

IOSCO「販売時の開示に関する原則」市中協議文書

平成22年11月10日

大橋 善晃

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

IOSCO「販売時の開示に関する原則」市中協議文書（要旨）

証券監督者国際機構（IOSCO）の専門委員会は、2009年9月に「販売時の開示に関する原則」市中協議文書¹を公表した。この市中協議文書は、集団投資スキーム（CIS）について、リテール投資家への販売時（Point of Sale）における情報開示に関する原則を提示したものである。

IOSCOは、本文書の作成、公表の狙いについて、以下のように述べている。

「市場における透明性、とりわけ、投資家への情報開示は、効率的で信頼性の高い市場を確保しようとしている規制当局にとって、いつの時代においても、最優先課題であり、目標でもある。換言すれば、投資に先立ち、投資家がCIS商品について重要な情報の検討が出来るようにすることにより、販売時開示の強化は、疑いもなくこの目標の達成に寄与することになる。」

本文書は、CISの販売時における開示について、以下のような諸問題を検討・分析している。

- 開示規制は、投資家と商品組成者および販売業者間の情報の非対称性に対処するうえで、本当に有効なのか
- 重要情報の要素とは
- 情報はどのような方法で提供されるべきか、また、数次に分けた情報提供のアプローチが採られるべきかどうか
- 何をもちいて情報提供と理解すべきか
- 情報が提供されるべき時期はいついかなる時か
- 専門用語の排除というよりは平易な言葉の使用
- 開示のフォーマット

こうした検討・分析をもとに、本文書は、CISの販売時の開示に関する6つの原則案を提示している。

原則1 重要情報は、投資家に基本的な利益、リスク、条件および費用、ならびに当該商品を販売する仲介者の報酬や利益相反に関する開示を含むべきである。

原則2 重要情報は、投資家が情報を検討し、投資判断を行う機会を持つために、販売前に投資家に無料で提供もしくは利用可能とされるべきである。

原則3 重要情報は、対象となる投資家に適切な方法で提供もしくは利用可能とされるべきである。

原則4 重要情報の開示は、競合商品の開示情報との有意義な情報比較を容易にするため、平易な言葉で、簡略で、入手しやすく、比較可能なフォーマットで行われるべきである。

原則5 重要情報の開示は、対象顧客に対して、明瞭、正確で、誤解を避けるべきである。開示は定期的に更新されるべきである。

原則6 どのような重要開示情報を仲介者と商品組成者に課すべきかを判断する際に、規制

¹ *Principles on Point of Sale Disclosure*, Consultation Report, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, November 2009.

当局は、開示される情報を誰が管理しているのかを考慮すべきである。

本文書に対する意見等の受付は2010年2月16日までとなっており、締切日から8ヶ月を経過しているが、最終報告書の公表はやや遅れている。最終報告書が公表された時点で、市中協議文書からの修正点があればそれを含めて改めて報告する予定であるが、本稿では、市中協議文書について、その全文（付録を除く）を紹介することにしたい。

IOSCO「販売時の開示に関する原則」市中協議文書

公益財団法人日本証券経済研究所
専門調査員 大橋 善晃

第 I 章 序

この市中協議文書は、2007年2月に専門委員会の承認を得た *Joint Project Specification on Point of Sale Disclosure to Retail Investors*² と呼ばれるジョイント・プロジェクトの下で、当該プロジェクトのジョイント・グループの手によって作成されたものである。ジョイント・グループは、集団投資スキーム (CIS) およびそれに類似した商品の双方について調査を委嘱されたが、この文書は、差し当たり、CIS に焦点を当てている。類似商品の問題については、後日検討されることになる。

この文書は、CIS³ に関して、リテール投資家への重要情報の開示要請に関わる問題、および、販売時⁴ (point of sale, 以下 POS) に先立つ当該情報の提供にかかわる問題について分析している。この文書はまた、第IV章において、規制当局の実行可能な対応を導くための原則について取り扱っている。この文書は、CIS あるいは類似商品⁵の適合性に関する問題を分析するものではなく、また、仲介者 (intermediary) のすべての義務 (たとえば、仲介者のサービス範囲に関する一般情報にかかわるもの、顧客資産の保護にかかわるもの、顧客の分類あるいは顧客の同意が必要な情報にかかわるもの) についての説明又は対処を意図するものでもない。

市場における透明性、とりわけ、投資家への情報開示は、効率的で信頼性の高い市場を確保しようとしている規制当局にとって、いつの時代においても、最優先課題であり目標でもある。POS 開示の強化 (すなわち、投資に先立って、投資家が CIS 商品の重要な情報の検討が出来るように支援すること) は疑いもなくこの目標の達成に寄与することになる。先般の金融市場における危機は、正確で、理解し易く、有意義な開示が果たし得るきわめて重要な役割に光をあてることになった。この文書は、他の IOSCO プロジェクトとも相俟って、投資家が、金融商品の組成者 (producers) とそれを販売する仲介者双方に対する信認を取り戻す道を開く上で、規制当局を支援することになるろう。

本市中協議文書を作成するに当たり、ジョイント・グループは、まず、POS 開示が提起する諸問題を検討した討議報告書 (Issues Paper) を作成した。検討された諸問題には以下のようものが含まれている。

² 監督目的上、「リテール投資家」という用語を定義している国はほとんどない。しかし、大多数の国では、機関投資家あるいはプロの投資家 (すなわち、一定の純資産あるいは資産水準を満たしている個人あるいは機関) の定義に含まれない個人をリテール投資家とするのが一般的である。この文書においても、リテール投資家は、こうした広い意味で理解されている。

³ IOSCO 原則のセクション 11.2 において、CIS は「継続的に、あるいは定期的に、そのユニットあるいは持分を買い戻すことが出来る公認のオープンエンド・ファンド…その持分あるいはユニットが証券市場で売買されているクローズド・エンド・ファンド…ユニット・インベストメント・トラスト、契約型モデルおよび欧州の UCITS モデル」を含むと定義されている。CIS は、通常、クローズド・エンド・ファンドを含むと定義されているが、この文書では、その目的に照らして、クローズド・エンド・ファンドは、定義から除外されている。

⁴ この文書の目的から、「販売時」というのは、顧客が商品の購入を決める瞬間を指す。

⁵ 2008年4月、ジョイント・フォーラムは次のレポートを公表している。 *Customer Suitability in the Retail Sale of Financial Products and Services*, Joint Forum (IOSCO, BCBS and IAIS) April 2008. 本レポートは以下で入手可能。
<http://iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD268.pdf>.

- 開示規制は、投資家と商品組成者および販売業者間の情報の非対称性に対処する上で、本当に有効なのか
- 重要情報の要素とは
- 情報はどのような方法で提供されるべきか、また、数次に分けたアプローチ (layered approach)⁶を活用すべきかどうか
- 何をもって、情報提供と理解すべきか
- 情報が提供されるべき時期は何時いかなる時か
- 専門用語の排除というよりはむしろ平易な言葉の使用
- 開示のフォーマット

討議報告書は、2008年7月、非公式に、さまざまな業界そして投資家協会に提供された。報告書は、適切な問題が網羅されているかどうかについての意見を求めている。意見を寄せた人々の見解は、概ね、ジョイント・グループが重要な問題を取り上げているというものであった。市中協議文書を作成するに当たっては、より個別的なさまざまな意見が考慮されている。

本レポートは、討議報告書において提起された重要な問題を、きわめて詳細に分析している。さらに、重要情報の開示についてのわれわれの分析は、以下に掲げた重要な諸点に光を当てている。

- いかなる開示が公認されようと、もし、投資家が提供された情報を読むことができず、あるいはまた理解することが出来ないとすれば、意図した効果(たとえば、リテール投資家が周到な、情報に基づく投資決定が出来るようになること)を実現することは出来ないであろう。規制当局は、したがって、リテール投資家が金融リテラシーや投資書類を読む能力を高め、情報に基づく投資決定が出来るようになるために、リテール投資家教育を改善する支援となる規準について考える必要がある
- 一般的には、新たな開示要件の有効性を判断するための消費者テストあるいは消費者評価を行うことなく、新たな POS 開示要件を押し付けられることがないようにすべきである。たとえば、後述するように、リテール投資家は、意思決定プロセスにおいて、さまざまな行動や偏向を示す。こうした行動は、規制アプローチを展開していく上で、最大限に理解され、考慮される必要がある
- 本レポート第七章に掲げた原則は、リテール投資家以外の投資家にも適用出来るかもしれない

最後に、ジョイント・グループは、CIS 商品が POS 開示要件強化の対象となれば、対象外の金融商品に比べて、競争上不利な立場に置かれるのではないかと考える CSI 業界の関係者がいるということに気付いている。この議論の是非については、本レポートでは綿密に分析されていない(第V章のBで議論されているが)。というのは、リテール投資家に人気のある比較可能な商品を特定しなければならないという難問があるためである。

さらに、IOSCO は、CIS に類似した商品の POS 開示に関して、適切な機関による追加作業を推進しようとしている。第七章に掲げた原則は CIS を念頭において作られたものであるが、IOSCO による追加作業が実施されるまでの間、各国の規制当局は、それぞれの国の状況を再検討し、出来る限り、ここに提示した原則を CIS 類似商品にも適用することが求められる。

⁶ 第IV章 A. の定義を参照されたい。

第II章 調査：主要な調査結果

A. リテール投資家への効果的な開示の必要性

《要約》

リテール金融サービスは、商品供給者が商品購入者に比べてより多くの商品（および販売条件）情報を持っているという意味で、「情報の非対称性」(information asymmetries)という特質を有している。こうした情報の非対称性は、リテール投資家を不利な状況に置きかねない。一般的に、市場は、消費者と供給者双方が正確な情報を入手可能な場合に、より効率的になる。

リテール投資家は、彼らの投資決定を、信頼できる情報に基づいて行うべきである。投資家へのガイドがアドバイザーあるいは市場仲介者の推奨によるものであれ、自主的なものであれ、投資家は、彼らが購入しようとしている金融商品のコストやリスク／利益面の特質を理解するために必要な情報を入手する必要がある。投資家は、また、市場仲介者の利益相反についても理解する必要がある。たとえば、仲介者は、投資家の利益ではなく、彼らの利益のために商品の販売を促進しようとするかもしれないからである。

調査の示すところによれば、CIS およびその類似商品を購入するリテール投資家は、たとえば、こうした商品の購入にかかわる重層的なコスト (layers of costs)、商品によって提供される保証、あるいは商品の投資リスクなどについてはっきり理解しているとはいえない。いくつかの国では、多くのリテール投資家が、いわゆる利益分配契約 (revenue sharing arrangements) を含むディーラー（あるいはアドバイザー）の商品販売における金銭的な利害関係（したがって、利益相反）について明確に理解していない。

伝統的に、CIS の目論見書は、投資家にとって、ファンドについての第一義的な情報源であった。第III章で述べるように、規制当局は、リテール投資家にとってより有意義な目論見書による開示の方法について研究を重ねてきた。その方法の一つが、重要情報を有効的な方法で伝達することを目指した簡易目論見書の作成である。しかし、問題は残った。

《販売および仲介に関する開示》

販売および仲介に関して特に重要な領域が二つある。一つはコストの開示、二つ目は利益相反の取り扱いである。

《コスト》

CIS 投資家は、直接的あるいは間接的に投資収益を引き下げることになる販売関連コストを負担している。こうしたコストの形態と金額は、ファンドによって、また、同一ファンドの種類持分 (share classes) によって大きく異なることがある。

たとえば、CIS の中には、ファンド持分を購入した投資家に販売手数料を負担させる種類持分を発行するものがある⁷。CIS は、また、投資家がファンド持分を換金するときに販売手数料を支払わねばならない種類持分を販売することもある⁸。この手数料は、投資家が持

⁷ たとえば、「フロント・エンド」販売手数料、「サブスクリプション・フィー」、「エントリー・チャージ」など。

⁸ これは、しばしば、「繰り延べ」(deferred) あるいは「後払い」(back-end) 販売手数料、「買い戻し手数料」(redemption fee)、「出口チャージ」(exit charge) と呼ばれている。

分を保有する期間の長さに応じて変わることがある。CIS の中には、ファンド持分の販売に関連する仲介者の報酬など販売関連費用の支払に資産を利用するものもある。これらのチャージ、ロードあるいはフィーは、投資家が得た収益を減少させるので、コストにかかわる開示の問題を提起することになる。こうした問題は、CIS に類似した金融商品にも起こりうる。

《利益相反》

CIS の持分をリテール投資家に販売する仲介者は、さまざまな形の利益相反に直面する。こうした相反は、顧客のために活動し、助言を行うときには適切な適合性 (applicable suitability) ないしは適合性基準 (appropriateness standards) を順守することが仲介者やその社員の本来の義務であるにもかかわらず、特定のファンドあるいは種類持分を販売するための大きなインセンティブを彼らに与える可能性がある⁹。

たとえば、ファンドあるいはその関係者は、ファンドの知名度を高めるために、また、仲介者の販売員へのアクセスを増やすために、あるいは、仲介者およびその社員が当該ファンド (あるいは特定の種類持分) を投資家に売り込む方法に影響を及ぼすために、仲介者に代金を支払う。支払い契約は、たとえば、ダイレクトフィー (前払いであろうが投資期間を通じてであろうが¹⁰)、レベニュー・シェアリング、あるいは表向きは仲介者が支払ったコストの補填であるが特定ファンドの販売に直接関係を持たせない支払い、など幅広い形態をとりうる。

仲介者の関係者 (社員) もまた、いわゆる「差別的報酬」 (differential compensation) を受け取ることがある。こうした差別的報酬は、他のファンドよりもいくつかの特定ファンドの販売を推進するという動機を社員に与えることになる。これらの取り決めは、重要な開示問題あるいは規制上の課題を提起する。CIS 以外の商品もまた差別的報酬に関して CIS と同様の問題を引き起こす可能性があるが、それにもかかわらず、CIS とは非常に異なる開示要件 (たとえそれがリテール投資家に提供されているとしても) の対象となっているということに留意する必要がある (たとえば、UK の仕組み債あるいは生命保険契約)。

《その他の重要情報》

上記以外に、投資家が情報に基づく投資決定を行う際に役立つ販売前の情報 (pre-sale information) としては、たとえば、仲介者と商品組成者の提携がある。入手可能な商品の範囲が提携先の商品に限定されているとしても、こうした提携は重要な情報となりうる。また、仲介者を通じて投資をしてもらうために、顧客に割引、リベート、免責などを付与方法や手続き、また、売買注文を取り消す可能性を付与する (クーリングオフ期間) 方法や手続き、さらに紛争解決手続きなども重要な情報である。

《商品にかかわる開示》

商品そのものの開示について言えば、商品組成者とリテール投資家の間の情報の非対称性が、重要な問題を引き起こす。その結果、ほとんどの国において、商品組成者に対して特別な開示要件が課せられている。こうした要件には、商品の目的、そのリスク、収益の見

⁹ 市場仲介者の利益相反管理の問題は、2007年11月の専門委員会の報告書で詳しく分析されている。当該報告書は、仲介者が直接的に関与する証券発行の局面で発生する相反に限って言及している。

¹⁰ 投資ファンドの手数料および支出に関する国際監督基準の諸要素に関する専門委員会の最終報告書 (2004年11月) を参照されたい。そこでは、販売コストとその取り決めについて言及されている。

込み、手数料、そして、提供される保証の特質にかかわる開示が含まれている。

しかしながら、多くの加盟国からの証言によれば、こうした開示要件は、潜在する情報の非対称性の影響を効果的に軽減するものではなかった。たとえば、欧州委員会（EC）は、欧州証券監督委員会（CESR）に対して、UCITS¹¹の「簡易目論見書」（simplified prospectus）が投資家に幅広く活用されていないということが明らかになったのちに、その徹底的な検討作業を開始するよう要請している。この作業の中心は、情報活用の可能性を高めるために、投資家が理解し易くなるようにデザインされた、より短い、消費者志向の書類に置かれた。他のいくつかの加盟国は、既存の要件が効果的ではないという同様の証言を受けて、現在、商品開示体制の改善を図りつつある。

B. 効果的な開示についての考え方

第Ⅲ章で詳述するが、いくつかの国の規制当局は、目論見書を投資家にとってもっと役に立つものにするによって、リテール投資家が目論見書（場合によっては、それとは別に、仲介者に焦点を当てた開示）¹²に記載されている情報を読み、活用することを促すための方策を模索している。結局のところ、規制当局の狙いは、リテール投資家の権利強化手段として、開示の有効性を高めることにある。

開示を（とりわけリテール投資家にとって）効果的なものにするためには、開示が以下のようなものであることが必要である。こうした考えは広く受け入れられている。

- 開示は、重要な特質にかかわるものでなければならない
- 開示は、適切な時期に情報を投資家に与えるものでなければならない
- 開示は、投資家が容易に理解できる言葉で書かれたものでなければならない

タイミングと言葉は、開示を効果的なものとするための重要な要素である。タイミングの問題については、第Ⅳ章セクション D で、また、言葉の問題については、第Ⅴ章セクション C で検討する。

しかし、開示の全体的な有効性を決定する上で重要と考えられるその他のファクターも確認されている。こうしたファクターには、投資家の金融リテラシー、あるいは、投資家が、他の情報源に比べて、規制当局によって要請されている開示にどの程度注目しているか、などが含まれる。

C. リテール投資家の選好に関する調査

リテール投資家が、投資決定を行うためにどのような情報を望んでいるか、ということについて行われた調査は数多い。

《リテール投資家はどのような情報を望んでいるか》

こうした調査は、投資家が投資商品を探す際の重要な出発点は、収益見込み、リスクおよびコストについての情報であるということを示している。

¹¹ UCITS は、「譲渡可能証券における集合投資の引き受け」（Undertakings for Collective investment in Transferable Securities）を象徴するものである。手短かに言えば、UCITS とは、ある定まった基準や要件を満たすことによって、欧州全域で販売が可能な CIS のことである。

¹² 例を挙げれば、UK における手数料の種類およびステータスの開示がこれに当たる。より一般的には、仲介者に焦点を当てた開示に関して、欧州のリテール投資家は、利益相反、サービスの費用および手数料、勧誘に関する情報を受け取る必要があるとされている。

リテール投資家は、以下のような質問の答えを求めているのではないか。

- どの程度収益を上げることが出来るか（収益）
- どの程度の損失を被る可能性があるか（リスク）
- どの程度費用がかかるか（手数料）

調査は、リテール投資家が投資収益あるいは過去の投資成果についての情報を重視していることを示唆している。しかし、彼らは収益だけを重視しているわけではない。彼らは、彼らが被る可能性のある損失の程度を理解するために、リスクおよび保証について知りたいと望んでいる。また、彼らは、費用についても知りたいがっている。彼らは、手数料や支出について関心を持っているが、投資家がコストをどの程度考慮に入れているかについての証拠はまちまちである。

仲介者についての情報に対する消費者の選好に関して、調査結果は明瞭性を欠いている。投資家は、コストは別として、この分野において彼らが入手すべき特別な情報があるという認識を持っていない。調査は、リテール投資家が仲介者への支払と商品組成者への支払について混同しがちであることを示唆している。

《リテール投資家はどのようなフォーマットで情報を受け取ることを望んでいるか》

調査は、リテール投資家が受け取ることを望んでいる情報のデザインおよびフォーマットについての彼らの選好に関して、重要ないくつかのメッセージを含んでいる。それによれば、投資家は、以下のような書類を好んでいる。

- 短く簡潔
- 上手に設計されている
- 平易で明快な言葉使い
- 投資家が必要と考えている情報に焦点を当てている
- 内容を把握し易くするための簡単な事例や図が用いられていて理解し易い

開示書類がリテール投資家の関心を惹く度合いを高めるためにデザイン技術が活用されることがある。色彩、太字、白地のスペースなどの技術は、書類を消費者が容易に理解できるものにするために役に立つ。

書類の全体的なトーンも、投資家にとっては重要である。投資家がさらに詳細な情報を得ることが出来る場所についてのメッセージは、開示された情報の全体的な信憑性を高めるものであると看做されている。さらに、リテール投資家は、情報が彼らの投資決定に役に立つときにそれを手に入れたいと望んでいる。これについては、第IV章セクション D でより詳しく検討する。

調査は、文献検索の中で、情報の出所について触れている。投資家は、投資決定に際して、広い範囲のさまざまなタイプの情報に依存している。とりわけ、彼らは、同僚やプロのアドバイザー¹³あるいは販売担当者など他人の助言に依存している。

D. 投資家行動に関する調査

投資家は、投資決定に際してどのような行動をとる傾向があるか、ということについての調査も行われている。

¹³ プロのアドバイザーによって提供される助言は、大多数の加盟国においては、定義され規制されている。

消費者行動調査は、消費者がどのような方法で意思決定を行っているかを明らかにしようとするものである。

この調査によれば、彼らがどこで情報を手に入れようと、リテール投資家は、意思決定プロセスにおいて、さまざまな行動や偏向を見せる。たとえば、これらには、以下のようなものの影響を含んでいる。

- **感情 (Emotion)**。投資家は、彼らが知っている、あるいは知っていると考えているものではなく、彼らがどう感じたのかを基準に意思決定をしている。
- **投資知識および投資能力の過信および過大評価 (Overconfidence and overestimation of investment knowledge and abilities)**。リテール投資家は、過去の成功を、市場環境ではなく彼ら自身の専門知識によるものと解釈する
- **代表性バイアス (Representativeness biases)**。投資家は直近のパフォーマンスあるいは誤った基準によって過大な影響を受ける
- **惰性、優柔不断、現状維持バイアス (Inertia, procrastination and status quo biases)**。投資家は、たとえば、特定の投資戦略に従うことの適切性に関して、見慣れた、前からある、確立された立場にこだわる

いくつかの調査は、こうした偏向を除去する一つの方法は、販売プロセスの一部として、投資家が飲み込みやすいフォーム（たとえば要約）で商品情報を提供することであることを示唆している。これが、購入の意思決定を行う前に、投資家に、収益見込み、リスクおよび費用について眼を向けさせることになる。別のアプローチとして、既存の開示の読み易さの改善も有用であろう。

仲介者についての開示（たとえば彼らのステータスおよび報酬）に関しては、信頼という機能がとりわけ重要なものとなりうる。証拠が示唆するところによれば、投資家は、彼らのアドバイザーに信頼を置いているので、こうした開示を過小評価する傾向がある。

第三章 IOSCO 加盟国における開示要件および提供手段

POS 問題の展開とレビューの一環として、ジョイント・グループは、各国の規制当局に対して POS 質問表 (POS Questionnaire) への回答を要請した。質問表への回答は、全てではないが、大部分の加盟国が CIS とその類似商品の POS 開示要件を何らかの形で整えていることを明らかにしている。いくつかの国は、リテール投資家のニーズを満たすためにデザインされた簡易情報を要求している。開示要件の規定の程度はさまざまである。

《対象商品およびサービス》

開示要件は、商品に対して、そして／または、提供するサービスとの関連で仲介者に対して適用される。CIS 商品に適用される要件は、POS 質問表への回答の中心となっている。加盟国は、通常、全てのタイプの CIS 商品について同じ要件を適用している。いくつかの国は、CIS 以外の商品にも CIS と同じような要件を適用している。

いくつかの国は、投資助言を含む仲介者によって提供されるサービスについての要件、CIS および他の金融商品における特定の取引に関する仲介者の報酬について言及している¹⁴。

多くの加盟国は、新たな開示基準のオプションについて研究している。これについては第 VI 章を参照されたい。

《開示内容とフォーマット》

ほとんど全ての加盟国において、金融商品についての情報が投資家に開示されている。多くの国では、とりわけリテール投資家のニーズに合致した簡易情報の提供が求められている。

たとえば、欧州の加盟国は、UCITS に関連して、簡易目論見書の提供を求めている。カナダの規制当局も簡易目論見書の提出を求めているが、米国の SEC は、いくつかの要件を満たす限りにおいて、簡易目論見書の提出を認めている。CIS およびその類似商品について求められているその他の簡易書類の事例としては、*Key Features Document* (UK において、非 UCITS CIS および保険契約を含むリテール投資商品に対して求められている)、*Financial Information Leaflet* (オランダにおいて、さまざまな投資商品に対して求められている)、*Product Disclosure Statement* (オーストラリア) などを挙げることができる。

通常、リテール投資家の投資決定のための資料は提供されなければならないが、何を提供するかは、国によって異なる。一般的に、必要とされる情報は以下のようなものである。

- 投資目的あるいは目標
- 主要な投資戦略 (ファンドがデリバティブに投資するかどうかなど)
- CIS への投資における重要なリスク
- 手数料および支出
- 投資アドバイザー、サブ・アドバイザーおよびポートフォリオ・マネジャー
- CIS 持分の購入および換金に関する情報、CIS の収益分配

¹⁴ IOSCO の「証券規制の目的および原則」の 37 ページに、以下のような一般的提言が示されている。「(仲介者は) 包括的な、また、時期を得た方法で、顧客に対して、バランスの取れた情報に基づく投資決定を行うために必要な情報を適切に開示する必要がある。普通の投資家には容易に見えないリスクをもたらすような特定のタイプの商品についての開示を確実なものにするためには、規制が必要になるかもしれない。人材の登用と訓練は、投資助言を提供するスタッフが商品の特性を理解することを確かなものにするはずである。」以下を参照されたい。 *Objectives and Principles of Securities Regulation*, IOSCO, May 2003.

- 税金に関する情報
- CIS から入手可能なその他のサービス（たとえば、乗換え特典あるいは自動情報サービス）
- 利益相反
- 窓口案内、連絡先

多くの加盟国は、書類のフォーマットあるいは形式を統制する要件を持ち合わせていないが、ほとんどの国は、目論見書を平易な言葉で記述するよう求めている。大多数の国は、所定の書類を、配布を目的に他の書類に取り込むことを認めている。

多くの加盟国は、仲介者にかかわる特別な要件を持っているようには見えないが、中には、仲介者あるいはディストリビューターのサービスやステータスに関して特別な開示を求めている国もある。こうした開示には、コストや仲介者の報酬に関する詳細な開示も含まれている。

《開示の受益者》

ほとんどの加盟国では、リテール投資家が所定の受益者であるが、プロの投資家あるいは機関投資家も、リテール投資家と同様の開示を受け取っている。しかし、いくつかの国では、リテール投資家以外の投資家には、軽減された要件（**reduced requirements**）が適用されている。

《提供の時期と方法》

大部分の加盟国は、取引が締結される以前の情報開示を求めているが、取引完了時の提供（**delivery upon completion**）を認めている国もある。電子交付は、一般的に許容されているが、この形式だけで強制開示が行われる場合には、それに先立って顧客の同意が必要とされることが多いようだ。一般的に、販売の方法（たとえば、インターネットあるいは電話）が、要求される情報提供のタイミングと方法を決定する。

《準備および提供の責任と義務》

情報を準備し、入手可能なものとし、公表するための要件は、どの加盟国においてもほぼ同じであるが、消費者に情報を提供する要件は国ごとにややばらつきがある。一般的に言えば、商品組成者は開示を準備し公表する責任を持ち、仲介者（アドバイザー）はそれを提供する責任を持つ（注 19 を参照されたい）。

ほとんどの加盟国において、商品組成者は彼らの責任を他に転嫁することは出来ないが、いくつかの国では、責任を共有することは可能である。一般的に、商品組成者が目論見書の内容に責任を負うのに対して、仲介者は、ほとんどの加盟国において、商品の特徴を顧客に説明する責任を負っている。EU の金融商品市場指令（**MiFID**）¹⁵は、指令の範囲に入る仲介者が提供する全ての情報について、彼らが責任を負うことを求めている。

¹⁵ *Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments and implementing directive and regulation.* 本指令は、以下で入手可能である。
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:EN:PDF>.

第IV章 効果的な開示の内容

A. 序

第II章で述べたように、開示規制は、リテール投資家と投資商品の組成者および販売者の間に存在する情報の非対称性に対処することによって投資家を保護することを目的としている。規制当局が考慮すべき重要な問題は、現在の開示体制の下で、投資家が彼らに提供された情報を適切に利用しているかどうかということである。というのは、投資家は、彼らが必要とする情報を見つけ出し、そして／または、それを理解するのに苦労しているからである。こうした情報は、たとえば、大部で複雑な書類の中に埋もれていて、投資家は、異なる商品の情報を比較することが難しいかもしれない。また、投資家は、仲介者とその報酬についての情報を見出すことが困難であり、仮に見つけたとしても、その重要性と利用方法を理解することは難しいかもしれない。

開示をより効果的なものにすることによって、規制当局は、こうした潜在的な弱点に対処することが可能となる。いくつかの国の規制当局は、証拠を挙げて、効果的な開示が以下のようなファクターに依存することを指摘している。

- CIS 商品についての重要な情報を持ったリテール投資家（の存在）
- 関係がある場合、商品の販売に関連して提供される仲介者のサービス
- 入手可能かつ比較可能な形式による情報
- 適切なタイミングで提供される情報—リテール投資家が投資決定を行う時
- 「数次に分けた情報提供のアプローチ」(layered approach) による情報。数次に分けた情報提供のアプローチとは、要請に応じあるいは要約情報に添付又はリンクさせた追加的な補完物を通して、重要な要約情報を追加情報あるいはより詳細な情報で補完することをいう

論点（争点）は国によって異なる。先に述べたように、他の重要なファクターが開示要件の有効性を決定するかもしれない。他の重要なファクターとは、たとえば、投資家が開示に依存する程度、消費者の金融能力レベル、開示すべき重要情報を特定するに当たって、また、有効な開示要件をデザインにするに当たっての投資商品の複雑性などのファクターを指す。さらに、規制当局は、ファンドの書類が、プロの投資家ではなく、主としてリテール投資家に照準を定めたものであるかどうかという点に留意すべきである。

B. 内容

第II章で概説した投資家調査および第III章で概説した加盟国における既存の要件を踏まえれば、開示の主要な内容は、以下のようなものとなる。

- 目的および投資戦略
- リスク。たとえば、マイナスの投資成果の可能性、流動性リスクのようなより広範なリスクおよびその変動性（たとえば、買い戻し制限、閉鎖期間など）、元本の保護あるいは保証がある場合のカウンターパーティ・リスク、オペレーショナル・リスク等
- 過去のパフォーマンス。それが入手できない場合は、収益見通しのシナリオ
- コスト。たとえば、取得手数料や買い戻し手数料、年間管理手数料（AMC）、雑費、あるいは収益低下度（Reduction in Yield, RIY）や総経費率（Total Expenses Ratio, TER）などの複合尺度¹⁶

¹⁶ ファンドの管理手数料やコストは、しばしば AMC (annual management charges, 年間管理手数料) として開示されている。いくつかの国では、手数料の追加的な尺度も開示されている。TER (total expenses ratio, 総経費率) は毎年フ

- 利益相反。ファンドマネジャーとの間で生じる相反および販売者あるいは仲介者に影響を与える相反の双方を含む（これには、相反そのものおよびその緩和戦略の開示が含まれる）

リテール投資家は、彼らが理解できるようなフォームで、彼らの望む情報を含んだ短い文書が欲しいと語っている。簡単な事例や図表は、こうした目的を達成するために有用である。たとえば、コストについての情報は、投資家にとっては理解し難いものであり、いくつかの国は、この分野における開示を改善するための構想を持っている。しかし、これは、手数料情報の適切な形式とはどのようなものかというような問題を提起する可能性がある。たとえば、それは、一般的な説明であるべきか、あるいは、例示や比較、たとえば金額、提案された契約などについて説明すべきなのか？

仲介者によって提供されるサービス、利益相反の取り扱い、報酬についての情報は、全て重要情報である可能性が高い。コストについての情報は、たとえば、投資家にとって理解しにくいものであり、いくつかの国は、この分野における開示を改善するためのイニシアティブを持っている。

C. 言葉

効果的な開示というのは、リテール投資家に対して、彼らが容易に理解できる言葉で情報提供することを意味する。全ての加盟国において、目論見書は「平易な言葉」(plain language)で書かれることが求められている。「平易な言葉」とは、読者の理解を容易にするような方法で（つまり、明快で簡潔で分かり易く、不必要な業界用語や専門用語を回避するような方法で）伝達することであるとされている。

平易な言葉で記述するためには、対象とする読者についての理解が必要となる。対象とする読者の特質をよりよく理解するために、以下に掲げる特質が、伝達の障壁を分析するための役に立つかもしれない。

- リテラシー
- 投資知識
- 商品販売における仲介者の役割

低いリテラシーは、伝達する上で重要な障壁となる可能性がある。最近の調査が示すところによれば、リテラシーのレベルは国によって異なるが、大部分の成人にとって印刷物に書かれた情報を理解するということが大きな課題となっている。つまり、彼らは、簡単な読解の課題に取り組むことしか出来ないのである。さらに、財務開示資料は数値情報および非数値情報の双方を含み、それが、伝達障壁を増幅させている¹⁷。

調査が示唆するところによれば、投資知識および金融能力は、一般的にきわめて低い。この強化には、明快で簡易な開示が必要なだけでなく、金融情報を理解するための投資家の能力強化への努力が重要となる。

多くの国では、リテール投資家は、投資決定を行うに際して仲介者に極端に依存している。このことは、投資家が開示書類に記載されている情報を見直し、考えるための方法に影響

ファンドから控除される手数料および費用の代替尺度 (proxy measure) である。RIY (reduction in yield, 収益の低下) も代替尺度であり、例示された成長率にかかわる手数料の総合的な影響を示す。

¹⁷ 以下を参照されたい。International Adult Literacy Survey, http://www.oecd.org/document/2/0,3343,en_2649_201185_2670850_1_1_1_1,00.html
National Institute for Literacy, <http://www.nifl.gov/nifl/facts/IALS.html>

を及ぼす。いくつかの国では、特定の項目、特に手数料に関係する項目に関する追加情報について「自分のアドバイザーに照会する」ように推奨する文言を、偏ることなく、つまり中立的に書類に挿入することによって、この問題に対処しているようである。

第II章で紹介した調査は、投資家が主として興味を持つのは、収益見込み（パフォーマンス）、リスクおよびコストであることを明らかにしている。多くの加盟国は、現行制度の下で、開示書類に記載することによってこの種の情報をすでに提供しているが、常時、投資家が理解し易いフォームあるいは言葉を使って提供しているわけではない。この事実は、いくつかの国において、規制当局が、当該情報を見直す必要があるかどうか、たとえば、現在の開示を簡素化しあるいはデザインを変更することによって、投資家にとってもっと読みやすく、理解しやすいフォーマットにする必要があるかどうかを検討したいと考えている可能性があることを示唆している。

D. 時期

本レポートの目的に沿って、われわれは、「販売時」(point of sale) とは、投資家が商品を購入することを申し出た時を指す言葉である、と考えてきた（注3参照）。調査によれば、加盟国における現行制度には「販売時」という言葉の統一的あるいは明確な定義は存在しない。しかし、カナダから提案された POS 開示制度の中に、「販売時」の定義が含まれており、それによれば、「販売時」とは投資家が投資商品を購入するように仲介者に指示を与えた時点であると定義されている。

多くの国では、取引が完了する前の時点における情報提供が求められている。日本では、開示は「取引執行」(trade execution) の前に行われなければならない。米国の CFTC は、商品先物運営者 (commodity pool operators) に対して、ファンドへの出資予定者 (prospective fund participant) が彼らの出資に先立って開示書類を受け取ったことを示す署名入りの確認書を、彼らから取得するよう要請している。欧州の MiFID のもとでは、投資家が情報を「取引前の適当な時期に」¹⁸受け取り、その情報が彼らの投資決定に情報を与えることに焦点が置かれている。

カナダおよび米国の SEC は、取引が終了する前にこうした情報が提供されることを要求していない。もっとも、それ以前に提供されたとしても罰則を受けることはない。

その他のいくつかの国においては、ある程度の開示が手に入るようにしなければならないとされているが、それはあくまで請求に応じてである。場合によっては、より柔軟な取り扱いが認められている。たとえば、アイルランドの消費者保護条例は、「情報は状況の緊急性に応じて提供されなければならない、投資家に情報を吸収し反応する時間的な余裕をもたらすものでなければならない」、また、「サービス関連の取引条件は、契約に先立ちあるいはクーリングオフ期間が終了する前に提供されなければならない」と規定している。

いくつかの国では、「数次に分けた」(layered) 開示アプローチが検討されている。第IV章セクション A で述べたように、数次に分けた情報提供のアプローチとは、要請に応じあるいは要約情報に添付又はリンクさせた追加的な補完物を通して、重要な要約情報を追加情報あるいはより詳細な情報で補完することをいう。一般的に言えば、規制当局は、どのような情報が販売時以前あるいは販売時に与えられるべきか、どこでも入手可能な、あるいは、請求によって入手可能なものとして、何が道案内になりうるのか、どのような情報が投資取引の終結あるいは執行後まで先延ばしが可能なのか、を検討すべきである。

¹⁸ UCITS および目論見書指令は、同様の要件 (“in due time before”) を含んでいる。

たとえば、オーストラリアでは、最近の法律改正によって、より詳細な情報が、商品購入前にリテール投資家に提供された書類に「参照することによって組み込まれる」(incorporated by reference) ことが可能になるという数次に分けた開示の道が開かれた。求めに応じて、追加的な開示も入手可能であり、それは、商品購入以前に提供される。販売時開示に関するカナダの提案も同様のアプローチを採用しており、投資家は、販売時に2ページの書類を受け取り、その他の開示書類についても請求すれば入手可能である。

E. 利用可能な消費者テストのタイプと目的

規制当局は、投資家が現在の開示をどの程度理解しているかを明らかにし、それとの比較で、投資家が新たな改善された開示要件をどのくらい理解しそれに反応するかを明らかにするために役立つテストあるいは評価がもしあるとすれば、それを検討したいと考えているようである。

消費者テストを通じて手に入れることが可能なデータは2種類ある。定量的なデータは、特定のテーマについての数値や統計を提供し、オンライン、電話を通じて、あるいは、多数の消費者の個人調査 (control studies、対照研究) で手に入れることが出来る。定性的なデータは、態度に関する情報 (attitudinal information) を提供し、フォーカスグループ (市場調査のために抽出された消費者グループ、訳者注) およびプロトコル検査 (protocol testing) を通じて手に入れることが出来る。

- 対照研究は、統計的に有意な数の回答者からの定量データの収集を含む。
- フォーカスグループは、少人数のグループ (通常8-12人) で構成される。これは、人々が商品、コンセプトあるいは書類についてどのように感じているかについての情報を収集するのに役立つ。参加者は、テストされる項目や事柄について、それが好きか嫌いかを知らせる。しかし、フォーカスグループだけでは、文書の有用性 (使い勝手) をテストする、あるいは、個人がそこに書かれているものを実際どのくらい理解しているかを知るための方法として、最適なものとはいえないかもしれない。
- プロトコル検査は、読み手との対面インタビューを含み、通常、文書の読み易さをテストするために利用される。

SEC、カナダおよび欧州の証券規制当局は、彼らが提言した販売時の開示のフォームについてテストを行っている。

消費者が商品の特定の重要要素について特定のフォーマットで情報を受け取ることを好むという証拠はあるが、消費者は、彼らの行動が変わったときに初めて改善された開示からの利益を受けるのではないかという主張も可能である。いくつかの国の規制当局は、開示要件の変更を導入するメリットを評価する際の重要な要素として、「模擬販売行動テスト」 (behavioural mock sales testing) を活用している。このタイプのテストは、通常、追加情報に反応する行動についての簡単なテストとともに、消費者が新たな文書を受け取ったときの理解度の変化についての評価を含んでいる。

第V章 規制当局の重要課題

A. 商品開示と仲介者開示の関係

POS 質問表 (POS Questionnaire) への回答によれば、ほとんどの加盟国において商品に関する開示が求められているが、仲介者によって提供されているサービスについての開示はあまり一般的ではない。この種の開示が行われている国でも、要件はそれほど詳細ではないということが多い。

時として、誰が開示の責任者なのか (商品組成者なのか、仲介者なのか) を決定することが難しい場合がある。たとえば、投資家によって支払われた手数料の総計は、彼らがそれを通じて商品を購入したチャンネルと商品組成者および仲介者の間で交わされた特定の取り決めによって決まる。例としてあげれば、仲介者は手数料の割引あるいは割戻しを提供するかもしれない。商品組成者による一般的開示 (generic disclosure) は、補充され個別的需要になる必要がある。それによって、顧客は彼らが支払う実際の手数料を知ることが出来るようになる。個別的な図表もまた有用であるかもしれない。

いくつかの加盟国では、利益相反あるいは勧誘の開示を含む仲介者についての個別の開示、あるいは、こうした相反のための対策、仲介者の報酬にかかわるさまざまな要件、そして、これが商品組成者によって仲介者に支払われるコミッションにどのように関連するのかについての開示が求められている。

MiFID¹⁹のもとでの EU 加盟国などいくつかの国では、仲介者と彼らが提供するサービスに特に重点を置いた開示要件が設定されている。消費者調査の要約で述べたように、開示が対処すべき二つの「市場の失敗」 (market failures) がある。

- 仲介者が利益相反に悩まされる可能性 (これは、本人/代理人問題である。そこでは、仲介者としての利益が顧客の代理人としてのそれと対立している)。
- 提供されるサービスの本質とそれを支える報酬体系についてのリテール投資家の理解の乏しさ (情報の非対称性)。

特に懸念されることは、仲介者と商品組成者との間の報酬の取り決めであり、それは、リテール投資家に対する仲介者の助言に影響を及ぼす。これらの取り決めは、特定の商品売るための、直接的な金銭面のインセンティブをもたらすかもしれない。なぜなら、それらは、仲介者により高い報酬を提供するからである。

もう一つ厄介な問題は、報酬の支払体系が投資家にとって理解し難いということである。このことが、結局は、投資家が仲介者によって提供されるサービスの価値を把握することを困難にしている。とりわけ、ある調査の指摘によれば、投資家は、仲介者と商品組成者との間の報酬取り決めによって投資家が購入した CIS からのリターンが減らされているかもしれないということに気付いていないことが多い。つまり、投資家は、彼らが間接的に報酬を支払っていることを理解していないのである。投資家の中には、ディストリビューターの手数料が無料であると考えているものさえいる。

したがって、重要な問題というのは、以下のようなものである。

- 仲介者によって提供されるサービスの特質 (その範囲、質、サービス期間を含む) およびコスト (どのような形で費用がかかるのかを含む) の開示方法

¹⁹ いくつかの要件は MiFID 以前に遡る。たとえば、UK には、こうした開示のための既存の体系が存在し、MiFID でカバーされていないサービスに対する要件が引き続き維持されている。

- 仲介者が直面する利益相反の管理方法、開示の役割、その他の規制ツールの役割
- 取引（つまり、CIS の持分を購入する時）に関する開示要件についての商品組成者と仲介者の実現可能な責任分担。たとえば、もし開示が特定の取引「以前のちょうど良い時」(in good time before) に求められるとすれば、商品組成者が、彼らの商品の詳細を開示しうる唯一の関係者であったとしても²⁰、仲介者には、適切な提供を確実にを行う責任が求められることになる。しかし、一般的に商品組成者が目論見所の内容に責任を持つ一方で、仲介者は、いくつかの国においては、目論見書の内容に頼るだけではなく、独自に追加的な商品情報を入手する必要がある
- 情報の提供を求められた機関が最新の情報を入手できない場合、たとえば、CIS がブローカー・ディーラーとの取り決めの提供を求められる場合、あるいは、ブローカー・ディーラーが CIS のコストの提供を求められる場合の情報の正確性
- 開示は、こうした問題を管理するための効果的なツールかどうか

B. CIS の開示要件とそれ以外の商品の開示要件との整合性

前述のように、多くの加盟国において、販売時ないしは販売に先立つ CIS 商品の開示の提供が求められている。識者の中には、こうした要請は、他の金融商品（POS 開示要件が求められていない）に比べて、CIS 商品を不利な立場に置くのではないかと懸念する向きもある。

たとえば、米国の SEC が提言している販売時ルールに関して、何人かの識者は、これが、ルールの適用を受けないほかの投資商品を側面から支援することにつながり、仲介者に CIS を販売する意欲を失わせることになるのではないかという懸念を表明している。この点に関しては、作業プログラムに関する専門委員会の市中協議への回答者によっても提起されている。対照的に、上記以外の人々は、強化された販売時の開示、とりわけ、レベニュー・シェアリングおよびその他の報酬慣行に関する強化について支持を表明している。

規制当局は、少なくとも以下の3つの問題を検討する必要がある。

1. CIS の POS 開示要件は、リテール投資家に販売される CIS 以外の金融商品の POS 開示要件とどの程度違っているのか？
2. きわめて類似した商品については、同じような開示要件が存在しているのか？
3. CIS およびその類似商品がもたらす、他の商品に比較しての特有の問題と懸念はどの程度なのか？

明らかに、規制当局は、「同じ様な」(same) 開示問題（たとえば、販売コストおよびレベニュー・シェアリングの取り決めに起因する利益相反）を引き起こす競合商品よりも煩雑な開示要件を特定商品に賦課することを可能な限り避けたいと考えている。CIS とそれに類似した CIS 以外の商品の開示要件が異なるときには常に、「均等な競争条件」(level playing field) の問題が、ほぼ間違いなく、規制当局を規制方法の見直し、および/または、ルールの策定に向かわせることになる。

UK の FSA などいくつかの国の規制当局は、重要な要件を調和させるべく、CIS と同じような特質を持つ多くの商品にまたがる規制体系を整備している。しかし、新しい形態の商品や裁定取引の登場によって、その達成はますます難しくなっている。

²⁰ 商品組成者は、通常、目論見書の内容について責任を持つ。その一方で、仲介者は、ほとんどの国において、商品の特徴 (feature) について顧客に説明する上で重要な役割を果たしている。そうすることによって、仲介者は、いくつかの国において、内容について責任を持つようになってきている。

1998年以來、オーストラリアの規制当局は、全ての金融商品の開示を規制している。2001年には、全ての金融商品について、単一の規制体系が採用されている。つまり、これは、オーストラリアでは、CIS 類似商品の開発者は、CIS と同じ開示ルールの対象となることを意味している。したがって、公平な条件という問題は、以前ほど発生しなくなっている。

イタリアでは、イタリア証券取引委員会（CONSOB）が同じような方法を採用している。2005年、CONSOB は、行動基準および目論見書要件を含む透明性基準の適用範囲を、銀行や保険会社によって発行される金融商品の引き受けおよび斡旋にまで拡大するという新たなルールを導入した。

さらに、商品組成者と仲介者の規制を担う規制当局が異なる国においては、また違った問題が存在するかもしれない。

質問表への回答者によれば、EU の域内において取引されている商品やサービスには特有の問題があることが指摘されている。そこでは、異なる EC 指令が、異なる販売プロセスの要素、異なる商品を統括できることになっている。このことが、一貫したアプローチの開発を困難なものとしている。EC の現在の作業プログラムは、指令レベルでこの問題に取り組むための手順を含むものとなっている²¹。

開示要件のコストとベネフィットを評価する際には、「規制上の裁定」（regulatory arbitrage）の可能性に留意が必要である。

C. 新たな販売時開示要件のコスト・ベネフィット分析

規制要件を変更するコストとベネフィットの評価は容易ではない。新たなルールのコストとベネフィットを考慮するに際して、規制当局は、既存の仲介者及び商品組成者の開示慣行を考慮し、新たな要件が生み出す追加的コストの許容限度を設定する必要がある。

《ベネフィット》

開示のベネフィットを計測することは特に難題である。というのは、それは漠然としたものであり、あるいは、かなりの精度で計測するのがきわめて難しいからである（たとえば、情報に基づいた決定を行っている人々の「価値」（value）の計測）。出発点は、ベネフィットが生じると期待されるチャンネルを追跡することである。強化された販売時の開示ルールのベネフィットとしては以下のようなものが考えられる。

- リテール投資家が不適切な商品を購入する、あるいは、手数料を支払ったサービスから十分なベネフィットを受けることが出来ないというリスクが減少すること、あるいは、不当販売のリスクが減少すること
- リテール投資家が、仲介者の利益相反について理解し易くなること、あるいは、投資コストを比較し易くなること
- チャージやコミッションなどの分野において透明性が高まることによる価格引下げの可能性。これによって、市場の全体的な効率性が高まり、開示資料の直接的な受領者以外にもベネフィットがもたらされる
- CIS の販売時開示の比較可能性および平易性は、投資家の貯蓄を促す

²¹ 以下を参照されたい。http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products_en.htm

いくつかの加盟国においては、消費者の理解、行動および成果に関する新たな文書の有効性を評価するために、第IV章セクション E で言及されている「模擬販売行動実験」(behavioural mock sales testing) のような調査が行われている。CIS 業界の全体的な手数料水準に関して、標準手数料開示の効果を数値化するための作業が、現在 UK において進められている。

《コスト》

新たな開示要件の直接コストは、通常、二つのカテゴリーに分類される。ひとつは、新たなアプローチへの移行にともなうコストである。もう一つは、新たなシステムを維持するための継続的なコストであり、これが、既存のシステムのコストと比較されることになる。

コストの源泉としては以下のようなものがある。

- 文書を用意するための法務費用およびコンプライアンス費用
- 情報伝達システムの再プログラミングおよび更新のための情報技術コスト
- 情報伝達システムの監視および維持のためのコンプライアンス費用およびその他のスタッフ費用
- 新たな開示の印刷および植字のための外部費用

仲介者のための追加コストとしては、投資家に対する情報の作成と送付、レベニュー・シェアリングの計算、情報伝達システムの維持および更新に関わるコストなどがある。

コストは、新たな POS 情報を既存の情報伝達システムに組み入れることによって、可能な限り最小化することが出来る。あるいは、規制がそれを要請する前に、すでに販売時においてこのタイプの情報を開示している企業があれば、こうした企業へのコスト面の影響はほとんど無視しうる。

簡易リスク開示報告書を利用している組成者は、もし投資家が簡略化された形式は重要なリスクを彼らに警告することが出来ない、あるいは、たとえより詳細な目論見書への相互参照(クロスレファレンス)に言及されているとしても、その簡潔さの故に誤解を招くと信じたとすれば、訴訟リスクの可能性に直面することになるかもしれない。これは、私的な民事訴訟が頻繁にまた容易に行われている国においては特に大きな懸念となる。

この分野における新たなルールがもたらす間接コスト(およびベネフィット)には、以下のようなものがある。

- 投資家は CIS 商品が持つコストや相反がない、あるいは、ないように見える金融商品を選ぶ可能性がある
- ファンドは、彼らの証券の販売員への補償方法を再構築する可能性がある
- CIS 企業や仲介者による重複開示の可能性がある

第VI章 IOSCO 加盟国による新たな開示要件の提言

多くの加盟国が新たな開示要件の提案を行っている。カナダは、分離ファンドおよび年金ファンドのための2ページの文書を提言している。「ファンド・ファクト」(Fund Facts)と呼ばれるこの文書は、販売時に先立って、あるいは販売時に、簡素化された目論見書の中で、しかし、使い勝手の良い、単純なやり方で、重要な情報を提供するためのものである。もう一つの「キー・ファクト」(Key Facts)と呼ばれる文書は、分離ファンドの保険部分の重要な特徴を要約したもので、ファンド・ファクトに加えて提供される。フォーマットに関して言えば、提言された新たなフォームは、以下のような原則にマッチしたものでなければならない。

- 法律専門用語、金融専門用語の使用を回避する
- 内容を説明するために、簡単な事例、表、図を活用する
- 文書を読み易くまた誘導し易くするために、人目を引く見出しや余白を活用する
- 言葉遣いは、ほどほどの教育水準のものであること

これらの国においては、簡易目論見書などその他の開示文書も要求に応じて入手可能となっている。

米国のSECは、インターネット開示について規定フォームおよびモデルを提案している。これは、投資家に、広範囲の商品コスト情報を提供すると同時に、仲介者の報酬および利益相反についての情報を提供するものである²²。たとえば、販売時において、投資家は、保有コスト(マネジメント・フィー、管理費用を含む)、販売関連コスト、大量購入に対する割引(特定の投資金額の例示とそのコストが添付される)の開示を受け取り、保険部分の購入者は、保険/事務コスト、投資対象ファンド(underlying fund)に関する支出、契約を終了する能力などに係わる情報を受け取ることになる。提案の通り、SECのルールは「証券組み入れ商品」(covered securities)の取引に適用されるが、この「証券」には、オープンエンド投資会社によって発行される証券(典型的にはCIS)が全て含まれる。²³

ごく最近、SECは、CISについて、要約目論見書の送付または手交、目論見書本体のオンラインによる提供の「選択権」(option)を認めるという規則を採択した(数次に分けた開示)²⁴。

日本では、新たに「契約締結以前の文書」(document before concluding contract)を要請することが提言された。この文書は、当該会社が金融商品を取引する企業であることの陳述、登録番号、契約の概要および手数料、被る可能性のある損失についての警告、適用される税金に関する情報、解約権(クーリングオフ期間)、ファンドの問い合わせ先、当該企業が会員となっている自主規制機関(SRO)の名称、などを含むものである。

²² 以下を参照されたい。

Point of Sale Disclosure Requirements and Confirmation Requirements for Transactions in Mutual Funds, College Savings Plans, and Certain Other Securities, and Amendments to the Registration Form for Mutual Funds Reporting of Comment Period and Supplemental Request for Comment, Securities Act Rel. No. 8544 (Feb. 28, 2005)

<http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8544.htm>

Confirmation Requirements and Point of Sale Disclosure Requirements for Transactions in Certain Mutual Funds and Other Confirmation Requirement Amendments, and Amendments to the Registration Form for Mutual Funds, Securities Act Rel. No. 8358 (Jan. 29, 2004) <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8358.htm>

²³ これにはまた、「ユニット・トラスト」(unit investment trust)によって発行される証券(典型的には変額保険商品)、および「地方債」(municipal fund security)(税制優遇を受け、教育支出を賄うために使われる)が全て含まれる。

²⁴ 以下を参照されたい。

Enhanced Disclosure and New Prospectus Delivery Option for Registered Open-End Investment Companies, Inv. Co. Act Rel. No. 28584 (Jan. 13, 2009) <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-8998.pdf>

さらに、CESR は、EC に対して、UCITS ファンドの「重要情報文書」(Key Information Document, KID) に関する事前情報を提供している²⁵。この作業は、UCITS 指令の幅広い見直しの一環として、EC の要請によって開始されたものである²⁶。これは、簡単に利用でき、十分な情報に基づいた意思決定を可能とする情報をリテール投資家に提供するという目的を果たすことのなかった簡易目論見書に完全に取って代わることになる。

CESR は、商品情報の開示を消費者にとって有用なものとする要素(ファクター)について検討してきた。必要な要素は、簡素で、集中的で、わかりやすい言葉で説明され、ファンド間の比較を可能とするような方法で記述されることである。市場参加者および EU のリテール消費者協会による数多くの市中協議を受けて、CESR は、2008 年 2 月、EC に対する最初の助言を行ったが、それは、いくつかの分野でさまざまな選択肢を提示するものであった。加えて、CESR は、その作業の過程で多くの技術的な問題を明らかにしているが、それらは、更に検討する価値のあるものであった。2009 年 3 月、CESR は、こうした一連の問題についての提言(忠告、勧告、アドバイス)に関する技術面の協議を開始した²⁷。これに平行して、EC は、KID のさまざまな選択肢の消費者テストおよび業界テストを遂行中である。とりわけ、EC のテストの最終結果および技術協議の成果に配慮しながら、CESR は、2009 年夏に、KID に関する最終助言の完全パッケージ化に取り組んだ。最終助言は、2009 年末までに、EC に提出されることになっている。

²⁵ CESR の CE への助言については以下を参照されたい。

Content and form of Key Investor Information disclosures for UCITS (Ref.: CESR/08-088) <http://www.cesr.eu>.

²⁶ 以下を参照されたい。 http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm.

²⁷ 以下を参照されたい。 CESR' s consultation paper (Ref.: CESR/09047) <http://www.cesr.eu>.

第VII章 CIS の販売時点以前における重要情報開示のための諸原則

原則 1 重要情報は、投資家に基本的な利益、リスク、条件および費用、ならびに当該商品を販売する仲介者の報酬や利益相反に関する開示を含むべきである。

《商品開示における重要情報》

金融商品の開示における重要情報は、以下を含むべきである。

- 金融商品の名称とタイプ。
- 金融商品の投資目的と戦略。
- リスクと利益の概要。リスク開示は、金融商品の重要なリスクを含むべきである。これには、投資成果のリスク／変動性、信用リスク、流動性リスク、オペレーショナル・リスクを含む。いくつかの国では、金融商品のリスクを列記するよりは、リスクの程度を示す表示（scale）のほうが全体的なリスクを測定しあるいは金融商品の区分をするうえで適切であると考えられているようだ。監督当局および投資家がそうした表示基準の限界を認識することは必要だが、これは、リスクを比較する上で役に立つ。規制当局は、短期的な変動性に関連して最低保有期間、当該金融商品が販売対象とする投資家のタイプ、投資家が行なわなければならないコミットメントの内容などが記載された支援情報を期待するかもしれない。
- 手数料の大口割引（breakpoint discount）、そして／または、費用の返還（expense imbursements）あるいはフィーの受取辞退（fee waivers）を含む手数料および費用。
- 提示されている保証の内容。これには、その保証が基礎においている制限あるいは条件を含む。
- 金融商品が内包する利益相反の可能性。たとえば、以下のような場合を含む。
 - 投資家への支払がある基準に依拠している（たとえば、ベンチマークに対して測定される金融商品のパフォーマンス）場合。
 - 早期に解約（現金化）する契約者に対してペナルティを課す場合。
- 過去のパフォーマンス。この情報は、金融商品間の比較が容易に行なえるような方法で提供されるべきである。過去のパフォーマンス開示は、過去のパフォーマンスが将来のパフォーマンスの指標にはならないという警告を含むべきである。過去のパフォーマンスの入手が出来ない場合には、当該 CIS が事前に決定されたフォーミュラに基づく支払の仕組み（payout structure）を持っているとすれば、いくつかの収益見通しが提供されるべきである。
- 追加情報。
 - ポートフォリオ・マネジャーに関する情報および重要なサービス提供者に関する情報（たとえば、受託者あるいはカストディアン）。これには、ポートフォリオ・マネジャー、重要なサービス提供者の身元およびその監督当局を含むこともありうる。
 - 金融商品についての苦情を処理するための手続き。
 - 金融商品に関する債務が履行されなかった場合に入手可能な補償に関する情報。
 - 解約あるいは撤回する権利
 - プレミアム（掛け金）およびベネフィット（収益）課税の概要

《仲介者開示における重要情報》

仲介者の開示における重要な情報は以下を含むべきである。

- 仲介者の名称、そのサービスおよび問い合わせ先。
- 手数料、仲介者報酬およびコスト。これには投資家が獲得したリターンを削減するチャージやフィーが全て含まれる。
- 利益相反の可能性。たとえば、顧客に最大の利益をもたらすように活動するという彼らの責務に反して、仲介者およびその従業員に特定商品あるいは持分を販売するための金銭的インセンティブを与えかねない利益相反、そして、仲介者に提供される非金銭的利益の全てが含まれる。

《実施方法》

- 開示要件は、さまざまな種類の CIS に適合するように、また、商品組成者と仲介者が彼ら独自の開示を提供することを許容するために、柔軟なものでなければならない。いくつかの加盟国では、仲介者に焦点を当てた開示と商品開示を分けるよう命じている。
- 加盟国が開示のための「数次に分けたアプローチ」を選択した場合には、販売時に先立って行われる開示は、推奨された投資商品について投資家がどこでまたどのような方法で追加情報を入手できるかを明らかにする必要がある。

原則 2 重要情報は、投資家が情報を検討し、投資判断を行う機会を持つために、販売前に投資家に無料で提供もしくは利用可能とされるべきである。

《実施方法》

- 規制当局は、提供あるいは入手可能性の要件が満たされているという適切な証拠の存在を要求することが可能である。
- 仲介者および商品組成者は、当該要件が満たされているということを証明する適切かつ十分な文書を保有することが出来る。商品組成者あるいは仲介者は、投資家が適切な開示情報を受け取りあるいはアクセスしたという署名入り確認書を、彼らから受け取ることを望むかもしれない。
- 規制当局は、投資家が販売時に先立って、投資すべきかどうかについての情報に基づく意思決定が出来る立場にあるかどうかを検討したいと考えるかもしれない。

原則 3 重要情報は、対象となる投資家に適切な方法で提供もしくは利用可能とされるべきである。

《実施方法》

- 重要情報の提供に必要な方法あるいは入手可能性を決定するに際して、仲介者あるいは商品組成者は、以下を考慮する必要がある。
 - 個人投資家の特質および選好、たとえば、インターネットおよびEメールへのアクセス、あるいは、ファックスへのアクセス。仲介者あるいは商品組成者は、電子的な提供やファックスでの提供へのアクセスが出来ない投資家に対しては、郵便による提供についても考慮すべきである。
 - 投資家が仲介者による推奨を受けているかどうか。
- 規制当局は、仲介者あるいは商品組成者に、投資家からの要請があれば、重要情報の提供方法にかかわらず、書面による重要情報の提供を無料で行うよう要求すべ

きである。

原則 4 重要情報の開示は、競合商品の開示情報との有意義な情報比較を容易にするため、平易な言葉で、簡略で、入手し易く、比較可能なフォーマットで行われるべきである。

《実施方法》

- 「平易な言葉」による開示が、ターゲットである投資家に理解し易い方法で情報を伝達するために活用されるべきである。情報の内容に意味があり、情報体系がロジカルで、言語が適切であることを確保するために、ターゲットである投資家のニーズと能力が考慮されるべきである。
- 以下に述べる平易な言葉の技術は、開示の改善に役立つと考えられる。
 - 通常の日常的な言葉。
 - 専門用語、法律用語、ビジネス用語が不可避である場合には、それらの明快で簡潔な説明。
 - 抽象概念を説明するための事例および図表。
- 全ての項目について読み易い大きさの文字を使用すること。
- フォーマットは比較可能なものであるべきである。簡素化と比較可能性を促進するために、規制当局は、印刷物が利用されるときには文書の長さ、原則 3 に掲げられているような取り組むべき最小限の項目、その順位、パフォーマンス、リスク、コストなど特定の慎重に取り扱うべき項目についてのある程度の説明など開示の一部について指示することも考慮すべきである。
- 規制当局は、当該項目が表示される順序を規定することを考えるべきである。論理的で一貫性のある仕組みの構築は、重要な要素をしかるべく目立たせ、異なる CIS の重要情報の比較を容易にすることになる。
- 規制当局は、商品組成者が、一方において商品の特定の追加情報を、他方においては簡潔さと比較可能性の改善の要望を盛り込むことを認めることの均衡を考慮すべきである。

原則 5 重要情報の開示は、対象顧客に対して、明瞭、正確で、誤解を避けるべきである。開示は定期的に更新されるべきである。

《実施方法》

- 情報は、関連する全てのリスクについての公正で人目を引く説明なしに、CIS の潜在的利益 (potential benefits) を際立たせることのないようにすべきである。情報は、警告などの重要項目をわかりにくくし、あるいは、その重要性をないがしろにすべきではない。
- 情報が他の CIS あるいはその類似商品との比較を提供する場合には、規制当局は、(1) その比較が偏りのない客観的なものであること、(2) 比較のために利用される情報源が明記されたものであること、(3) 比較するために用いられる事実および前提が含まれていること、を要求することを検討すべきである。
- もし、重要情報が過去のパフォーマンスに関する開示を含むものであれば、規制当局は、過去のパフォーマンスを強調することによるミスリーディングの可能性を極力減らすための要件を賦課することを検討すべきである。もし、重要情報が将来の

パフォーマンスの予測を含むものであれば、規制当局は、当該予測が客観的な事実に基づくものであり、ミスリーディングをもたらさないことを確保するための要件を検討すべきである。

- 規制当局は、商品組成者あるいは仲介者に対して、情報の精度に影響を及ぼす重要な変化を反映するために必要な頻度で、適切に、重要情報の見直しと変更を行うように要請すべきである。これには、たとえば、投資戦略の変更、リスク特性の修正、新たな手数料体系の導入、過去のパフォーマンスの説明などが含まれることになる。しかし、この原則は、商品組成者あるいは仲介者が更新された POS 開示を投資終了後継続的に投資家に提供するように求めることを示唆するものであると解釈すべきではない。こうした決定は、賦課する POS 開示要件の特質を考慮に入れながら、各規制当局によって個別に行われる必要がある。
- 規制当局は、必要に応じて、商品組成者あるいは仲介者に対して、重要情報の最新版をウェブサイト上で入手できるようにするよう要請することを検討すべきである。

原則 6 どのような重要開示情報を仲介者と商品組成者に課すべきかを判断する際に、規制当局は、開示される情報を誰が管理しているのかを考慮すべきである。

《実施方法》

誰が情報を管理するかは、誰が開示すべきかを定めるに際して考慮すべき重要なファクターである。したがって、一般的には、重要な商品情報を提供する責任は、主として商品組成者にあるといえよう。仲介者のサービスに関する情報の開示は、主として仲介者に責任がある。しかし、規制当局は、この原則を実施するに当たって、いくつかの複雑な要因を考慮する必要がある。それは、開示責任の重複を回避しようとするときにはとりわけ必要となる。

- 仲介者が商品情報を提供あるいは変更する場合には、いくつかの加盟国においては、当該情報について追加的な責任を負うことが必要とされる²⁸。時には、これが包括的な法律に規定されることもある（たとえば、EU の MiFID）。
- 商品組成者は、一般的には、開示内容に責任を有する一方、仲介者は、多くの国において、商品の特徴を顧客に説明する責任を有している。
- 商品組成者は、商品が組成される時点で、ある情報を明確に特定することが出来ないかもしれない。たとえば、商品組成者は商品に直接課せられる手数料を開示すべきであるが、商品を購入し保有することに伴う全ての手数料は、販売方法によって異なることが多い。これは、仲介者が、投資家に手数料の完全な開示を提供するために、しばしば、仲介手数料と同様に、実際の商品手数料情報を提供しなければならないことが多い、ということの意味している。

²⁸ ファンドのスーパーマーケットがそれを行おうとするときには、これが重要となる。