

第 1 章 金融機関と利益相反－EUの規制

山 下 友 信

1 1993年投資サービス指令

EUの金融機関に関する法規制において利益相反の問題が最初に具体化されたのは、1993年の投資サービス指令（以下、ISDという。）⁽¹⁾であった。ISDは、銀行や保険会社とともに投資サービスを提供する事業者である投資業者（investment firm）についてもEU域内のシングル・パスポート制度、すなわち加盟国である母国で設立免許を受けた事業者はEU域内の他の加盟国で改めて免許を受けずに事業ができるという制度を確立することを目的とするものである。この域内シングル・パスポート制度を実現するには、加盟国の投資業者の監督制度の内容が完全な統一とまでは行かずとも最小限のレベルで共通化されている必要があり、ISDはこれを規定するものである⁽²⁾。

具体的にISDの内容をみると、同指令の適用対象は、サービス（附則A）および投資物件（instruments. 附則B）の両面から画定されている⁽³⁾。また、非コア・サービスのカテゴリーが設けられ（附則C）、やはり同指令の適用を受ける。この適用対象を見れば、同指令は、証券会社や投資信託関連業者などの証券投資に関する業務を対象としていることが明らかになる。EUではユニバーサルバンク制度の下で銀行も証券投資に関する業務を兼営している国が多く、銀行については別途監督制度に関する指令が存在するのでそれとの適用関係の調整が問題となるが、ISDでは、銀行については、以下に見る規定のうち10条～12条等の個別の規定の適用が

(1) Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field, OJ L141, 11.6.1993, p.27.

(2) 神崎克郎「EUの投資サービス指令－EU域内での証券業についての単一免許制度」インベストメント48巻1号（1995年）4頁。

(3) サービスとしては、ブローカー業務、ディーリング、ポートフォリオ・マネジメント、アンダーライティングが、投資物件としては、証券、集団投資スキーム・ユニット、マネーマーケット物件、先物取引、金利先渡取引、スワップ、オプションが、非コアサービスとしては、投資物件の保管・管理、保護預り、証券金融、経営・M&A等の助言、アンダーライティング関連サービス、投資助言、外国為替サービスがそれぞれ列挙されている。

あるものとしている（2条1項）。免許の付与などの側面では銀行に関する指令の適用を受けることとし、ただ証券投資に関する業務に関してのみは投資業者としての取扱いを受けるということであり、この同指令の適用のある規定の中に利益相反に関する規定が含まれている。

ISDの構成は、以下のとおりである。

第1章 定義および適用範囲（1条・2条）

第2章 事業開始の条件（3条～6条）

第3章 第三国との関係（7条）

第4章 事業運営の条件（8条～13条）

第5章 営業所設置の権利およびサービス提供の自由（14条～21条）

第6章 免許および監督を所管する当局（22条～28条）

第7章 最終規定（29条～32条）

このうち、第4章の事業運営の条件の部分に投資業者の業務に関する規制が規定され、そのうちの10条および11条が利益相反の規制に関するものである。具体的には、10条は、加盟国が制定すべき投資業者の組織および業務運営に係る規制（慎重規制（prudential rules）とよばれている）の内容の一つとして、投資業者が利益相反による顧客利益の侵害を最小化するための組織を要求すべきこと、11条は、加盟国が制定すべき行為規制（rules of conduct）の内容として、投資サービス業者が利益相反を回避するよう努めること、および顧客を公正に取り扱うよう確保することが盛り込まれることを要するものとしている。しかし、指令としてはこのように簡単な基本原則を規定するのみであり、具体的な内容は加盟国に委ねられていた。

2 2004年金融商品市場指令（Mifid）へ向けての動き

1999年に公表されたEUの金融市場アクションプランは、金融市場に関する諸政策のプログラムをまとめたものであるが、その一項目として、ISDの現代化ということが盛り込まれている。その目的として、投資サービスについての統一された効率的な市場を実現すること、ブローカー・ディーラーの市場へのアクセスについての残された障害を取り除くこと、ATSのような新たな規制上の問題にチャレンジすることがうたわれている⁽⁴⁾。

(4) Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Actionplan, COM (1999) 232,11.05.99, p.22, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf

アクションプランを受けて、2000年に、EU委員会のISDの改正の基本方針が明らかにされ、改正作業が開始された⁽⁵⁾。アクションプランで課題とされていたEU域内の証券市場の整備（市場間競争のための制度整備、ATSの制度化、決済制度の整備）と投資業者の規制の整備による投資家保護の改善が大きな目的である。投資家保護の改善は、ISDでシングル・パスポート制度が一応実現されているが、ホスト国の分担とされる投資業者の業務の行為規制が実質的に不統一であるという問題を解決しようとするものであり、利益相反の規制もこの課題の一環である。

ところで、投資業者の業務の規制の統一化を図るといっても、単純にISDに代わる新しい指令で、投資業者の業務に関する規制の詳細を規定するというのではなく、ランファルシー・アプローチとよばれる以下のような階層的な規制システムによることとされた⁽⁶⁾。

レベル1：コアとなる原則を規定するもので、ISDに代わる指令としての後述のMifidがこれに該当する。

レベル2：Mifidの実施のための技術的措置を指令として規定するもので、後述の2006年実施指令がこれに該当する。

レベル3：加盟国監督当局による統一的な規制のためのインフォーマルな協定であり、指令の解釈・運用のあり方をより具体化していくという手法である。この役割を担うのが、ヨーロッパ証券監督者委員会（CESR：The Committee of European Securities Regulators）である。CESRは、レベル2の実施指令の制定に際しても意見を具申する任務を与えられている。

レベル4：EU委員会による加盟国の指令遵守の監視。

この仕組みによることを前提に、2001年には、DG Internal Market（域内市場本部）のワーキング・ドキュメントが公表され、新しい指令の作成に関する基本方針が明らかにされ、各方面の意見が求められている⁽⁷⁾。ここでは付属資料として、新しい指令の草案が添付され、利益相反の規制についても原型が明らかにされている⁽⁸⁾。寄せられた意見も反映して、2002年

(5) COM (2000) 729であるが、現在アップされていない。2000年11月16日付のprovisional versionによる。Communications from the Commission to the European Parliament and the Council, Upgrading the Investment Services Directive (93/22/EEC), 16 November 2000, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/2000/com-provision_en.pdf.

(6) Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 15 February 2001, p.6, http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf.

(7) Overview of Proposed Adjustments to the Investment Services Directive, Working Document of Services of DG Internal Market, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/revision_en.htm

(8) Annex 2Investment Firms - Rights and Responsibilities under the ISD, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/revision-isd/isd-annex2_en.pdf 投資業者の組織的要件を規定する

にレベル1の新指令の草案が公表された⁽⁹⁾。

同草案16条が利益相反の規定であり、次のようなものである。

第16条（利益相反）

- ①加盟国は、投資業者が、いずれかの投資および付随サービスまたはそれらの組合せを提供する過程で生ずる、そのマネージャーおよび被雇用者を含む投資業者とその顧客との間または一人の顧客と他の顧客との間での利益相反をアイデンティファイするすべての合理的なステップを踏むことを要求しなければならない。
- ②加盟国は、その活動が利益相反を生じさせる投資業者は、顧客の利益に不利に影響する利益相反を予防するための効果的な組織的および管理的な仕組みを維持し運営させ、またはその他同じ結果を達成するために利益相反を管理することを要求しなければならない。
- ③利益相反を管理する投資業者によりされる組織的または管理的な仕組みが合理的な確信をもって、顧客の利益を害する危険が効果的に回避されることを確保するのに十分でないときは、投資業者は、顧客のために事業を行う前に顧客に対して、利益相反の一般的性質および／またはソースを明確に開示しなければならない。
- ④金融市場の技術的發展を考慮し、第1項から第3項までの統一的な適用を確保するために、EU委員会は、第59条第2項で言及される手続⁽¹⁰⁾に従い、
 - (a) 投資業者が様々な投資および付随サービスおよびその組合せを提供するときに、利益相反をアイデンティファイし、予防し、管理し、および／または開示するために合理的にとることが期待されるステップを定義し、
 - (b) 受領される報酬（inducements）または顧客のためまたは顧客に対して履行される関連する投資サービスの質および公正さを損なわせうる投資サービスの履行に関連して生じる自己利益に起因する相反に対処する実施措置を採択しなければならない。

12条の8号に利益相反として、投資業者が潜在的な利益相反を生ずるサービスを提供するときは、顧客の利益を害するリスクを最小限にするような組織を有すべき旨が簡単に規定されていた。

(9) Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on investment services and regulated markets, and amending Council Directive 85/611/EEC, Council Directive 93/6/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC, Explanatory Memorandum, COM (2002) 625 final, 2002/0269 (COD), [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri= COM20020625:FIN: EN:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM20020625:FIN:EN:PDF).

(10) 後掲注（12）のコミトロジー手続をいう。

立法趣旨について次のように説明されている⁽¹¹⁾。

「投資業者、そのマネージャーおよび被雇用者の様々な利益が顧客の利益と相反しうる状況の拡大しつつある範囲を規律するためにISDで自足的な規定を創設することが必須となった。多数の投資業者および銀行が一つ屋根の下で行う活動の拡大しつつある範囲は、それらの様々な活動と顧客の活動との間における利益相反のポテンシャルを増大させてきた。このことは、諸種の報酬の益々の普及および顧客の間の相反に関する十分に確立した関心にも連動している。既存のISDの下における利益相反のパッチワーク的な取扱いは、顧客の防御にとって重大なこれらの問題に対する首尾一貫したまたは効果的な対応をすることにならない。

コミトロジー⁽¹²⁾を通じた詳細な実施措置の起案を可能にする段階的な規定の導入は、特別の注意を要する利益相反の類型に対して適合した適切な方法で規制者が対応することを可能にするであろう。これは、たとえば、ファイナンシャル・アナリシス／リサーチ、ブローカレッジまたはアンダーライティング／プレイング活動の累積やブローカー／ディーラーによる顧客注文の執行から生ずる相反に関する目標の定まった規制を可能にするであろう。

提案される規定は、まず、顧客の利益を害しうる投資業者の事業活動において生ずる利益相反をアイデンティファイする投資業者の義務を確立する。その上で、投資業者は、

一顧客の利益に不利に影響する利益相反を防止し、または

一顧客の利益が不利に影響しない態様で利益相反を管理することを可能にする組織的および管理的な仕組みを確立すること

を要するものとされる。

本条は、利益相反の異なる形態の管理のために適切と考えられるべき組織的または管理的な仕組みの性質や、利益相反が重要であるときに開示されなければならない方法を定めるものではない。本条は、詳細な実施措置はレベル2において、これらの点についてガイドを提供することを予定している。

会社が組織的仕組みの確立により利益相反を管理すべきであるが、利益相反が潜在的には顧客の利益を害するとはいえないということを合理的な確信をもって確定し得ないときは、会社は顧客に対して残される利益相反の存在を開示しなければならない。開示は、適切かまたは必要なときは一般的でありうる。」

(11) Proposal, op.cit. (n.9) , p.24-25.

(12) ランファルシー手続において、レベル2の実施に必要な事項に関する規定は、EU委員会が、欧州証券委員会(The European Securities Committee)の補助の下に制定するという手続をいう。これについては、神作裕之「欧州における証券規制統合の現状と課題」証券取引法研究会編『近年の証券規制を巡る諸問題』((財)日本証券経済研究所、2004年)178頁、190頁以下参照。

3 2004年金融商品市場指令

2002年の草案を経て、2004年に金融商品市場指令（以下、Mifidという。）が制定された⁽¹³⁾。指令の目的は、前述したとおりであり、EU証券市場の整備とともにシングル・パスポート制度の下における投資家保護の改善ということである。

Mifidの構成は以下のとおりである。

第1章 定義および適用範囲（1条～4条）

第2章 投資業者（investment firm）の免許および事業運営の条件

第1節 免許の条件および手続（5条～15条）

第2節 投資業者の事業運営の条件

第1款 総則

16条（開業免許の条件の定期的レビュー）

17条（継続的監督に関する一般的義務）

18条（利益相反）

第2款 投資家保護を確保する諸規定

19条（投資サービスを顧客に提供する際の行為規制）

20条（他の投資業者の仲介によるサービスの提供）

21条（顧客に最も有利な条件による注文執行の義務）

22条（顧客の注文処理に関するルール）

23条（タイド・エージェントを使用する際の投資業者の義務）

24条（適格なカウンターパーティーと執行される取引）

第3款 市場の透明性とインテグリティ（25条～30条）

第3節 投資業者の権利（31条～35条）

第3章 規制市場（36条～47条）

第4章 所管当局（48条～62条）

第5章 第三国との協力（63条）

(13) Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, OJ L145, 30.4.2004, p.1. 本指令については、大崎貞和「改正されたEU投資サービス指令（ISD）」資本市場クォーターリー 8巻1号（2004年）1頁、神作・前掲注（12）、神山哲也「EU金融商品市場指令の欧州資本市場への影響」資本市場クォーターリー 10巻3号（2007年）50頁参照。

第6章 最終規定（64条～73条）

ISDと大きく異なるのは、新指令制定の目的に対応して、第2章第2節第3款および第3章の金融商品市場に関する規制が新たに追加されたことと、第2章第2節第2款の投資業者の業務の規制が詳細なものとなったことにある。

また、投資サービスおよび投資物件の範囲も、それぞれ拡大されている。すなわち、投資サービスとしては、ISDで列挙していたものに加えて投資助言、セリング、MTF（Multilateral Trading Facilities）が追加され（附則A）、投資物件として、金融商品（financial instrument）の概念に改めてISDの投資物件に加えて広範な範囲のデリバティブ取引が追加されている（附則C）。投資サービス業務を営む銀行への適用関係についてはISDと同様である（1条2項）。

Mifidにおいて利益相反の規制を定める規定は、13条3項と18条であり、それぞれ以下のとおりである。

第13条（組織に係る要件）第3項

投資業者は、第18条で定義される利益相反がその顧客に不利益な影響を及ぼすのを防止することを意図したすべての合理的なステップを踏む目的で、効果的な組織および管理上の仕組みを維持運営しなければならない。

第18条（利益相反）

- ①加盟国は、投資業者に対して、投資業者自身（そのマネージャー、使用人およびタイド・エージェントを含む）または支配により投資業者に直接または間接にリンクする者と投資業者の顧客の間または顧客相互の間において、顧客のためにする投資サービスおよび付随サービスまたはそれらの組合せを提供する過程で生ずる利益相反をアイデンティファイするすべての合理的なステップを踏むことを要求しなければならない。
- ②利益相反をマネージするために第13条第3項にしたがい投資業者により作られる組織および管理上の仕組みが、十分な確信をもって顧客の利益を毀損するリスクが防止されることを確保するには不十分であるときは、投資業者は、顧客に対して、顧客のためにする事業を行うに先立ち、利益相反の一般的な性質および／またはソースを明確に開示しなければならない。
- ③金融市場の技術的な発展を考慮し、また、第1項および第2項の統一的な適用を確保するために、EU委員会は、第64条第2項において言及される手続にしたがい、以下のことを実施する措置を採択しなければならない。

- (a) 様々な投資サービスおよび付随サービスおよびそれらの組合せを提供する際における利益相反をアイデンティファイし、防止し、マネージし、および/または開示するために、投資業者が合理的にとることを期待されるステップを定義すること。
- (b) その存在が投資業者の顧客または潜在的な顧客の利益を毀損するかもしれない利益相反の諸類型を確定するための適切な基準を確立すること。

2002年草案からの修正点は以下のとおりである。

利益相反防止のための組織・管理上の仕組みの整備義務（草案16条2項）は13条3項に切り分けられた。13条は、投資業者の組織的要件を10項にわたり規定するものであり、利益相反による顧客の不利益を防止する組織上・管理上の措置をとることがその一つとして規定されている。

18条では、利益相反規制の適用対象者として、タイド・エージェントおよび投資業者と支配関係のあるグループ会社等が追加されている。他方で、草案にあった報酬に関する規定はMifid自体からは削除され、後述のように実施指令の規定とされた。

また、Mifidを実施する指令の規定事項として、利益相反の類型を定める基準を追加している。

なお、利益相反の規制と関連する規定として、19条では、投資サービスを顧客に提供する際の行為規制と題して、以下のような投資業者の業務上の行為規制を定めている。

- ①誠実、公正、プロフェッショナルとして顧客の最善の利益に合致してサービスを提供すべきこと。以下②～⑧を遵守すること。
- ②マーケティング・コミュニケーションを含むすべての情報が公正、明確、誤導的でないこと。
- ③提供するサービスとリスク等に関する適切で理解可能な情報提供。
- ④投資助言・ポートフォリオマネージメントをする際の投資業者の顧客に関する情報収集、顧客に適合するサービス提供。
- ⑤ ④以外のサービスを提供する場合の投資業者の顧客に関する情報収集（④よりも軽微な調査義務）。
- ⑥執行のみのサービス等、投資業者の調査義務が適用されない取引をするための要件。
- ⑦顧客との取引に係る記録の作成。
- ⑧顧客に対する報告の提供。
- ⑨信用機関および消費者信用に関するEU立法にしたがいサービス提供する場合の適用除外。
- ⑩EU委員会の実施規定制定権限。

4 2006年実施指令の立案

Mifidは、コアとなるルールを規定するものであり、これを具体的に実施するために必要な事項を規定するレベル2の指令は、別途制定されることが予定されていた。2006年の実施指令(以下、実施指令という。)がそれである⁽¹⁴⁾。利益相反の規制に関する規定は、第2章の組織要件のうちの第4節の利益相反という部分に置かれており、その規定とMifidとの対応関係(Mifid13条3項および18条に対応すること)が明らかにされている。

実施指令の立案に当たっては、EU委員会からCESRに対して技術的な意見が認められている。その要請文書においては、①利益相反の存在が投資業者の顧客または潜在的な顧客の利益を害しうる利益相反の類型を確定する適切な基準および②投資業者が様々な投資および付随的サービスないしそれらの組合せを提供する場合において、利益相反をアイデンティファイし、予防し、管理しおよび／または開示すると合理的に期待されるステップについての適切な実施措置の技術的意見を求めるとされており、この要請は、Mifid13条の他の部分に関して形成されるその他の要請、特に内部コントロールと組み合わせられるべきであること、技術的アドバイスは、投資助言の公正な提供および利益相反の開示に関するマーケット・アビューズ指令⁽¹⁵⁾の実施措置およびIOSCOまたはファイナンシャル・アナリストに関するフォーラム・グループのような他の機関で実施される作業を考慮に入れるべきであると述べられている⁽¹⁶⁾。

これに基づくCESRの意見が2005年に提出された⁽¹⁷⁾。利益相反に関する部分は以下のとお

(14) Commission Directive 2006/73/EC of August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive, OJ L241, 29.2006, p.26.

(15) Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) , OJ L96, 12.2.2003, p.16.

(16) European Commission Internal Market DG, Provisional Mandate to CESR for technical advice on possible implementing measures concerning the future Directive on financial instruments markets, MARKT/G2 D (2003) , p.8, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/esc37-mandate_en.pdf. この要請は、暫定的要請とされているが、2004年の正式の要請においてそのまま正式な要請として扱われるものとされている。European Commission Internal Market DG, Formal Request for technical advice on possible implementing measures on the Directive on markets in financial instruments (Directive 2004/39/EC) , 25 June 2004, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/cesr/final-mandate-isd.en.pdf.

(17) CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, 1st set of Mandates, January 2005, CESR 05/024c, p.40 et seq., http://www.cesr-eu.org/index.php?page=document_details&from_title=Documents&id=2695. CESRのこの意見作成については、各方面の意見が聴取されている。CESR's Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on the first set of mandates, Markets in Financial Instruments Directive, Feedback Statement, Jan 2005, CESR/05/025, http://www.cesr-eu.org/index.php?page=document_detail

りである⁽¹⁸⁾。

(コンフリクト・ポリシー)

1 投資業者は、顧客の利益の毀損を予防するために、利益相反をアイデンティファイし、および重要な利益相反を予防し管理するための組織的および管理的な仕組みの詳細を定める効果的な書面によるコンフリクト・ポリシーを確立し、維持しおよび効果的に実施しなければならない。

(相反のアイデンティフィケーション)

2 指令<Mifid。以下同じ>第18条第1項の一般性を制限することなく、投資業者は、コンフリクト・ポリシーが、少なくとも、以下の状況において生ずる利益相反をアイデンティファイするすべての合理的なステップを含んでおり、かつ、それらのステップが効果的に実施されることを確保しなければならない。

- (a) 投資業者または関連する者が一または複数の投資業者の顧客の損失となるように利益を図りまたは損失を回避しようとするとき。
 - (b) 投資業者または関連する者が、一の会社の顧客または顧客のグループの利益を他の顧客または顧客のグループの利益よりも優遇する金融上その他のインセンティブを有しているとき。とりわけ、異なる顧客の利益が対立しまたは競合するとき。
 - (c) 投資業者または関連する者が、とりわけ投資業者または関連する者が、以下の場合において、自己自身または他の者の利益を、投資業者の顧客の1または複数の利益よりも優遇する金融上その他のインセンティブを有するとき。
 - i 投資業者の顧客の1または複数と同一の事業を営むとき（たとえば、自己勘定によるディーリング）
 - ii その顧客に対して偏向的ではないとはいえない投資助言または投資リサーチを提供するインセンティブを有するとき、および/または、
 - iii たとえば、ポートフォリオ/マネジメント手数料、マーケティング手数料、コミッション、手数料配分合意（手数料リベートまたはソフト・コミッションなど）その他のオーダー・フローに対する対価を通じて、顧客とするまたは顧客のために取引する取引の量から利益を得ようとするとき
- 3 指令第18条第1項による義務にしたがい、投資業者、とりわけ、投資業者または直接ま

s&id=2966.

(18) CESR's Technical Advice, op.cit (n.17) , p.42 etseq.

たは間接に投資業者に対する支配によるつながりで関係する者が、2以上の組合せを実施する場合には、少なくとも以下の事業活動に対して、特別の注意を払わなければならない。

—自己計算取引

—ポートフォリオ・マネジメント

—証券の募集におけるアンダーライティングおよび/またはセリングを含むコーポレート・ファイナンス事業およびM&Aに関する助言

本項は、第2項の規定する基準にしたがい、いかなる事業活動または事業活動の組合せから、または組合せの中で生ずる利益相反のアイデンティフィケーションについての一般的義務に影響を及ぼすものではない。

4 投資業者は、第2項または第3項の基準により生ずる現実的または潜在的な利益相反の種類の最新の記録を維持しなければならない。重要であるときは、関連する者のカテゴリー、事業活動、金融商品および相反の類型に含まれる取引の種類の詳細の記録を維持しなければならない。

(コンフリクト・ポリシーの内容)

5 投資業者のコンフリクト・ポリシーは、予防されまたは管理されるべき重要な利益相反の種類の明確な記述、予防または管理のためにとられるべき措置、ならびに利益相反が管理されるときは、当該方法がなぜ選択されたかの理由を含まなければならない。

6 投資業者のコンフリクト・ポリシーは、その事業の性質、規模および複雑さ、とりわけ、以下のことがらにとって適切なものでなければならない。

(a) その組織上の構造およびビジネスモデル

(b) 顧客に対して提供する投資および付随サービス、および関連する金融商品の類型

(c) 自己勘定で行う事業

投資業者がグループのメンバーであるときは、投資業者は、他のグループ・メンバーの規模、構造および事業を考慮しなければならない。

7 コンフリクト・ポリシーで定められる仕組みは、できるだけ実施可能な範囲において、重要な利益相反を含む異なる事業活動に従事する関係者についての適切な程度の独立性を確保する効果的な方法を含まなければならない。

8 投資業者は、第7項による義務にしたがう場合において、少なくとも以下の措置を考慮に入れなければならない。

(a) 少なくとも第3項で言及される事業活動と、相反が生ずるリスクを含む第3項に列挙されるもの以外の事業活動との間のものを含み、重要な利益相反が生ずる事業活動の間で、情報上の障壁を確立すること。

- (b) 相反することになりうる異なる顧客のグループにサービスする活動に主として従事しまたはその他異なる利益を代表する者が異なる者により監督されることを要するなど、区分された監督をすること。
- (c) 主として1の活動に従事する関係者の報酬と、主として他の活動に従事する関係者の方法または他の活動により生ずる収入との間のリンケージを除去すること。
- (d) たとえば、主として1の活動に従事する関係者が、主として他の活動に従事する関係者に対して不適切に影響を有することを予防することにより、投資業者の内部または外部における不適切な影響を制限すること。
- (e) たとえば、その関わりが適切な相反の管理を損なう場合には、主として1の活動に従事する関係者が、主として他の活動に従事する者の活動に関わることを予防することにより、異種の活動に関わることを制限すること。
- (f) 1の活動に関した投資業者の顧客のために、他の活動に従事する関係者に不適切に影響する機会を制限すること。

(報酬)

9 投資業者および関係者は、顧客に対するサービスの提供において投資業者を合理的に支援することになりうる時、また、顧客の最善の利益にしたがい行動する投資業者の義務の遵守を侵害せずまた侵害するおそれのない場合にのみ、報酬を提供しまたは受領することが許容される。

10 投資業者は、関係者が第9項により禁止される報酬を提供または受領しないことを確保するためのすべての合理的なステップを踏まなければならない。

(開示)

11 投資業者が指令第18条第2項による開示をすることを要するときは、

- (a) 確実な媒体において開示をし、また
- (b) 顧客と当該取引を行う前に顧客の同意を得なければならない。

この規定によりすることを要する開示の頻度および内容は、指令にしたがい、その受け手の性質を考慮に入れることができる。

通知の内容は、公平、明確かつ誤導的でなく、指令第19条第2項にしたがい準備されるべきである。この開示に含まれる詳細は、顧客をして当該取引に関するインフォームド・デシジョンをすることができるよう十分なものとすべきである。」

以上のCESRの意見を受けて、2006年6月の最終草案に至るまで実施指令が起案され⁽¹⁹⁾、2006年に実施指令として成立したが、草案作成の初期段階で委員会がCESRの上記意見と異なるところとして整理されているのは次の点であり、これは後述する実施指令の各規定にも細かいドラフティングは別として実質的にも当てはまるものである⁽²⁰⁾。

「我々は、実施措置はレベル1の指令のテキスト（Mifid）の限界を超えるものではないということを確保しようとした。指令は、投資業者およびその関係者が十分な確実性をもって利益相反が生じる状況をアイデンティファイすることができることを確保するという目的を有している。この点において、我々は、CESRの勧告はオープンでありすぎ、指令が直面する 이슈に対する明確な回答を与えることにならないと考える。とりわけ、我々は、指令が言及する利益相反の類型を決定する手段について、十分なものとなっているとは考えない<1>。

これらの理由から、我々は、利益相反が生じるときは、Mifidの目的のために顧客にとって有害な利益相反として取り扱われるべき、オープンではあるが、明確な一般状況のリストを含ませている。我々は、そのような状況を説明的な例示として提示するCESRによる勧告よりも、我々のアプローチがより良いものとする。

他方で、CESRにより提案された利益相反を管理する組織的措置のリストに関して、我々は、そのような措置が投資業者が服する相反の類型に照らして適切であるとすれば、それらは強行法的なものとすべきであると決定した<2>。我々は、それらの措置の適用は利益相反の大多数を十分に解決するものであろうというCESRの意見を共有するものである。この理由および投資家保護の理由から、我々は、これらの義務が適用されるあり方を再構成した。そのような措置が適切でなく、あるいは十分でない場合においては若干の柔軟性は必要とされるのであり、付加的または選択的な措置を投資業者が適用できるようにしている理由である。<3>」

この記述のうち、<1>の部分は、上記CESRのドラフト2項および3項が、そこで列挙されて

(19) 2006年の草案は、Draft Commission Directive implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive, 30 June 2006, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implement/dir-30-6-06_en/pdf. 同草案までのドラフティングの変遷は、http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ でフォローすることができる。

(20) Working document ESC/18/2005, Explanatory note: Main differences between working document ESC/17/2005 and the CESR level 2 advice, 13 May 2005 D (2005), p.5, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implement/esc-17-2005-explanatory_en.pdf.

いる類型が「少なくとも」これらが利益相反に当たるとしているだけで、限定列举でないことから、利益相反の類型が明確でないという問題を指摘するものである。<2>は、コンフリクト・ポリシーで利益相反を防止するためにとるべき措置に関する7項および8項が措置の内容について投資業者の判断に委ねており、8項でも措置を例示しているに過ぎないことの問題を指摘するものである。他方で、とるべき措置を強行法的なものとした場合の硬直性を回避するために<3>の部分で例外の余地を認めるべきであるとするものである。

5 実施指令による利益相反規制の具体的内容

成立した実施指令は以下のような規定を置いている。

第21条(顧客にとって潜在的に損害をもたらしうる利益相反)(Mifid 第13条第3項・第18条対応)
加盟国は、投資サービスおよび付随サービスまたはそれらの組合せを提供する過程で生じ、その存在が顧客の利益を毀損するかもしれない利益相反の諸類型をアイデンティファイする目的で、投資業者が、最小限の基準として、投資業者もしくは関係者または支配により直接もしくは間接にリンクする者が、以下のいずれの状況にあるか、また、投資サービスもしくは付随サービスの提供または投資活動その他の結果としてであるかの問題を考慮に入れることを確保しなければならない。

- (a) 投資業者または上記の者が、顧客の費用において、金融上の利益を得、または金融上の損失を回避する可能性があること。
- (b) 投資業者または上記の者が、顧客に対して提供されるサービスまたは顧客のために実行される取引の結果に関して、当該結果についての顧客の利益と異なる利益を有すること。
- (c) 投資業者または上記の者が、当該顧客の利益よりも、他の顧客または顧客のグループの利益を優遇する金融上その他のインセンティブを有すること。
- (d) 投資業者または上記の者が顧客と同一の事業を営むこと。
- (e) 投資業者または上記の者が、顧客以外の者から、顧客に提供されるサービスに関連して、金銭、物品またはサービスの形態において、当該サービスについての標準的なコミッションまたは手数料以外の報酬を受領し、または受領するであろうこと。

第22条(コンフリクト・ポリシー)(Mifid 第13条第3項・第18条第1項対応)

- ①加盟国は、投資業者に対して、書面に表され、会社の規模および組織ならびにその事業の性質、規模および複雑性に照らし適切な利益相反についての有効なポリシーを確立し、実

施し、維持するよう要求しなければならない。

会社がグループの構成員であるときは、ポリシーは、会社が知っているかまたは知っているべきであり、グループの構造および他の構成員の事業活動の結果として生ずる利益相反を生み出すかもしれない状況を考慮に入れるものでなければならない。

②第1項にしたがい確立される利益相反ポリシーは、以下の内容を含まなければならない。

- (a) ポリシーは、投資業者によりまたはそのために実行される特定の投資サービス、投資活動および付随サービスに関連して、1または複数の顧客の利益を毀損する重要なリスクを伴う利益相反を構成しまたは生み出すかもしれない状況をアイデンティファイしなければならない。
- (b) ポリシーは、そのような相反をマネージするために、したがうべき手続および採用されるべき措置を特定しなければならない。

③加盟国は、第2項 (b) で規定される手続および措置は、第2項 (a) で特定される種類の利益相反に関わる異なる事業活動に従事する関係者が、投資業者およびその属するグループの規模および活動ならびに顧客の利益を毀損するリスクの重要性に照らし適切な独立性の水準において、それらの活動を実行することを確保することを意図するものであることを確保しなければならない。

第2項 (b) の目的に関しては、したがうべき手続および採用されるべき措置は、会社が要求される独立性の程度を確保するために必要かつ適切なものとして以下のことを含むものでなければならない。

- (a) 情報交換が一または複数の顧客の利益を害するかもしれない利益相反のリスクを含む活動に従事する関係者間での情報交換を防止しまたはコントロールする有効な手続。
- (b) その主要なファンクションが利益が相反するかもしれない顧客のための活動を実行しまたはサービスを提供することに関わる、またはその他当該会社の利益を含めて相反するかもしれない異なる利益を代表する関係者の分離された監視。
- (c) 利益相反が生ずるかもしれないときには、一の活動に主として従事する関係者の報酬と、他の活動に主として従事する異なる関係者の報酬またはそれにより生ずる収入との間の直接のリンケージの除去。
- (d) いかなる者も関係者が投資または付随サービスまたは活動を実行する方法について不適切な影響を及ぼすことを防止しまたは制限するための措置。
- (e) 関係者が分離された投資または付随サービスまたは活動に同時またはその後に関わることを、そのような関わりが利益相反の適切なマネージメントを害するかもしれないときは、防止しまたはコントロールするための措置。

一またはそれ以上のそれらの措置および手続の採用または実務が、要求される程度の独立性を確保していないときは、加盟国は、投資業者に対して、その目的のために必要かつ適切な代替的または追加的な措置および手続を採用するよう要求しなければならない。

- ④加盟国は、Mifid 第18条第2項にしたがう顧客に対する開示は、複数の媒体によりされ、顧客の性質を考慮して、利益相反が生ずるという文脈において、顧客が投資または付随サービスに関してインフォームド・デシジョンをすることができるために十分な詳しい内容を含むことを確保しなければならない。

第23条（損害をもたらしうる利益相反を生み出すサービスまたは活動の記録）（Mifid 第13条第6項対応）

加盟国は、投資業者に対して、一またはそれ以上の顧客の利益を毀損する重大なリスクを含む利益相反が生じており、または継続中のサービスまたは活動の場合には生ずるかもしれない、会社によりまたは会社のために実行される投資または付随サービスまたは投資活動の種類の記録を維持し定期的にアップツーデートにするよう要求しなければならない。

まず利益相反をアイデンティファイする基準についての21条では、CESRの上記ドラフトと比較すると、利益相反に該当する基準が列挙されているものの、やはり限定列挙でないことは、(a) ～ (e) の事由が列挙されているものの「最小限の基準として」とされていることから⁽²¹⁾、基準がオープンであるというCESRのドラフトに対する批判を免れるものとなっているかは疑問の余地がある。ただ、CESRのドラフトでは、該当する基準が具体的な投資業者の業務を例示する形で規定されていたのに対して、21条の (a) ～ (e) の事由は一般的な規定の仕方とされているので、抽象的ながら基準としては明確性を増したということになるのであろう。

コンフリクト・ポリシーの内容を定める22条は、CESRのドラフトに対する問題指摘においていわれていたように1項～3項の規定は強行規定とされている。この1項～3項に基づく措置の例外があるかについては、3項の最後の部分から見ると、加盟国が代替的または追加的な措

(21) 2006年草案作成途上の理由書でも、例示であることが明らかにされている。Draft Commission Directive implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards recordkeeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purpose of that Directive, Background Note, 6.1, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implement/dir-backgroundnote_en.pdf.

置をとるよう要求するとされているので、投資業者が自主的に代替的措置をとるようなことは認められていないようである。コンフリクト・ポリシーに含まれるべき顧客の利益侵害防止措置としての情報障壁の構築などの列挙については、CESRのドラフトの8項のうち (f) が削除されている点を除き、基本的には共通している。

実施指令の解釈に参考となる点で、実施指令前文で述べられているのは以下のとおりである。

利益相反の存否:投資業者またはその関係者の利益と、投資業者が顧客に対して負う義務との間または投資業者が義務を負う顧客の利益の間で相反があるときに利益相反があるのであり、投資業者が利益を得るかもしれないということは、顧客にとって可能な不利益が存在しないか、または投資業者が義務を負う1の顧客が、他の顧客にとって随伴する可能な損失がないのに利益を得または損失を回避するという限りでは、利益相反があるというには十分ではない(前文24項)。この点につき、2005年草案の理由書では、ここでいう義務とは、契約法その他の加盟国法またはEU法の下で生ずる信託義務 (fiduciary duty) ならびにMifidにより課される義務のことをいうものと説明されている⁽²²⁾。このように義務の存在があってはじめて利益相反が問題となるという説明は、投資業者が利益を得る可能性がありさえすればそれがすべて規制される利益相反になるものではないということを明らかにする趣旨である。

顧客の類型:サービスが提供される顧客の地位は、リテール、プロフェッショナルまた適格な相手方当事者 (eligible counterparty)⁽²³⁾のいずれであれ、この目的にとっては無関係である(前文25項)。

業務の類型:投資業者は、投資リサーチ、投資助言、自己計算取引、ポートフォリオ・マネジメント、証券の募集の場合のアンダーライティング、セリングを含めてコーポレート・ファイナンス・ビジネス、M&A アドバイスの各業務については特別の注意を払うべきである。とりわけ、投資業者や投資業者に支配により直接または間接にリンクする者が2以上のこれらの業務に従事する場合には特別な注意が払われるべきである(前文26項)。この前文は、前記のCESRのドラフトでは実施指令本体に置かれるべきものとされていたものを前文に移したものである。

利益相反の防止のための措置:2005年草案の理由書では、22条3項により防止措置として確保されるべき十分な程度の独立性とは、投資業者の規模および活動並びに顧客の利益に対するリスクの程度に応じたものであるべきことを明らかにしている⁽²⁴⁾。

(22) Ibid.

(23) 投資業者の顧客に対する関係での行為規制の一部が適用されない相手方当事者であり、投資業者、銀行、保険会社等の金融機関をいう (Mifid24条)。

(24) 前掲注 (21) の理由書。

利益相反の開示と利益相反の防止義務との関係:投資業者による利益相反の開示は、投資業者がMifid13条3項により要する効果的な組織上および管理上の仕組みを維持し、オペレートする義務から免れさせることになるものではない。特定の利益相反の開示がMifid18条2項により要するものとされているが、如何にすれば相反が適切にマネージされうるかについての十分な考慮なく開示に過度に依存することは許されない（前文27項）⁽²⁵⁾。

6 報酬

実施指令においては、上記21条（e）において、投資業者が顧客以外の者から報酬を受けることを利益相反の一類型としているが、それとは別に、投資業者が受ける報酬に関する規制は利益相反一般の規制と区分して規定されている。これも広い意味での利益相反についての規制といえることができるが、透明性が強調されているようである。

第26条（報酬）（Mifid第19条第1項関係）

加盟国は、投資業者が、顧客に対する投資または付随的サービスの提供との関連で、以下に掲げるもの以外のいかなる手数料またはコミッションを支払いもしくは支払われ、または非金銭的な利益を提供しもしくは提供されるときにも、投資業者は、顧客の最善の利益に合致して誠実、公正かつプロ的に行為するものであるとはみなされないものであるということを確保しなければならない。

- (a) 顧客または顧客のためにする者に対してまたはその者により支払われまたは提供される手数料、コミッションまたは非金銭的利益
- (b) 以下の条件が満たされる場合における顧客または顧客のためにする者に対してまたはその者により支払われまたは提供される手数料、コミッションまたは非金銭的利益
 - (i) 手数料、コミッションまたは利益の存在、性質および金額または金額が確定できない場合には金額の計算方法が、当該投資または付随サービスの提供に先立ち、包括的で正確かつ理解可能なように、顧客に対して明確に開示されなければならない。
 - (ii) 手数料、コミッションの支払または非金銭的利益の提供は、顧客に対する当該サービスの質を強化するためにデザインされたものでなければならず、また、投資業者の顧

(25) 実施指令においては、Mifid13条3項に関連する事項として投資業者による投資リサーチ情報の流布に関するアナリスト等に係る利益相反防止措置が規定されているが（25条）、この点については省略する。

客の最善の利益において行為する義務の遵守を害するものであってはならない。

- (c) 保管費用、決済手数料、行政上の負担金または法定手数料のような投資サービスの提供を可能にしたそのために必要であり、また、その性質により、投資業者の顧客の最善の利益に合致して誠実、公正かつプロ的に行為する義務との抵触を生じ得ない適切な手数料。

加盟国は、(b) 項 (i) の目的のために、顧客の要求によりさらに詳細なものを開示することとしており、その約束を遵守するときは、手数料、コミッションまたは非金銭的利益に関する仕組みの重要な条件を、簡略な形式で開示することを許容しなければならない。

7 おわりに

以上、EUにおける利益相反規制を一新したMifidおよび実施指令の制定過程を辿ってみた。Mifidが銀行も対象としているとはいえ証券に関する投資サービス業者を念頭においた規制であるため、規制内容は投資サービス業に即したものとなっており、本研究会で関心の高いシンジケートローンのような銀行固有の業務における利益相反問題のごときについては直接的な手がかりとなる点は少ない。

Mifidの基本的な考え方は、投資業者は、グループ内における利益相反の所在をアイデンティファイし、存在する利益相反に対してはコンフリクト・ポリシーを確立して顧客の不利益を防止するよう努めなければならないというものである。実施指令でも、これに基づき、きわめて一般的抽象的な利益相反の基準およびコンフリクト・ポリシーの備えるべき内容を規定しているので、具体的な適用では解釈上の問題は生じるであろうが、機械的に適用できる基準はそもそも不可能ということなのであろう。利益相反をアイデンティファイすること、コンフリクト・ポリシーに基づく顧客の不利益の発生の防止のいずれも合理的な対応を図ればよいとされていること（Mifid13条、18条1項）や、コンフリクト・ポリシーは投資業者の業務の内容や規模などに応じたものとすればよいとされること（実施指令22条1項）のように、柔軟な規制の枠組みを設けているということができる。他方で、利益相反の危険があるがコンフリクト・ポリシーでも十分にその利益相反に対処できないおそれがある場合には、顧客に対してそのリスクを開示すべきものとしているが（Mifid18条2項）、これに過度に依存すべきでないという考え方が制定過程では示され、顧客の利益を害するような行為はやはり原則は禁止されるという考え方によっている。Mifidが行政規制であるからこのようなことになるのか、私法上の問題として考えた場合にも、顧客に対する開示や顧客の同意で利益相反問題を回避することには限界があるのかは重要問題であるが、Mifidと実施指令から確定的な答えを見出すことは難しそうである。

*本章は2008年5月27日に脱稿したものであり、引用のウェブサイト上の資料も同日において確認されたものである。