市場と、これまた極端に規制を免れた市場とを二分する傾向を示しているように思われる。後者の自由市場は、かつての規制の弱かった欧州市場の先祖返りともいえるかもしれない。前者の大衆市場は、政府が主導して資本市場に導いた大衆投資家を放置するわけにはいかないからであろう。
- 147) <<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/EU/fsap/mifid/index.shtml> (impact on firms)>.
- 148) <http://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/pdf/mifid_timetable.pdf>.
- 149) <<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/EU/fsap/mifid/index.shtml>> (implementation timetable).
- 150) Id. (key provisions).
- 151) MiFID CBA Questionnaire for Trade Associations - 1st Round Mandates
<http://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/pdf/trade_assoc_questionnaire.pdf>の15-17頁(顧客の区分)。
- 152) 顧客が適格当事者として受ける効果の範囲が狭く、他の領域ではプロフェッショナル顧客またはリテール顧客としての扱いを受けることとなる。前注85・青木1の2.1.1.2.で整理したが、要するに、欧州指令では、ある者が適格当事者とプロ顧客との双方の属性を持ち得、局面により異なるとしている(英国の場合、市場相手方が中間層顧客を兼ねることは原則としてない)。
- 153) 特に上位移動の場合の制限が厳しいというのがFSAの認識のようであるが、クラスの定義が異なり、初めから英国の場合よりも上位クラスに含まれる層が広いいため、上位移動が厳しくて当然という考えもあり得るのではないか。
- 154) 指令の24条1項は「加盟国は、認可投資サービス業者でブローカー・ディーラー・顧客注文執行のいずれかを行う認可を得た者に、適格当事者との取引およびこの取引に直接に関連する付随取引を、指令19・21・22(1)(筆者、COBと最良執行ルール)の適用なく行うことを認めねばならない」としており、要するにブローカー業務を実施する場合に適用がある(自分が顧客の立場に立つとか、非ブローカー業務を行う場合には適用がない)ということだが、これを狭いというのは強引のように思われる。ともあれ、なぜ欧州指令が、適格相手方の適用対象を英国のようにCOB全般とせず、ブローカー業務に限ったのかの理由は知り得なかった。
- 155) 欧州指令の具体的な要件については、前注85・青木1の2.1.2.に述べた。
- 156) 青木・国際証券取引・前注10の238頁から239頁に当時の規制(EC指令として公募目論見書指令89/298(これは2003年に新目論見書指令<http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/l_345/l_34520031231en00640089.pdf>)に置き換えられている。その2条(1)項(e)号に「適格投資家(qualified investor)」という概念が

- 定義されている）、英国国内規制化したものとして1995年の証券公募命令 Public Offers of Securities Regulation (SI 1995 No.1537) を紹介している。これらは現在でも有効なようである。
- 157) 青木・国際証券取引・前注10の167頁から174頁。
- 158) わが国では、両者の関係を「プロ」として同一とする考えと、両者の目的の違いから異なるとする考えとが並立しており、投資サービス法制定にあたっては後者の考えが取られている（青木・前注88の文献を参照）。後者のほうが論理的には正しいが、ただ、実際問題として、私募証券引受の能力がある者と、投資勧誘にあたっての行為規制上の保護が不要な者ととは近いようにも思われる（富裕層や一定の事業会社ならば双方に該当しそうであり、むしろ、いずれか一方しかなし得ないという例は考え難いのではないか）。わが国およびその母法となった米国規制におけるプロ私募（Rule 144）や少数私募・少額私募（レギュレーションD）の要件が高め（とくにプロ私募はホールセール市場参加者そのものといつてよい）なため、適格機関投資家という区分を販売勧誘に関するプロアマ区分に使うのは論外と思われるようであるが、欧州ではもともとプロ私募要件が低かったため、両者の連動は必ずしも不自然でない。
- 米国は開示による保護を重視するため、私募（の大衆への流出）に神経質であったが、英国のように、売出し時点ではなく大衆への販売の時点で規制する（不招請勧誘禁止など）という法制も存在する。また、証券取引法のカバーする商品が広くなり、開示様式もさまざま（米国の場合、最低限として証券法のスケジュールAの情報（遵守や違反の場合の制裁はともかくとして）要求される。わが国の場合、「投資商品」について包括定義を置いた場合の最低開示様式は明らかにされていない）である以上、最も厳格な開示が要求される株式社債の未開示証券の流通をルール144Aのように厳格に制限するのは偏っている（開示主義の行き過ぎ）という考えもあり得るかもしれない。
- 159) ドイツの事情については「ドイツにおける目録見書に関する新しい立法の動き」商事法務1730号24頁（2005）（同様の国内法制定を行っている）。
- 160) 指令2条1項(d)号で「offer of securities to the public」を定義しているが、これが日本でいう募集・売出しに相当すると思われる。そうすると「offer」だけで私募の文脈が使われると適当な訳語が思い当たらないので、本文のような訳を行った。
- 161) ただし、この要件については、指令が欧州委員会に具体化立法およびそこでの本要件の見直しを命じている。指令2条4項。
- 162) アネックスII 1.との違いは、第一要件が株式市場となっていることのみである。
- ・顧客は、株式市場において、過去4四半期の間に1四半期当たり平均10回の頻度で大口取引を行っている。
 - ・顧客の金融商品のポートフォリオが50万ユーロ超である。
 - ・顧客が想定される取引ないしサービスに関する知識を求められる職業的立場で、少なくとも1年間金融セクターに勤務し、又はかつて勤務した経験がある。
- 163) 指令2条3項。
- 164) 「証券投資を主な業務とする」に続けて、例として資産証券化を挙げているのだが、もしこれがオリジネーターも意味するのだとすれば、新発行目録見書の適格投資家に該当しようがないように思われるからである。疑問を留めおく。
- 165) 正確にはPDの場合、[B]で所定の要件を1つだけ満たさない非中小企業がカバーされないようだが、仮にそれでも意図的に設けた差異とは思えない（むしろ[C]で中小企業一般を指定した場合には、かような非中小企業を適格投資家としないことは不合理であろう）。
- 166) Supra note 156のSI 1995 No.1537の7条2項（適用免除）。ここに関係のあると思われる免除要件を挙げると、以下である。(o)投資クラブに対して提供する場合、(d)取得に伴うリスクを十分に理解できると売主が合理的に信じる、限られた範囲のグループ、(i)対価が40万エキュ以上であること、(j)投資単位が40万エキュ以上であること、(u)譲渡不能となっている証券。
- 日米の「適格機関投資家」はもともと「機関投資家」とかプロといった要素からスタートしており、また発行届出書開示を極めて重視する一方、英国公募規制では日米よりは取引所外発行証券の目録見書にこだわりがなかったため、富裕投資家（法人のみならず個人を含む）を広く含めるようである。
- 167) CP04/16 infra note 168 ¶ 2.7. Id. ¶ 2.4-2.5.に新規則における具体的な変化が挙げられているが、そこに適用免除の範囲は挙げられていない。
- 168) FSA The Listing Review and Review and Implementation of the Prospectus Directive-Draft Rules and Feedback on CP 203 (Oct. 2004)
< http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp04_16.pdf >
[hereinafter CP04/16].
- 169) CP04/16 supra note 168 ¶ 2.30-2.32.
- 170) The Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order (S.I. 2001 No.1335) [FPO].
- 171) FPO supra note 170 § 19(5)投資専門家とは、以下のいずれかに該当する者である。(a)認可業者(authorised person)、(b)本則対象行為(controlled activity)たる意思疎通が規制業務にあたり、その規制業務について規制適用免除された者(exempted person)、(c)その他の者で、(i)通常業務として本則対象行為（かつ、これに関する折衝が事業目的で行われる）に携わる者、または(ii)事業目的で上記行為を行っているとは評価できる者、(d)英国内外を問わず、政府・地方公共団体、国際機関、(e)(a)から(d)のいずれかに該当する機関(B)の役員または従業員である者(A)で、折衝がAに対し上記資格に基づき行われ、AがBの本則対象行為の遂行に関わる場合。なお、後注173)および174)でも「折衝」という語をcommunicationの訳語としてあてた。
- 172) FPO supra note 170 § 48(個人)&49(会社、法人格のない社団など)。これらの条文は非常に長く、また相互および次の「認証自衛能力ある投資家」との重複が多いので、それとの相違を指摘する形で要旨のみを述べる。いずれも効果は、投資勧誘制限の不適用（部分）で

ある。

[I] まず、48条の認証富裕層（個人）は、§ 50 (infra note 173)の場合と類似の認証書面（有効期間や署名資格者（当該富裕層個人の会計士または従業員）等の点で異なる。相手方認可業者が認証する必要はない。認証内容は(i)署名日直近の会計年度で(i)10万ポンド以上の年収のあること、または(ii)期間を通じ25万ポンド以上の純資産を持つこと、である）を作成することが要求される。なお、不適用対象となる折衝は、それが接触型（real time）の場合には不招請でないことを要する。また、認証対象となる投資種類が限定列挙されており、投資額以上の責任を負わないものであることを要求されている（§ 48(5)の柱書）。

[II] 49条の富裕層（会社等）は、§ 48の個人の場合と類似しているが、認証書面を作る必要はなく、以下のいずれかの要件を満たすことについて合理的な信頼を相手方が持てば足りる。(a)原則として単体または連結の払込資本が500万ポンド以上、(b)法人格のない社団や組合で資産が500万ポンド以上、(c)原則として資産1000万ポンド以上の信託受託者、(d)右の機関の役員または従業員で、機関の投資行為に関して行為する者、(e)その他の者で折衝を適法に行い得る者。

また折衝には、(a)名宛人へのみ適用のあること、(b)以外の者は依拠すべきでないこと、(c)本来の名宛人以外の者が折衝の相手方およびその関係者と取引しないよう適切な組織および手続が確立されていること、の諸事項について含む必要がある。不適用対象となる折衝の種類についても、個人の場合のような制限はない。不招請接触型についても制限されない。

173) FPO supra note 170 § 50 投資に係る「認証自衛能力ある投資家（certified sophisticated investor）」とは、以下に該当する者である。

(1)(a)所定の投資のリスクにつき十分な理解能力を持つことを認可業者が認証・署名した有効で読解可能な認証を持ち、かつ(b)上の応答から12ヶ月以内に「私は、金融サービス市場法2000の投資勧誘規制の適用を免除される勧誘を受けられるように、この書類を作ります。上の免除は認証自衛能力ある投資家であることにより得られるもので、以下の種類の投資について私が適格であることを私は宣言します。[種類名を挙げる]。私は、勧誘内容その他が、認可業者による承認を得たとは限られず、それゆえ、認可業者によれば又はその承認を得ていれば適用されるであろう規制にその内容が服していない可能性があることを承認いたします。私は、この種の投資の専門家から助言を得るか否かは私の選択に委ねられていることを承知しております。」という表明に署名した者。

(2)パラグラフ(3)の要件が満たされる場合、投資勧誘規制は、(a)認証自衛能力ある投資家に対してなされ、かつ(b)パラグラフ(1)(a)の認証に署名した者との投資行為に加わるように受け手を勧誘するものではなく、かつ(c)当該投資家が認証された種類の投資の説明にのみ係るものである折衝に及ばない。

(3)本パラグラフの要件とは、折衝が以下の注記を伴って

いることである。(a)認証自衛能力ある投資家に対してなされていることを理由に、投資行為への勧誘にあたる折衝に対する一般制限（FSMA § 21）の適用が免除されること、かつ(b)認証自衛能力ある投資家として適格であるのに必要な要件、かつ(c)当該折衝の内容について、免除規定の適用がなければFSMA § 21に基づき要求される認可業者の承認が与えられていないこと、かつ(d)投資活動への参加を目的として折衝内容へ依拠することは、全投資資本を喪失し、更には追加責任を負う可能性を著しく高め得ること、かつ(e)折衝がなされた投資について疑義のある場合、当該投資への助言を専門とする認可業者に相談すべきこと。

(4)パラグラフ(1)(a)の関係では、認証は折衝のなされた日から遡って3年以内の日付および署名があれば有効とする。

174) FPO § 34 政府・地方公共団体、中央銀行など、§ 35 職域貯蓄組合（industrial and provident society. 発行社債につき）、§ 36 英国以外のEEA諸国、§ 37 市場、§ 38 割当やアレンジを行う者（そのような者に対する折衝）、§ 39 合併事業参加者同士、§ 40 適格外国CIS（recognised CIS）、§ 43 所定の投資事業を行う会社の利害関係者（に当該会社が行う折衝）、§ 44 オープンエンド型投資会社の利害関係者（に当該会社が行う折衝）、§ 45 グループ内会社同士、§ 52 所定の共通利害関係のある者同士、§ 53 投信設立運用関係者内での投信に関する事項、§ 54 投信設立運用関係者と受益者の間での投信の管理処分に関する事項、§ 55 専門家同士での所定の事項、§ 54 非接触型（non real time）の専門家同士での所定の事項、§ 59 発行会社による年次報告書その他所定の報告、§ 60 従業員持分計画が利害関係者に対してなす折衝、§ 61 所定の投資事業と関わらない財サービス販売を本業とする者の、当該財サービスの販売（以上、行為基準も兼ね備えるものもあり、また、発行者と持参人証証券所持人との意思疎通、事業として情報を受領する場合、自己株取得や公開買付、上場や市場ルールとして求められる行為、上場した証券の勧誘、発行回状に関わる勧誘、未上場証券発行目論見書に係る勧誘など、行為内容のほうから分けの上で明らかに重要と思われる類型については省略した）。

175) (a)不招請の接触型勧誘・(b)招請された接触型勧誘・(c)非接触型勧誘、について、大まかにいえば(a)に対する制限が最も免除され難い。上の「投資専門家」と「富裕層（法人）」および「自衛能力ある投資家」は免除されているが、「富裕層（個人）」は免除されていない。つまり、個人の金持ちについては、不招請勧誘禁止規制は免除されない。

176) FSMAは、命令（財務省令）やFSA規則に規制の具体化を授權することがある。一般的には、FSA規則についてはFSMA § 138が、また例えば投資勧誘規制に関しては、命令についてはFSMA § 21(4)などが、またFSA規則についてはFSMA § 145が、所定の事項につき授權している。

（千葉大学大学院専門法務研究科教授）