

第6章 ドイツにおける店頭デリバティブ取引 規制の動向——倒産法との関係を中心として——

神 作 裕 之

1 本章の対象

2008年のリーマン・ショックで頂点に達した金融危機を受け、2009年9月に開催されたG20のピッツバーグ・サミットにおいて、標準化された店頭（OTC）デリバティブについて、適切と考えられる場合には、①取引所または電子取引基盤を通じて取引し、②中央清算機関（CCP: Central Counter Party）により決済した上で、③取引情報蓄積機関に報告すべきこと、および④ CCP を通じて決済されるデリバティブ取引かどうかで区分し CCP を通じて決済されないデリバティブについてはより高い所要自己資本を賦課すべきであるとの首脳声明が出された⁽¹⁾。店頭デリバティブ取引における決済リスクが、今般の金融危機の原因の1つと解されるからである⁽²⁾。これらの課題に対し、日本においてもすでに対応措置が講じられている⁽³⁾。

CCPについては、2012年にFMI原則が公表された⁽⁴⁾。FMI原則は、CCPについて①強靱性、②再建計画および③破綻処理計画の策定を求める。なお、①および②はCCPに対するものであるのに対し、③は規制当局に向けられたものである。さらに、2017年7月5日に、国際規制当局であるCPMI-IOSCOは、FMI原則をより厳格に適用することを目的として、上記①強靱性と②再建計画に関する追加ガイダンスを

(1) G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit (September 24-25, 2009) Pittsburgh.<
<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>>

(2) 世界金融危機の背景と金融法制の課題を鳥瞰した文献として、岩原紳作「世界金融危機と金融法制」同『商事法論集Ⅱ 金融法論集（上）金融・銀行』（商事法務、2017年）3頁以下（初出は、金融法務事情1903号（2010年）27頁以下）参照。

(3) 清算強制については、寺田達史ほか『逐条解説 2010年金融商品取引法改正』19頁以下（商事法務、2010年）、和仁亮裕「デリバティブ規制の見直し」金法1903号49頁以下、小出篤「金融商品取引清算機関」ジュリ1412号12頁以下参照。取引情報の保存・報告義務については、寺田ほか・同38頁以下、和仁・同55頁以下参照。

(4) Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Principles for financial market infrastructures, April 2012. <<http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>>

公表するに至っている⁽⁵⁾。

他方、CCPでの決済を要しない非清算店頭デリバティブ取引についても、BCBS-IOSCOは、証拠金規制を課すことによりシステミック・リスクを削減すべきものとし⁽⁶⁾、日本においても⁽⁷⁾ EUにおいても⁽⁸⁾ 対応がなされている。

本章では、ドイツにおいて店頭デリバティブ取引の一方当事者が破綻した場合における決済リスクを制御するために講じられる措置が私法上有効かどうか、とりわけ破産法上も有効と扱われるかどうかについて、一方当事者がCCPである場合とそれ以外の場合とに分けて検討する。CCPが当事者であるかどうかで区別するのは、ドイツの法制が両者を区別しているためである。CCPの清算参加者や店頭デリバティブ取引の一方当事者が破綻した場合に、倒産法の規定をそのまま適用することに対しては特則を設ける必要性が強調される一方、原則からの乖離を認めるに足る合理的な理由があるのか等の問題意識が持たれ、EU法の制約に服しつつも、ドイツでは倒産法の改正が輻輳的に行われている。

とりわけ、リーマンブラザーズ・グループの破綻に伴い生じた倒産事件の1つにおいて、証券会社と顧客の間に締結された店頭デリバティブ取引に係る一括清算条項の倒産法上の効力を一部否定した連邦通常裁判所（Bundesgerichtshof：BGH）の判決が出され、大きな注目を集めた。しかし、同判決が出された当日から、行政府および立法府は迅速に対応した。その結果、連邦通常裁判所の同判決は実務に大きな影響を与えることなく、立法による明確化が図られるという帰結をもたらした。司法・行政・立法の領域に対立・連携・協働をもたらしたドイツの経緯は、日本にとって問題点を明確にする意味で参考になり得ると思われる。

(5) Committee on Payments and Market Infrastructures/ Board of the International Organization of Securities Commissions; Final report, Resilience of central counterparties (CCPs) : Further guidance on the PFMI, July 2017. <<http://www.bis.org/cpmi/publ/d163.pdf>>

(6) Basel Committee on Banking Supervision/ Board of the International Organization of Securities Commissions, Margin requirements for non-centrally cleared derivatives (March 2015). <<https://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf>>

(7) 金融商品取引法 40 条 2 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 123 条 1 項 21 号の 5、主要行等向けの総合的な監督指針、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針等参照。

(8) Article 11 (3) of Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (“EMIR”) および Commission Delegated Regulation (EU) 2016/2251 of 4 October 2016 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories with regard to regulatory technical standards for risk-mitigation techniques for OTC derivative contracts not cleared by a central counterparty 参照。

他方、ドイツでは、清算参加者が破綻した場合に CCP が講じることのできる一括清算や顧客口座の移転などの措置を倒産法の規定が阻害しないよう明確な立法措置が講じられている⁽⁹⁾。このように、ドイツ法は、基本契約に含まれる一括清算条項等の法的取扱いが、金融機関と顧客等との間で締結される場合と、CCP と清算参加者の間で締結される場合とで異なっており、興味深い⁽¹⁰⁾。

2 EU法—EMIRとその実施のための規則等

(1) EU法—所定の店頭デリバティブ取引のCCPにおける清算および報告義務の導入

2008 年のリーマン・ブラザーズの破綻に起因する金融危機・経済危機の原因の 1 つに、店頭デリバティブ取引におけるカウンターパーティー・リスク管理の失敗があったと指摘されている。とりわけ CDS (Credit Default Swap) 市場の参加者によるカウンターパーティー・リスクの管理が不十分であり、また、市場全体の取引状況等について透明性が欠如していたため、CDS 取引が萎縮するとともに CDS 市場の流動性が急速に失われ、システミック・リスクが顕在化したと指摘されている。そもそも、当時は CDS 取引によって、どのくらいの損失が生じたかについて、合理的に見積ることすら不可能であったと言われており、監督当局を含めその実情が正確に把握されていなかったことが問題視された⁽¹¹⁾。クレジット・デリバティブの急速な成長により、再び清算機関に対する大きな関心が呼び起こされることとなったのである⁽¹²⁾。

(9) ドイツ倒産法施行法 102b 章 1 条および 2 条参照。

(10) CCP を通じて清算されない店頭デリバティブ取引の証拠金規制について、後述する EMIR は (後掲注 (13) 参照)、欧州域内の金融機関に対し、店頭デリバティブ取引の相手方が金融機関または非金融機関のうちグループベースで過去 30 日の店頭デリバティブ取引の想定元本を合計した額の平均値が所定の清算閾値を超える者である場合、証拠金を授受することを求めている。清算閾値は、店頭デリバティブ取引の類型ごとに定められており、店頭クレジット・デリバティブは 10 億ユーロ、店頭エクイティ・デリバティブは 10 億ユーロ、店頭金利デリバティブは 30 億ユーロ、外国為替店頭デリバティブは 30 億ユーロ、店頭商品デリバティブその他の店頭デリバティブは 30 億ユーロである。ドイツでは、証拠金として、できる限り流動性が高く市場リスクが小さい有価証券かまたは自由に交換できる通貨建ての預金債権が担保に供されることが多い。証拠金差入れは、担保差入れに係る一般的な定型書式に基づくか、または銀行普通取引約款第 13 号「担保の差入れまたはその追加」に基づいてなされるのが通常である。EMIR の定める証拠金規制のためにドイツ法令が大きく改正された形跡は見当たらない。したがって、本章ではドイツにおける非清算店頭デリバティブ取引の証拠金規制についての記述は省略する。

(11) 2007 年以降の金融危機の経済的背景とその対応策について、池尾和人「金融危機とその後の対応—経済学的視点から」金法 1903 号 (2010 年) 18 頁参照。法制面での対応については、岩原紳作「世界金融危機と金融法制」金法 1903 号 27 頁参照。

(12) Jon Gregory, Counterparty Credit Risk, John Wiley & Sons Ltd, p. 371-372 (2010).

リーマン・ショックを頂点とする金融危機において、所定の店頭デリバティブ取引の決済に係るリスクのコントロールが問題となり、EUでは、2012年7月4日に、「店頭デリバティブ、CCP及び取引情報蓄積機関に関する欧州議会および欧州理事会のレギュレーション」が採択された（Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (“EMIR”)⁽¹³⁾）。このレギュレーションは、EMIRと略称される。

EMIRは、対処すべき課題として、次の5点を挙げ、対策を講じている。第1に、カウンターパーティー・リスクの削減のために、標準化された店頭デリバティブ取引についてCCPにおける清算集中義務を導入するとともに、CCP自体に対する財務規制（EMIR16条）や清算参加者の証拠金納付義務（EMIR41条）を導入した。第2に、清算強制されない店頭デリバティブ取引についても、リスク軽減のための措置を講じるべきものとした（EMIR11条）。第3は、店頭デリバティブ市場の透明性の確保である。第4は、事前の清算基金の設置である。これは、清算参加者のデフォルトによる損失が証拠金でカバーできない場合に備えて事前に基金を積み立てておくというものである（EMIR42条）。第5に、CCPの清算参加者が破綻した場合に、当該店頭取引および担保を他の清算参加者に移転できるようにすることを求めている（EMIR34条2項・48条5項・6項）。

一定の店頭デリバティブ取引にCCPによる清算を義務付ける目的は、複数の当事者間の一部または全部の取引について取引当事者の間に新たな法主体を設置することにより、もともとの当事者は自己の取引に係るカウンターパーティー・リスクを免れ、CCPに集中化された構造の中でCCPのみがそれを負担するというものである。その結果、カウンターパーティー・リスクが削減され、取引参加者はもはや取引相手の信用力を気にする必要がなくなり、取引相手がだれであるかを知る必要すらなくなる。他方、CCPは、その管理についてのノウハウや技術を発展させていくことが期待される。また、CCPは、実質的にはマルチラテラル・ネットティングを実現するものであり、信用エクスポージャーの削減を通じて、カウンターパーティー・リスクの削減に資する。それとともに、CCPが自己の支払に必要な流動性を手当てできるという前提のもとでは、流動性圧力を生じるフェイルの可能性を減少させる結果、流動

(13) Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (Text with EEA relevance) . <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02012R0648-20160112>>

性リスクを削減する可能性がある。さらに、CCP が清算集中された契約を保証し確実に履行する体制を整えることにより、参加者の負担を平準化し、システム・リスクの削減に資する可能性もある⁽¹⁴⁾。CCP の利用は法的観点からも重要である。というのは、多数当事者間ネットリングの法的効力には不明確な点が少なくない。しかし、多数当事者間の関係を CCP と参加者の二者間の関係に置き換えることにより⁽¹⁵⁾、その法的安定性は格段に高まるからである。

(2) 破産法上の優先的取扱い

EU では、リーマン・ショックが発生するかなり前から、国際金融取引における有価証券を対象とする取引に係る法的ルールについて統一の試みがなされ、倒産法上、優先的な取扱いをすることが認められてきた。すなわち、有価証券を対象とする金融取引のルールは加盟国によって大きく異なり、法的安定性を確保する必要性が大きいとして、EU では、2002 年に金融担保取引指令が制定された⁽¹⁶⁾。同指令により、加盟国は、担保の設定と倒産法の外で担保を利用する場合の法形式を簡素化するとともに、担保の実効的な利用や一括清算条項の有効性に疑義を生じさせる倒産法の規定の適用を排除することを義務付けられた（同指令 3～8 条）。

EU 金融担保取引指令は、2015 年 11 月 25 日の証券金融取引の透明性と再利用およ

(14) もっとも、第 1 のカウンターパーティー・リスクの削減というメリットに対しては、モラルハザードが生じ取引相手のカウンターパーティー・リスクについて適切な計測をせず過大なエクスポージャーをとるようになった、対象外取引にかかる相対のネット・エクスポージャーが増加する可能性がある、リスクは消えたわけではなく清算機関の参加者以外の債権者に転嫁されただけである等の批判がある。第 2 の流動性リスクの削減についても、清算機関の会員は担保や証拠金を要求されることにより、流動性に対するプレッシャーが高まる可能性がある、第 3 のシステム・リスクの削減に対しては、リスクとリスク管理の責任が CCP に集中することにより、システム・リスクが顕在化するおそれがあると指摘される。CCP の問題点を指摘する文献として、Mark J. Roe, The Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator, 63 Stan. L. Rev. 539, p. 586-587 (2011) 等参照。

(15) CCP の参加者による個々の取引に基づく権利義務関係の CCP への置き換えが、私法上、その目的に資するように、法的に確実に行われることが前提となる。法制審議会民法（債権関係）部会において民法にそのための規律を置くことが検討されたが、実現には至らなかった。平成 23 年 5 月付法務省民事局参事官室「民法（債権関係）の改正に関する中間的な論点整理の補足説明」第 21、172～175 頁。なお、この提案の基礎となった民法（債権法）改正検討委員会による「債権法改正の基本方針」における「一人計算」については、民法（債権法）改正検討委員会編『詳解 債権法改正の基本方針 Ⅲ』109 頁以下（商事法務、2009 年）参照。

(16) Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, OJ L 168, 27.6.2002, p. 43-50.

びレギュレーション 648/2012 の改正に関するレギュレーション⁽¹⁷⁾により補完された。すなわち、同レギュレーションは、有価証券金融取引を取引情報蓄積機関に報告する一般的義務を課すとともに（同レギュレーション 4 条以下）、譲渡可能証券を対象とする集団投資事業（UCITS）に対し証券担保取引およびトータル・リターン・スワップを開始するときは継続開示書類および目論見書において開示する義務を課す（同レギュレーション 13 条・14 条）。継続開示規制に違反しても、担保として受領した金融商品の再利用に関する透明性の確保について定める同レギュレーション 15 条に違反する場合と同様に、民事法上の効果は生じないが、監督法上の措置は講じられる（同レギュレーション 22 条）。

店頭デリバティブ取引規制との関係で特に重要な意味をもつのは、担保に供された金融商品の再利用に関する規制である。これらの規制は、金融担保取引指令が規制する「証券金融取引」に限らず、同指令の定める「金融取引」に該当しない場合であっても、担保約定に基づき保有された金融商品について全面的に適用される。そして、担保に供された金融商品を再利用するためには、当事者がそれについて合意し、かつ、担保約定に基づき授受される金融商品を担保提供者の口座から移転することが要件である旨が明確にされた。

3 ドイツ法における店頭デリバティブ取引規制と倒産法

(1) 緒論

信用機関および所定の証券会社が破綻処理手続に入る場合には、後述する特別法が適用される。それ以外の企業についてはドイツ倒産法が適用される。店頭デリバティブ取引の一当事者が破綻した場合において、基本契約に含まれている一括清算条項の効力が問題になったり、相手方当事者である CCP や金融機関等が講じた措置あるいはこれから講じようとしている措置が、倒産法の規定によりその効力を否定されたり制限されたりするおそれがある。具体的には、倒産法の規定のうち、倒産手続の開始による事務処理契約の当然解除、双方未履行双務契約に係る管財人の解除選択権、相殺制限および否認の規律が問題となる。

以下では、店頭デリバティブ取引に係るドイツにおける規制とその倒産法上の取扱いについて述べる。店頭デリバティブ取引規制は、冒頭に述べたように、金融システ

(17) Regulation (EU) 2015/2365 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on transparency of securities financing transactions and of reuse and amending Regulation (EU) No 648/2012 (Text with EEA relevance), OJ L 337, 23.12.2015, p. 1-34.

ムの安定性を確保するという政策目的を有する一方、私的自治が倒産法にどこまで優先するのか、すなわち倒産債務者の一般債権者と店頭デリバティブ取引の相手方の利益をどのように調整するかが問題になる。さらに、私的自治を倒産法の規律に優先させるとすると、倒産手続に係るコストとベネフィットをどのように評価するかという倒産制度の存在自体にも影響を与え得る大きな問題につながる。

特に問題になるのが、店頭デリバティブ取引に係る基本契約に含まれる一括清算条項である。上述した破産債務者の一般債権者と店頭デリバティブ取引の相手方の利益の調整といった問題に加え、一括清算条項には金融システムの安定性の確保という観点から見た場合にも二律背反性がある。すなわち、一括清算条項には、システムミック・リスクの抑制および信用リスクのコントロールというメリットがある半面、マクロ的にみるとクロス・デフォルト条項の存在等とあいまってシステムミック・リスクを拡大・伝播する側面がある。金融システムの安定性を維持するために、一括清算条項の効力をどのような場合に認めどのような場合に否定または凍結するかという問題が生じる。そこで、店頭デリバティブ取引に係る基本契約に含まれる一括清算条項の倒産法上の取扱いについては、CCP が一当事者である場合かどうかで区別して、節を改めて論じることとする（４～６参照）。

（２） 解除の適用排除

1999年7月21日振込法により倒産法116条が改正された。この改正は、決済の安定性確保およびシステムミック・リスクの防止を目的とするEUの決済安定化指令に基づくものである⁽¹⁸⁾。振込法により改正された倒産法116条は、次のように定める。すなわち、第1に、事務処理契約は契約当事者の倒産手続開始により当然に解除されるという原則（ドイツ倒産法115条1項）の例外を設け、支払サービス提供者またはその仲介者との間の支払委託契約もしくは委託契約、または有価証券の譲渡に係る委託契約は、倒産手続開始によっても存続するものとされた。第2に、破産手続開始決定の日になされた委託を含むすべての委託について有効に相殺することができる。振込法は、記帳その他の方法で有価証券または有価証券の引渡請求権の移転を委託することを「移転委託（Übertragungsauftrag）」と定義し、上述した委託に含めている。したがって、移転委託は、契約当事者の一方について倒産手続が開始されても、当然に解除されることはなく、また、倒産手続開始決定の日になされた移転記帳に基づく相殺も有効になし得る。したがって、店頭デリバティブ取引に含まれる担保条項など

(18) Begründung zum Entwurf eines Überweisungs-gesetzes (ÜG), Bundestag Drucksache 14/745, S. 8.

における有価証券または有価証券の引渡請求権の移転についての約定は、倒産手続の開始によって解除されることなく存続し、また、相殺の効力にも影響が及ばない。

(3) 否認の適用排除

2002年に制定されたEUの金融担保取引指令⁽¹⁹⁾は2つの目的を有する。第1は、担保の設定のための法形式と倒産法の外で担保を利用するための法形式を簡素化することである。第2は、担保の実効的な利用や一括清算条項の有効性に疑義を生じさせる倒産法の規定の適用を排除することである。金融担保取引指令により、加盟国は、担保の設定と倒産法の外で担保を利用する場合の法形式の簡素化、および担保の実効的な利用や一括清算条項の有効性に疑義を生じさせる倒産法の規定の適用を排除することを義務付けられた（同指令3～8条）。

ドイツでは、2004年4月5日の法律によって同指令が国内法化され、金融担保取引指令4条、7条および8条に対応するために、倒産法等が改正された⁽²⁰⁾。ここでは、担保の実効的な利用に関する事項についてのみ取り上げ、一括清算条項に関する論点と立法措置については、節を改めて論じることにする。

金融担保指令を国内法化する法律により、第1に、担保約定に定める被担保債務の価値と供与された担保価値との関係を再構築することを可能にするために、破産法130条1項1文が追加され、信用制度法1条17項にいう金融担保⁽²¹⁾の追加設定については、否認の規定が適用されないことが明らかにされた。これにより、マージンコールに基づく差額分の拠出に対して否認の規定が適用されないことになった。

第2に、倒産手続開始の日に債務者が財産を処分したときは、当該手続開始後に処分したものと推定する旨の規定（倒産法81条3項）は、信用制度法1条17項にいう金融担保を債務者が処分した場合には、倒産手続の開始日に行われた場合であって、かつ、処分の相手方が倒産手続の開始について善意・無過失であったことを立証した

(19) Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, OJ L 168, 27.6.2002, p. 43-50.

(20) Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2002/47/EG vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten und zur Änderung des Hypothekendarlehenbankgesetzes und anderer Gesetze, BGBl. I S. 502. 担保の法形式の簡素化については、ドイツ法の下では金融担保契約についてそもそも様式を求めておらず、譲渡担保などの非典型担保も発達していたため、改正の必要はなかったが、寄託法16条が改正された。一括清算条項の効力に係る改正については、4（2）において沿革を含め述べる。

(21) 「金融担保」とは、金融商品の売買や金融商品に係るデリバティブ取引・金銭貸借契約に基づく債務およびこれらの契約の媒介契約に基づく債務の担保に供される預金、金額（Geldbeträge）、有価証券、マネーマーケット商品および2002年のEU金融担保取引指令2条1項oにいう金融機関の貸付債権等をいう（信用制度法1条17項）。

ときは、適用されないものとし、原則として当該金融担保の処分を有効とした（同法 81 条 3 項 2 文）。

4 一括清算条項に係る倒産法上の規律—当事者がCCP以外の場合

（１） 倒産法104条—2016年改正前

① 規律の概要

一括清算条項の倒産法上の効力については、倒産法 104 条 2 項および 3 項の規定が適用される。倒産法 104 条 2 項は、デリバティブ取引のような市場価額または取引所の相場のある金融取引について、倒産管財人の選択権を排除する。その趣旨は、当該取引が継続するのかどうかに係る不確実性を排除するとともに、倒産管財人が相場を利用して投機を行うことから倒産財団を保護することにあるとされる⁽²²⁾。

倒産法 104 条 2 項および 3 項の基本的考え方は、基本契約に基づく金融上の給付であり、市場価額または取引所の相場が存在する場合には、清算参加者について倒産手続が開始したときは、所定の時点における市場価額または取引所の相場ですべての取引に係るポジションをただちに金銭により清算するというものである。このような一括清算は、カウンターパーティー・リスクを縮減し、ひいては金融システムの安定に資するとされる。また、それがなければ社会経済的に必要とされる貸出に回せるところ、リスクに備えるためそれを抑制せざるを得なくなると説かれる。そのような理解に基づき、倒産法 104 条 2 項は、破産原因の発生によりすべての取引を終了させる旨の条項を伴う基本契約に基づき行われるすべての取引を一体のものとみて、そうすることにより異なる種類の金融商品に係る取引を含めすべての取引を終了した上でクローズアウト・ネットティングすなわち市場価額をもって一括して差引計算することを許容するものである。

取引関係が倒産法 104 条 1 項または 2 項により倒産の発生によって終了したときは、不履行に基づいて発生した債権の額は同条 3 項の規定に基づき算定される。倒産法 104 条 3 項により、相互の債権について約定価格と当事者が約定した時点・場所における市場価額または取引所の相場との差額をもって清算すること、すなわち一括清算ネットティングが許容されている。なお、基準日は、倒産法制定当初は、倒産手続開

(22) Beschlußempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuß) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung—Drucksache 12/2443—Entwurf einer Insolvenzordnung (InsO), Bundestag Drucksache 12/7302, S. 167f.

始後2営業日目と制約されていたが、後述するように2004年の倒産法改正により、約定が存在する場合は倒産手続開始後5営業日以内までの間で約定した日へと拡張され、約定が存在しないときは従来通り倒産手続開始から2営業日目を基準日とすることとされた。倒産手続開始から2営業日を基準日とする旨の規律は、確定期売買および物品を目的とした期限取引に係る旧破産法18条の規律を引き継ぐものである。倒産法104条2項および3項については、改正が繰り返されているので、以下、簡単に概観する。

② 沿革

1994年に制定され1999年から施行されている倒産法制定当時の104条2項によれば、「市場価額または取引所の相場⁽²³⁾を有する金銭給付（Geldleistung）」を目的とする確定期取引（Fixgeschäft）については、同法103条が定める倒産管財人の選択権が排除され、104条3項により法定された不履行に基づき生じる債権だけを主張することができる⁽²⁴⁾。ところが、金融期限取引すなわち金融スワップ取引については、特定の時点において給付がなされなければ契約の目的を達することができない確定期取引に該当しない場合であっても⁽²⁵⁾、将来の相場の変動に基づく不確実性と投機を避けるために、倒産管財人の選択権を排除することが望ましいとして、金融期限取引を同条の適用範囲に含めるための改正がなされた。もっとも、金融スワップ取引が確定期取引である必要はないが、期限ないし期間の要素は必須であるとされる⁽²⁶⁾。1994年は、バーゼル銀行監督委員会が、BIS規制上、各国法制下において法的に有効な一括清算ネットティング契約の下にあるオフ・バランス取引については、自己資本比率の算定上、一括清算ネットティングによる信用リスクの削減効果を承認した年であり、そのような銀行の国際規制の動向も視野に入っていたものと思われる。

倒産法104条3項により、金融スワップ取引については、契約当事者は当該契約の

(23) ドイツでは、市場価額または取引所の相場は広く理解されており、店頭商品の市場もまた倒産法104条の「市場」に含まれるとされる。すなわち、流動性やアクセス可能性は要件とされない。後述する連邦通常裁判所の2016年6月9日判決も、同条の「市場価額」について取引することが可能かどうかではなく、補償を填補する可能性が存在するかどうかの問題であると指摘している。

(24) Insolvenzordnung (InsO) vom 05.10.1994, Bundesgesetzblatt Jahrgang 1994 Teil I Nr. 70, S. 2866.

(25) 金融デリバティブ取引は倒産法18条の確定期取引には当たらないとするのが当時の通説であったとされる。Köndgen in: Kübler/ Prütting/ Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung, Bd. II, § 104 InsO Rn. 2 (2012).

(26) Jahn in: Münchner Kommentar zur Insolvenzordnung, 3. Auflage, Bd. 2, § 104 InsO Rn. 54 (2013).

履行を請求することはできず、約定した価額と倒産手続開始後2営業日目における市場価額または取引所の相場との差額の補償を求めることができるにすぎないものとされた⁽²⁷⁾。この補償請求権の法的性質は、倒産法104条3項の効果として、相互の履行請求権を不履行に基づく一方の他方に対する差額請求権に法律上転換したものであるとされる。すなわち、不履行に基づく契約上の請求権が倒産法の定める算定方法に従って、法律上の債権に転換したものとされる⁽²⁸⁾。補償債権の発生は、当事者が倒産手続の開始を知っていたかどうかにかかわらず⁽²⁹⁾。さらに理由書は、債務者と相手方との間で複数のスワップ取引がなされるときは、通常、相互の補償債権を一括してネットティングすなわち差引計算することができると述べており⁽³⁰⁾、立法者は複数のスワップ取引に基づく債権債務を差引計算して一本化することを認めていたと考えられる。すなわち、金銭上の給付に係る取引を基本契約に基づき一体的な相互の契約にまとめ、倒産事由の発生により一体的に終了することができるのである。このことは、現行倒産法104条3項で明確にされた。なお、一本化された補償債権という法律構成は、すでにドイツ破産法が物品に係る期限取引について採用していた立場であった⁽³¹⁾。

2004年には、金融担保取引指令を国内法化する法律に基づく倒産法改正により、倒産法104条について主として次の3点が改正された⁽³²⁾。

第1に、「金銭給付」という概念が「金融上の給付 (Finanzleistung)」という概念に置き換えられた。金融上の給付には、改正前法における金銭給付に加えて、金融商品またはそれに類する権利の給付やデリバティブ金融商品に基づく金銭給付などが含まれる。これにより、倒産法104条2項および3項の適用範囲が大幅に拡大された。例えば、フォワードやオプションも「金融上の給付」に該当し、倒産法104条2項お

(27) Begründung zum Entwurf einer Insolvenzordnung (InsG), Bundestag Drucksache 12/2443, S. 145.

(28) Ulrich Ehricke, Finanztermingeschäfte im Insolvenzverfahren, ZIP 2003, S. 273, S.277.

(29) Hess (Hrsg.), Kölner Kommentar zur Insolvenzordnung, Bd. 2, § 104 InsO Rn. 24 (2015).

(30) Begründung, supra note 27, S. 145.

(31) 旧破産法18条参照。同条につき、Ulrich Bosch, Finanztermingeschäfte in der Insolvenz. Zum „Netting“ im Insolvenzverfahren (Teil I und Teil II), WM 1995, SS. 365-374 (Teil I), SS. 413-428 (Teil II) 参照。ドイツでは、1993年にDRVにおいて一括清算条項が規定され、スワップ契約から用いられ始めたとされる (DRVについては、後掲注 (38) 参照)。Jahn/ Reiner in: Schimansky/ Bunte/ Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 5 Aufl., § 114 Rn. 177 (2017).

(32) Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2002/47/EG vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten und zur Änderung des Hypothekendarlehenbankgesetzes und anderer Gesetze, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2004 Teil I Nr. 15, S. 502.

よび3項の規律に服することが明確になった。また、証券貸借は、請求によりいつでも終了する旨が基本契約に定められており、それと同時に請求の終期が定められている場合には倒産法104条2項が適用されることになる。また、金融上の給付には、信用制度法17条1項にいう金融担保が含まれることとされた。これはEUの金融担保取引指令7条を国内法化したものであることについては、前述した。倒産法104条2項および3項の規律の趣旨は、狭い意味での期限取引（Termingeschäft）に限られるものではないが、改正前法の文言の下では、そのように解釈されるおそれがあったため、金融上の給付という概念を導入し、その内容を明確にしたものである⁽³³⁾。なお、金融上の給付とは、それがある契約に係る典型的な給付であることを要し、例えば物品の売買の対価を外国通貨で支払う場合は、金融上の給付には含まれない⁽³⁴⁾。

第2に、自動終了し一括清算する場合を、その合理性を考慮して限定した。一方当事者が倒産において有利な取引のみを選択させないことに、自動終了・一括清算の合理性がある。しかし、基本契約に倒産の場合にのみ全体が終了すると規定されている場合には、チェリー・ピッキングのおそれはない。そこで、改正前法の下では、たんに契約違反の場合に一括終了するものと規定していたのを改め、倒産事由が存在する場合には終了し一括清算されるものとした⁽³⁵⁾。

第3に、市場価額および取引所の相場の基準日が見直された。改正前法は、旧破産法18条2項の規定にならって、倒産手続開始から2営業日目としていたが⁽³⁶⁾、改正法は、当事者間に約定があれば、倒産手続開始から5営業日目までの間で自由に定めることができるものとし、約定がない場合に2営業日目とした。これは、通常は、できる限り早くカバー取引を行うことにより市場価額または取引所の相場の変動リスクを制限するであろうと考えられたため、倒産手続開始から2営業日目をデフォルト・ルールにする一方、当事者間の約定によりその期間を5営業日目まで延長することを認めたものである⁽³⁷⁾。

以上に概観した倒産法104条2項および3項の特徴は、後述するCCPにおける一括清算条項の有効性を認めた倒産法施行法の規定振りと比較すると、一括清算条項の

(33) Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2002/47/EG vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten und zur Änderung des Hypothekendarlehenbankgesetzes und anderer Gesetze, Bundestag Drucksache 15/1853, S. 15.

(34) Lüer in: Uhlenbruck, Insolvenzordnung: InsO, 14. Aufl., § 104 Rn. 16 (2015).

(35) Begründung, supra note 33, S. 15.

(36) 旧破産法制定当時は、市場価額・取引所の相場のある取引について、一方当事者について破産手続が開始された場合、破産手続開始から2営業日目にカバー取引を行うのが一般的であったためであるとされる。Id. S. 15.

(37) Id. S. 15.

有効性を端的に認めたものではない点にある。すなわち、所定の関係が法律の規定に基づき終了するとともに、倒産法の規定に基づいて市場価値または取引所の相場を基礎として算定された一本の補償債権が発生するものとし、私的自治に基づくのではなく法律の規定によるネッティングを認めているのである。

③ 基本契約における一括清算条項の有効性

ドイツにおいて店頭デリバティブ取引に広く用いられている 1993 年に策定された「金融期限取引に係るドイツ基本契約 (Deutscher Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte, "DRV")」⁽³⁸⁾ および ISDA 基本契約は、一方当事者に所定の事由が発生した場合、契約が倒産手続の開始前に「自動的に」終了し、基本契約に定める範囲の債権債務関係を一括して差引計算する旨の規定を有している。すなわち、DRV の「清算のための基本契約」第 4 から第 6 条までの規定は、一括清算条項について規定しており、所定の事由の発生（倒産開始の申立て）により取引が終了し、当該基本契約の対象である債権債務関係を一括して差引計算することにより清算金を算定するものとする。これらの規定は、2016 年改正前倒産法 104 条 2 項 3 文にいう「約定」に該当すると解されている。

もっとも、そのような一括清算条項の倒産法上の効力が依然として問題になる。①に述べたように、そもそもそのような一括清算条項の有効性を認めるために、1994 年に制定された倒産法において 104 条 2 項および 3 項が新設されたわけであるが、本条の特異性がつとに指摘されてきた。すなわち、倒産法 104 条 2 項および 3 項は、銀行や金融機関の強いロビー活動の成果として制定されたものであり、内容的にもリスクを軽減するものではなく他の倒産債権者に移転する効果を有するだけである。また、一括清算条項を用いる金融機関は、自己のリスクに注意を十分に払わなくなるモラルハザードを惹起するという批判である⁽³⁹⁾。

倒産法 104 条 2 項および 3 項にもかかわらず一括清算条項の効力が問題になる理由は、倒産法 119 条が同法 103 条から 118 条までの規定の適用を排除または制限する約定の効力を否定しているためである。学説上は、少なくとも実務で用いられている基本契約における一括清算条項は、倒産法 119 条の文言と同法 104 条の沿革などに照ら

(38) DRV とは、ドイツ法が適用され、ドイツ国内におけるデリバティブ取引において通常使用される基本契約である。これに対し、ISDA の基本契約は、主として英国法が準拠法として選択され、ときにニューヨーク州法が準拠法とされるが、ドイツでは国際デリバティブ取引において専ら利用されている。Jahn/ Reiner, *supra* note 31, § 114 Rn. 183.

(39) Christoph G. Paulus, Anmerkung zum BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, ZIP 2016, S. 1233, S. 1234.

して有効であるとする説、とりわけ差引計算された差額債権の具体的計算方法については私的自治が認められるとする説が文献上は圧倒的に有力であった⁽⁴⁰⁾。契約による清算が倒産手続開始に先立ってすでになされており、倒産法 104 条に定める時点より前に債権債務関係が一本化されていることをその理由とする。すなわち、倒産法 104 条は、倒産手続開始決定後に適用される規定であるというのである。さらに、立法の沿革に照らして、倒産法 104 条の立法理由において基本契約に基づく一括清算条項の有効性が認められていると理解し得る点も重視されていた⁽⁴¹⁾。実質的にも、契約が終了する時期を倒産手続開始時より前倒しにし、一定の清算事由が生じた場合には自動的に契約が一体として終了する旨の条項には、次のような意義があるとされる。すなわち、できる限り市場に適合的な形で契約を終了し清算することが両当事者の利益になる。敷衍するならば、倒産申立てが公知になってから実際に倒産手続開始が決定されるまでの間に金融デリバティブ取引の両当事者にとって不利な方向に市場の相場が変動し、それによって両当事者が害されることを避けることができる。他方、場合によっては当事者間で補償契約を締結するなどして必要とされる再交渉を行うことが容易であるからである⁽⁴²⁾。

もっとも、一括清算条項の有効性を承認する通説に対しては、倒産に関連した事由で自動的に契約関係の終了がもたらされる場合などは、倒産法 104 条 2 項および 3 項の価値判断に即して無効とすべきであるという少数説も存在した⁽⁴³⁾。

ところが、一括清算条項の有効性を前提にしていた実務および学説に対し、2016 年にドイツの最上級審裁判所である連邦通常裁判所が、清算金支払請求権の計算について、契約上の規律が倒産法 104 条 3 項の定める「倒産財団の保護の水準」を引き下げたものではない場合に限って差引計算の対象にすることができるとの判断を示した⁽⁴⁴⁾。この判例を受け、監督当局は従来通り差引計算を行うべきであるとの命令を発する一方、政府は急きょ立法措置を講じた。以下、款を改めて、この間の経緯につい

(40) Ehrlicke in: Ekkenga/ Hadding/ Hammen, FS Kümpel, S. 77, S. 84 (2003) ; Jahn/ Fried, Münchner Kommentar zur InsO, 3. Aufl., § 104 Rdn. 169 (2013) ; Köndgen in: Kübler/ Prütting/ Bork, InsO, Lfg. 8/98, § 104 Rdn. 39, Zimmer/ Fuchs, Die Bank in Krise und Insolvenz: Ansätze zur Minderung des systemischen Risikos, ZGR 2010, S. 597, SS. 633f.

(41) Jens-Hinrich Binder, Bankeninsolvenzen im Spannungsfeld zwischen Bankaufsichts- und Insolvenzrecht, S. 444 (2005).

(42) 以上につき、Lambert Köhling, Die Clearing-Rahmenvereinbarung – deutsche Vertragsdokumentation für das Kundenclearing, BKR 2013, S. 491, S. 498 参照。

(43) Daniel Kieper, Abwicklungssysteme in der Insolvenz, S. 90f. (2004).

(44) BGH Urteil vom 9.6.2016, IX ZR 314/14. <<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=pm&Datum=2016&Sort=3&nr=74978&linked=urt&Blank=1&file=dokument.pdf#search=%27BGH+Urteil+vom+9.6.2016%27>>

て詳述する。

(2) 倒産法104条—2016年改正

① 緒論

一括清算条項を念頭においたドイツ倒産法 104 条は、2016 年 12 月に改正された。その契機となったのは、2016 年 6 月 9 日に出されたドイツの最上級審裁判所である連邦通常裁判所の判決であった。リーマンブラザーズ・グループの破綻に伴い、基本契約に基づく一括清算条項（クローズアウト・ネッティング条項）による差引計算の有効性が問題となった。連邦通常裁判所は、後述するように、差引計算の効力を一部否定した⁽⁴⁵⁾。ドイツでは、判決が出された当日に、BaFin（金融サービス監督庁、Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）から約定どおりの差引計算を行うべきであるとの一般処分（Allgemeinverfügung）が発令されるとともに、財務省と司法消費者保護省は早急に倒産法を改正する旨を公表した。実際に、ドイツでは、2016 年末に倒産法が改正された。店頭デリバティブ取引において世界的に広く利用されている一括清算条項の適用を制限するという点で、ドイツの最上級審裁判所は実務に対し大きな影響を与える判断を下したが、その前後の対応、すなわち、行政庁および立法府の対応は迅速かつ柔軟であった。以下、2016 年倒産法改正に至る経緯を概観する。

② 2016 年 6 月 9 日ドイツ連邦通常裁判所判決

連邦通常裁判所は、2016 年 6 月 9 日の判決において、金融市場における取引の清算についての約定は、一方当事者が倒産した場合に倒産法 104 条の規定を適用したときと比べそこから乖離する限りにおいて効力が認められないと判示した。なお、この事件においては、ドイツ法を適用すべきかどうか準拠法も争点になったが、この論点は捨象し、ドイツ法の適用を前提にする。

【事実】

X（原告）らは、Y（被告）であるリーマンブラザーズ・インターナショナル（欧州）との間で訴外 A 社（SAP 株式会社）の株式のオプションに係るデリバティブ契

(45) 日本でも、リーマンブラザーズの破綻により関係会社間相殺条項の効力が争点となった事案において、最高裁判所は、再生債務者に対して債務を負担する者が、当該債務に係る債権を受働債権とし、自らと完全親会社を同じくする他の株式会社が有する再生債権を自働債権としてする相殺は、これを行うことができる旨の合意があらかじめされていた場合であっても、民事再生法 92 条 1 項により行うことができる相殺に該当しないとして約定どおりの差引計算を認めなかった（最判平成 28 年 7 月 8 日民集 70 卷 6 号 1611 頁）。

約を締結した。その内容は、XらがYに対し、A社株式の購入オプションすなわちオプション行使期日である2005年12月19日に約定のオプション行使価格でA社株式を購入する権利を売却するというものであった。なお、2008年に破綻したリーマンブラザーズ・グループに属するYは、英国法およびウェールズ法を準拠法として設立された会社であった。

XとYとの間に締結されたデリバティブ契約は、「金融期限取引に係るドイツ基本契約 (Deutscher Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte) (以下、DRV ということがある)」に基づき行われた。当該株式オプション契約について、担保条項に基づきYはA社株式を担保として取得していた。2008年9月15日、Yについて英国で破綻処理手続である財産管理 (administration) 手続が開始された。この時点においてXらとYとの間には、XはYに対し、2009年12月18日を権利行使期日としてA社株式を1株36.1ユーロで購入するオプションを付与する旨のオプション契約が存在していた。Yについて財産管理手続が開始された日である2008年9月15日におけるA社株式は1株38.15ユーロであり、2009年12月18日におけるA社の株価は32.205ユーロであった。Xは、Yに対し、担保としてYが取得したA社株式を返還せよと主張した。Xの主張に対し、Yは、一括清算時のA社株式の市場価額が約定のオプション行使価額を上回っていたとして、DRVの一括清算条項に基づき算定した清算金の支払を求めた。すなわち、Yは、一括清算条項により、当該オプション取引のY倒産時点における時価である約1,300万ユーロに基づいて清算がなされ、当該金額に相当する額の補償請求権が生じているとして、担保としてXらから取得したA社株式の引渡しを拒絶した。

DRVの7条2項によれば、当該オプション契約は倒産手続の開始をもって終了し、オプション契約上の給付義務にかわって9条に従って差引計算により算定される補償金を支払うという内容の清算債権が発生するものと定められていた。なお、DRV7条2項の自動終了事由は、「破産手続その他の倒産手続の開始が申し立てられ、かつ、本契約の当事者が申立てをしたか、支払不能であるか、または、それらの手続の開始を正当化する状況にあるその他の場合」と規定されていた。また、DRV9条における清算債権の算定等に係る条項においては、いつの時点の市場価額を基準に差引計算するかについて具体的な定めはなかった。

第1審は、Xらの請求を認容したのに対し、第2審はYの主張を認め、DRVにおける一括清算条項に基づく清算金の支払いを認めた。その理由は、当該一括清算条項は標準的な条項であって、同条項に基づいて請求することができるというものであった。これに対し、連邦通常裁判所は、清算金の算定は、約定した一括清算条項に基づ

いて行うのではなく、倒産法 104 条 2 項および 3 項の規定に基づかねばならないと判示し、倒産法の上記規定から乖離していない限度でのみ清算金の支払に係る請求を認容し得るとして、原審に差し戻した。自動終了事由に係る約定の効力と清算金算定の基準時の 2 つの論点に絞って、判旨を紹介する。

【判旨】

「控訴審裁判所が、結論として、Y は X に対しオプションの市場価額に応じた請求権を取得するとした点は適切である。しかしながら、この結論は、基本契約から導かれるのではなく、倒産法 104 条 2 項 1 文および 3 項 1 文・2 文によりもたらされる。控訴審判決の見解と異なり、2008 年 9 月 15 日の市場価額ではなく、2008 年 9 月 17 日の市場価額が基準日となる。」

「倒産法 104 条に定める倒産の場合における補償スキームが、基本契約に優先する。倒産法 119 条は、同法 104 条の適用をあらかじめ制限する合意の効力は認められないと規定しているからである。倒産法 104 条の規定から乖離する倒産手続開始申立てを自動終了事由と定める約定の効力が、倒産法 104 条に定める法的効果を変更しないという理由により有効であるかどうか、とりわけ倒産法 104 条 2 項が倒産管財人の選択権を否定していることを空洞化する可能性があるかどうかは、いまだ明確でない。

いずれにせよ、倒産法 104 条 2 項および 3 項の規定による倒産の場合の補償請求権の算定方法から乖離する場合には、当該約定の効力は認められない⁽⁴⁶⁾。」

「・・・倒産法 104 条 2 項から明らかなように、同条同項が定める倒産管財人の選択権の排除は、当該取引の消長に係る不確実性を排除するという目的のみならず、倒産管財人の相場を利用した投機から倒産財団を保護するという目的をも有する。

倒産法 104 条 2 項が倒産管財人の選択権を排除することにより倒産財団を一方で保護しておきながら、他方で、契約当事者が個別の契約によって倒産法 104 条 3 項の規定に基づく補償請求権に係る清算方法に係る約定を倒産財団に不利益となるように定めることにより倒産財団の保護という目的に合致しない結果をもたらし得ることは、矛盾しているように見える。とりわけ、X が主張する、本件基本契約に定められた、支払能力のある当事者が支払不能に陥った当事者の被った損害を補償すべき経済的利益を、倒産法 104 条 3 項が予定していないのに制限することは、倒産財団の保護のレ

(46) 連邦通常裁判所は、倒産法 104 条 3 項に定める算定方法から乖離する約定も、倒産手続開始前の時点を基準にする限りは許容され得るとする学説上の有力な立場をとらないことを明確にした。有効性を認める見解として、Jaeger/Jacoby, Insolvenzordnung, Bd. 3, § 119 Rn. 42 (2014) ; Zimmer/Fuchs, supra note 40, S. 633f.; Benzler, Nettingvereinbarungen im außerbörslichen Derivatehandel, S. 272f (1999) 参照。

ベルを切り下げることにつながるであろう。倒産法 104 条 2 項 3 文において金融上の給付に係る基本契約というときは、同条同項から乖離した基本契約を締結する可能性を開くものではないのである。」

③ 関連判例

本判決に先立ち、連邦通常裁判所は、2012 年 11 月 15 日の判決において、倒産手続開始申立時点に終了するものとする自動終了条項について、倒産法 119 条に基づき次のように判示していた⁽⁴⁷⁾。

倒産法 119 条は、同法 103 条から 118 条までの規定の適用を排除または制限する約定の効力は認められない旨を規定する。この事案で問題となったのは、金融デリバティブ取引の基本契約における自動終了条項ではなく、エネルギー供給契約に係る自動終了条項が倒産管財人の選択権を排除することの倒産法上の有効性である（同法 103 条）。判旨は、仮に倒産手続開始申立てにより契約関係が終了するとすれば、実務的には、倒産手続開始は有効な終了事由としての意義を完全に失い、倒産法 104 条および 119 条が目指す倒産財団の保護は完全に損なわれ、立法趣旨が実現されない。自動終了条項は、倒産法 119 条が保証する倒産管財人の同法 103 条に基づく選択権を排除するものであり、倒産法 119 条の規定は、その趣旨が無意味にならないように、適法な倒産申立てであるがゆえに倒産手続開始の効果が真に認められるべき時点にまでさかのぼって適用されるべきであると判示した。同判決において、判旨は、倒産法 103 条が定める倒産管財人の選択権は、倒産財団の保護に資するものであることを強調していた。

このように、連邦通常裁判所は、倒産法の規定の強行法規性を定める条文を厳格に解釈する立場を示しており、そのような流れからすれば、2016 年 6 月 9 日判決も想定内の判例であると評し得る。すなわち、倒産法 104 条 2 項は、デリバティブ取引のような市場価額のある金融取引について、倒産管財人の選択権を排除しているが、その趣旨は、当該取引が継続するのかどうかに係る不確実性を排除するだけでなく、倒産管財人が相場を利用して投機を行うことから倒産財団を保護することにもあるとされる⁽⁴⁸⁾。このような観点からすれば、2012 年の連邦通常裁判所判決の射程は、金融デリバティブ取引の基本契約に係る自動終了条項にも及ぶということになるだろう。もっとも、通説的な見解は、2012 年判決で問題となったのは、あくまでも物品やエネルギーを対象にする取引の基本契約に係る自動終了条項であり、事案が違うとして、

(47) BGH, Urteil vom 15. November 2012 - IX ZR 169/11, BGHZ 195, 348.

(48) Jaeger/Jacoby, supra note 46, InsO § 104 Rn. 4ff. および注 (22) に引用した文献参照。

2012 年判決の射程は、金融デリバティブ取引に係る基本契約における一括清算条項には及ばないと解していた⁽⁴⁹⁾。

④ 行政府の対応

2016 年 6 月 9 日のドイツ連邦通常裁判所判決は、実務に対して 2 つの大きな影響を与える可能性がある。第 1 に、ドイツ倒産法が適用されると、金融市場で広く用いられている一括清算ネットリングに係る基本契約の効力に影響が生じる。基本契約における一括清算条項には、銀行監督法上の効果が認められている。すなわち、有効な一括清算条項は、自己資本要件を低減させるとともに、大口信用供与規制の与信額を引き下げる効果を有する。第 2 に、仮にドイツ法が適用されると一括清算条項の倒産法上の効力が制限されるとすれば、ドイツ法を準拠法として店頭デリバティブ契約を締結することを回避し、その有効性を認める国を準拠法とすることが考えられる。

同判決を受け、ドイツの金融監督当局である BaFin は、判決が言い渡された当日に、有価証券取引法 4a 条に基づき、2016 年 12 月 31 日までの間、基本契約の当事者は同判決にかかわらず約定に従って清算しなければならない旨を一般処分 (Allgemeinverfügung) の形式で命じた⁽⁵⁰⁾。有価証券取引法 4a 条は、BaFin に対し、ドイツ連邦銀行と協議の上、金融市場の安定性に悪影響を与え、または金融市場の機能に対する信頼を害するおそれのある状況を排除または防止するために必要な命令を発する権限を付与している。なお、一般処分に対しては、公告および異議申述制度があるが、申述期間内（本件では、2016 年 7 月 11 日まで）に一件も異議が出されることはなかったとのことである⁽⁵¹⁾。

さらに、判決が出されたその日に、財務省と司法消費者保護省は、一括清算条項が市場で利用され監督当局によって認められるように倒産法の関連規定を明確化するための立法措置を政府として講じる旨を宣言した⁽⁵²⁾。

(49) Jahn/ Fried, supra note 40, § 104 Rn. 169a; Michael Huber, Unwirksamkeit von insolvenzbedingten Lösungsklauseln – Vertragspraxis, was nun? ZIP 2013, S. 493, SS. 496ff.

(50) BaFin, Allgemeinverfügung zu Nettingvereinbarungen im Anwendungsbereich des deutschen Insolvenzrechts, GZ: ED WA-Wp 1000-2016/0001. < https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_160609_allgvfg_nettingvereinbarungen.html?sessionid=9A8D60097855B771E6C693365C163EC8.1_cid298>

(51) Frank R. Primozic/ Joel Felix Schaaf, Die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Unwirksamkeit der Close-out-Netting-Regelungen im Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte, WM 2016, S. 2110, S. 2115.

(52) BGH-Urteil zur Wirksamkeit des Rahmenvertrags für Finanztermingeschäfte. < http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/2016-06-09-gemeinsame-erklaerung.html >

仮に、BaFin から発令されたこの一般処分が失効すれば、ドイツの金融機関および市場参加者の国際競争力が損なわれ、ドイツの金融システムの安定性が維持されないとして、倒産法 104 条の趣旨目的に立ち返って一括清算条項の許容性の根拠と範囲を明確にするための法改正を行う旨を宣言したのである。

⑤ 立法府の対応—2016 年倒産法改正

2016 年 12 月 22 日、「第 3 次倒産法改正法及び民事訴訟法施行法を改正する法律」が成立した⁽⁵³⁾。一括清算条項の許容性の根拠と範囲を明確にすることにより、ドイツの金融機関の国際競争力が損なわれることを防止し、ドイツの金融システムの安定性を維持するために倒産法 104 条が改正された。第 3 次倒産法改正法の立法趣旨は、一括清算ネットティングに係る約定の限界と許容性を明確にし、法的確実性の下、当事者が銀行監督法上、一括清算ネットティングが有効と認められるための前提を満たす約定を締結できるようにすることにある⁽⁵⁴⁾。第 3 次倒産法改正法は、2 段階の改正を行った。第 1 段としてなされた同改正法 1 条による倒産法 104 条の改正は、上記連邦通常裁判所の判決が出された 2016 年 6 月 9 日の翌日から適用され、BaFin が発令した一般処分の効力が生じた日である 10 日に遡って適用するものとし、2 段階目の改正すなわち同改正法 2 条に基づく改正は、公布の日が発効するものとされた（同改正法 4 条 1 項・2 項）。同改正法は、2016 年 12 月 29 日に公布された。

法律上の終了メカニズムおよび清算メカニズムの目的に反する約定は許されない。法律上の終了メカニズムおよび清算メカニズムの目的は、倒産管財人の選択権と結びついた予測不能性から契約の相手方を解放することにある⁽⁵⁵⁾。倒産財団は、補償契約の締結によって履行利益を確保し得るのであるから、契約相手方の上記の保護は倒産財団に不当な不利益を課すものではない。改正前法は、正当な目的があれば、法律上の終了メカニズムおよび清算メカニズムからの乖離は倒産法上も有効なものとして約定することができるという立場をとっており、改正法はそれをより明確にするものであると説明される⁽⁵⁶⁾。

主な改正点は、以下の 3 点である。

(53) Drittes Gesetz zur Änderung der Insolvenzordnung und zur Änderung des Gesetzes, betreffend die Einführung der Zivilprozessordnung Gesetz vom 22.12.2016 - Bundesgesetzblatt Teil I 2016 Nr. 65, S. 3147. <[https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGBI&start=//*\[@attr_id='bgbl116s3147.pdf'\]>](https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGBI&start=//*[@attr_id='bgbl116s3147.pdf']>)

(54) Entwurf eines Dritten Gesetzes zur Änderung der Insolvenzordnung, Bundestag Drucksache 18/9983, S.9.

(55) Id.

(56) Id.

第1に、当事者が契約の終了および補償債権の計算を倒産手続開始前の時点で行うことを約定できることが明確にされた。ただし、一括清算条項の契約上の効力をストレートに認めたものではなく、これまでどおり法律上の清算である点には注意を要する。

第2に、損害賠償の算定において約定の具体的な規定が抽象的な計算方法に優先することが明確にされた。

第3に、倒産法104条の適用範囲を画する概念である「金融上の給付」にMiFID IIという「金融商品」を含ませることにより、その範囲を拡大した。

以下、倒産法104条を訳出する。

倒産法第104条

第1項 市場価額または取引所の相場を有する物品を特定の時点または特定の期間に引き渡すことを約定した場合において、倒産手続の開始後に当該時点または当該期間が経過するときは、その履行を請求することはできず、不履行に基づき生じる債権を主張できるにすぎない。市場価額または取引所の相場を有する金融上の給付に係る取引であって、特定の時点または特定の期間に給付することを約定した場合において、当該手続開始後に当該時点または当該期間が経過したときも、同様とする。次に掲げるものは、とりわけ金融上の給付とみなす。

1. 貴金属の引渡し

2. 金融商品またはそれと類似の権利の引渡し。ただし、継続的な結合関係を創設するために企業に対する参加持分を取得する場合を除く。

3. (a) 外国通貨もしくは計算単位で提供すべき、または (b) 外国通貨もしくは計算単位の相場に応じて、債券の利率に応じて、もしくはその他の物品もしくは給付の価格に応じて、直接もしくは間接に決定される金銭の給付

4. 第2号によって排除されないデリバティブ金融商品に基づく引渡しまたは金銭の給付

5. 第1文に定める引渡しに対するオプションおよびその他の権利、または第1号から本号にいう引渡し、金銭の給付、オプションおよび権利に対するオプションおよびその他の権利

6. 信用制度法1条17項にいう金融担保。第3文第2号および第4号にいう金融商品とは、EU指令2016/1034により改正された、金融商品市場に関する、および指令2002/92/EGおよび2011/61/EUを改正する2014年5月15日の欧州議会および欧州理事会の指令2014/65/EUの付表1第C部に掲げるものをいう。

第2項 不履行に基づく債権は、当該取引の市場価額または取引所の相場により定まる。次に掲げるものは、市場価額または取引所の相場とみなす。

1. 遅滞なく、遅くとも倒産手続開始後第5営業日に締結される補償契約に係る市場価額または取引所の相場

2. 前号による補償契約が締結されない場合には、倒産手続開始後第2営業日に締結することができたであろう補償契約に係る市場価額または取引所の相場

市場の状況が第2文第1号または第2号による補償契約の締結を許さない場合に限り、市場価額および取引所の相場は、当該契約の適切な評価を保証する方法および手続により定めなければならない。

第3項 信用制度法第1条第31項にいう中央清算当事者の基本契約または業務規程に基づき行われる第1項の規定による取引が、それに組み込まれた取引が所定の事由が生じたときは一体的にのみ終了することができることと定める一体的な契約に統合されている場合には、組み込まれた取引の総体を第1項にいう取引とみなす。同時にその他の取引を組み入れるときも、同様とする。この場合においては、一般規定を適用するものとする。

第4項 契約当事者は、異なる定めが当該法規制の本質的かつ基本的考え方に適合する限り、異なる定めを置くことができる。契約当事者は、特に次に掲げる定めを置くことができる。

1. 第1項の効果が倒産手続開始前に生じること。特に、自己の財産に係る倒産手続の開始を契約の一方当事者が申立てた場合、または、開始事由が存在する場合（契約による終了）。

2. 手続開始前に物品の給付または金融上の給付を行う取引であって、契約による終了の時点より後に履行期が生じる取引についても、契約による終了に服すること。

3. 当該取引の市場価額または取引所の相場を確定するための次に掲げる事項

(a) 手続開始の時点に代わり契約に定めた時点において契約が終了すること

(b) 契約上の終了から20営業日が経過するまでに第2項第2文第1号による補償契約を締結することができること。ただし、価値を毀損させない清算にとって必要な場合に限る。

(c) 第2項第2文第2号にいう時点に代わり、契約による終了とそれに引き続く第5営業日が経過するまでの間に時点または期間を定めること

第5項 不履行に基づく債権は、倒産債権者としての契約相手方だけが主張することができる。

5 店頭デリバティブ取引規制と特別法―破綻当事者が信用機関・証券会社の場合

信用機関や所定の証券会社が破綻した場合にドイツ法が適用される場合には、2014年に制定された「金融機関及び金融グループの再生及び清算に関する法律（SAG）」（以下「金融機関再生法」という）および2010年に制定された「信用機関の再編に関する法律（KredReorgG）」（以下「信用機関再編法」という）が適用され、倒産法はこれらの法律に別段の定めがない限り、適用されない⁽⁵⁷⁾。

金融機関再生法93条によれば、金融市場安定庁（Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung）⁽⁵⁸⁾は、清算条件を満たす場合には、所定の債権を当該金融機関等に対する持分に転換するための手段（債権者参加手段）を適用するためにデリバティブ取引を解除し差引計算する権限を有し（同条2項）、その場合には金融市場安定庁または独立の鑑定人が当該デリバティブ契約に基づいてその債務のネット価額を算定する（同条3項）。金融市場安定庁または独立の鑑定人がこの評価を行う場合には、裁判所による清算措置の評価の枠組みにおいて、あるいは関連資本商品の所持人の参加に係る手段を適用する場合の枠組みにおいてのみ、裁判所の審査に服する（同条3項・69条）。算定の基準は、①清算合意に服する取引を含むデリバティブの類型に即した、当該デリバティブ契約のネット価額を算定するための適切な方法、②デリバティブ取引のポジションの価額を決定する時点を確認するための原則、および③差引計算および債権者参加手段の適用の結果デリバティブ取引に生じるであろう価値毀損分と、債権者参加手段の適用により当該デリバティブ取引について生じる損失の額の算定に係る適切な方法によるものとされる（93条4項1～3号）。

なお、これらの規定は、前述した倒産法104条3項により基本契約においてネットアウトされた同条1項にいう「金融上の給付に基づく債務」に類推適用される（同条5項）。金融機関再生法93条は、EUの清算指令49条を国内法化したものである⁽⁵⁹⁾。

(57) Jahn/ Reiner, supra note 31, § 114 Rn. 183.

(58) 金融機関再生法では、「清算庁（Abwicklungsbehörde）」とは金融市場安定庁のことを指す（同法3条1項）。

(59) Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates (BRRD-Umsetzungsgesetz), Bundestag Drucksache 18/2575, S.

なお、金融機関再生法 93 条 5 項は、前述した 2016 年の「第 3 次倒産法改正法及び民事訴訟法施行法を改正する法律」により改正され、従前の規定から「倒産事由が生じた場合にのみ一体的にのみ終了させることができると約定した基本契約において一括清算された・・・金融上の給付に基づく債務」という限定が削除され、単に「倒産法第 104 条第 3 項に従って基本契約に基づき一括清算された倒産法第 104 条第 1 項という金融上の給付に係る債務」に類推適用されるものとされた。倒産法 104 条の改正に合わせて、私的自治の許容範囲を拡大したものである⁽⁶⁰⁾。

信用機関再編法は、信用機関の再編手続に関する特別法である。信用機関が危機に陥った場合、まず自主的な手続として再生手続が実施され（同法 2 条～6 条）、それが奏功しないときは、BaFin に対し信用機関の更生手続開始の届出をすることができ（7 条 1 項）。もっとも、同法 23 条によれば、決済システムおよび有価証券取引・決済システム、中央銀行の物的担保および金融担保の保護に関する倒産法の規定は、類推適用される。この要請は、EU の金融担保取引指令および決済指令に基づくものである。信用機関の再編手続においてはインターバンク取引が中心になり信用制度法 17 条 1 項の金融担保が頻繁に用いられることになるため、倒産法が保証している資金決済および証券決済システムの保護が、倒産法が与えているよりも信用制度の再編手続の場合の方が弱くなることのないよう配慮したものである⁽⁶¹⁾。さらに注目すべきは、信用機関再編法 13 条は、同法 7 条により BaFin が再編の必要性を公示した日から翌営業日までの間は、信用機関との債務関係を、基本契約に基づき終了させたり解約したりすることを禁止している点である。もっとも、倒産法 340 条 2 項により、信用機関再編法 13 条の適用は、外国法を準拠法とする旨を合意した基本契約については制限される。したがって、たとえば ISDA のマスター・アグリーメントにおけるネットティング条項に対しては、信用機関再編法 13 条の規定は適用されないことになる⁽⁶²⁾。

174.

(60) Artikel 3 (2) des Dritten Gesetzes zur Änderung der Insolvenzordnung.

(61) Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung (Restrukturierungsgesetz), Bundesrat Drucksache 534/10, S. 89.

(62) Jahn/ Reiner, supra note 31, § 114 Rn. 200.

6 一括清算条項に係る倒産法上の規律—当事者がCCPである場合

(1) 緒論

ドイツ法は、4に述べた店頭デリバティブ取引の一方当事者が破綻した場合の倒産法上の取扱いの場合に比較して、CCPを倒産法の規律から保護するために、倒産法の規律とは別のスタイルで規律を置き、CCPがEMIRに基づいて行う一定の措置の倒産法上の有効性をより確実に実現している⁽⁶³⁾。

2004年の改正倒産法によって、店頭デリバティブ取引の決済リスクをより確実に削減するために倒産法104条が改正されたが、特にCCPが店頭デリバティブ取引の一方当事者である場合には、カウンターパーティー・リスクの制御等の観点から、以下に述べるような倒産法上の問題点が残っていると指摘されていた。すなわち、EMIRは、清算参加者の倒産によってEMIR48条に基づき講じられるさまざまな措置が否定的な影響を受けるおそれがないようにすることを求めている。もっとも、EMIR48条は、倒産法上の規律ではなく、監督法上の規制にすぎないと解されている⁽⁶⁴⁾。しかしながら、EMIRは、顧客のポジションおよび財産を分別管理し、清算参加者が破綻した場合にそれを支払能力のある清算参加者に移転することが、各加盟国の法規および行政規定によって阻害されることがないように求めており⁽⁶⁵⁾、このことは国内法の改正によってのみ実現し得る⁽⁶⁶⁾。EMIRは、倒産法上の規律ではなく監督法上の規制にすぎないにしても、EU法の要請を満たすために倒産法を見直す必要が生じ、2012年に倒産法施行法が改正されたのである。以下、その経緯を概観する。

(2) 2004年改正倒産法の問題点

2004年に一括清算ネットティングの効力が認められる範囲を拡大し、有価証券担保指令を国内法化する等の改正がなされたことは前述した。しかし、2004年倒産法104条の改正によってもとくにCCPとの関係上、次のような問題点が残っていることが指摘されていた。

第1は、倒産法の規定（倒産法104条・116条）だけでは、ファイナリティーの確保および金融システムの安全性にとって不十分であるという批判である。すなわち、

(63) Jahn/ Reiner, supra note 31, § 114 Rn. 202.

(64) Jahn/ Fried, supra note 40, § 104 Rn. 180.

(65) Erwägungsgrund (64) von EMIR.

(66) Jahn/ Reiner, supra note 31, § 114 Rn. 202.

清算参加者が倒産した場合に適用される可能性がある倒産法の諸規定が、ファイナリティーの確保にとって障害となり得るというのである。

具体的に問題となるのは、次の規定である。①倒産手続開始後は原則として倒産財団に属する財産の取得は禁止される（倒産法 91 条）。②倒産した清算参加者の財産処分権が喪失する（倒産法 80 条以下）。③期限未到来の債権は、倒産手続開始により期限が到来する（倒産法 41 条 2 項）。④倒産法 94 条以下の規定が、清算参加者の倒産の場合にも適用され、相殺約定は、倒産手続開始までの間のみ適用可能であり（倒産法 94 条）、取り消し得る法律行為による場合には相殺の効力は否定される（倒産法 96 条 1 項 3 号）。⑤相殺合意が否認される可能性がある（倒産法 130 条以下）。⑥倒産管財人によるチェリー・ピッキングの可能性（倒産法 103 条 1 項）。⑦市場価額または取引所の相場がある場合に金融上の給付が終了し差引計算がなされる場合の基準日についての約定は、倒産手続開始後 5 営業日以内に限定されている⁽⁶⁷⁾。

清算参加者につき倒産手続が開始した後も、CCP が、清算参加者と顧客との間の法律関係を健全な清算参加者に移転するなど、必要な措置を倒産法上の制約なく行うことができることが肝要である。ところが、上述した諸規定はその制約要因となり得る。さらに、倒産管財人の倒産財団に対する一般的な管理処分権との抵触・整理も必要であると指摘された。具体的には、CCP が債務者のために顧客ポジションや顧客担保の移管または一括清算ネットティングを行う場合には、倒産手続が開始され倒産管財人が選任された後は、倒産管財人の権限とどのような関係に立つのか整理する必要があるというのである。

第 2 に、顧客すなわち清算委託者と清算受託者である清算参加者との法律関係について、次のような指摘がなされた。すなわち、倒産法 104 条の規定は二者間の清算システムにおける清算参加者の倒産を対象にしているが、CCP における清算を念頭に置くと、清算参加者に委託している清算委託者の保護およびその破綻を通じたドミノ効果の防止に配慮する必要があるところ、2004 年改正倒産法の下でそのような配慮が十分になされているか疑問である。

第 3 に、相互の債権について約定価格と市場価額または取引所の相場との差額で清算することが許容されるといっても、現実の市場価額が暴落している状況にあれば、決済システムおよび市場の混乱が生じるとの指摘がなされた。実際に、リーマン・ショックとりわけ Lehman Brothers International (Europe) の倒産において、当時

(67) 連邦参議院に提出された立法理由書では、本文に述べた諸問題のうち、③、④および⑥を指摘する。Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, Bundesrat Drucksache 127/11, S. 38.

の倒産法 104 条の定める 5 営業日以内での顧客勘定や顧客の担保の移管は困難であった。

以上の 3 つの問題点からは、できる限り迅速に、しかし、状況に応じて確実に、顧客勘定および顧客の担保を支払能力のある清算参加者に移管するか、あるいは、ネットティングすることが望ましいと主張された。CCP が講じる各種の措置、とりわけ、顧客勘定および顧客の担保を支払能力のある清算参加者に移管するか、あるいは、一括清算ネットティングすることに対する倒産法上の制約を排除することが望ましいという見解が広がり、立法提案にまで至ったが、挫折したという経緯がある。

そのような中、2012 年に制定された EMIR により、EU 法のレベルで、CCP の清算参加者が破綻する場合においては、当該店頭取引および担保を他の清算参加者に移管できるようにすることなど多様な措置を講じることができるようにすることが求められていた（EMIR34 条 2 項・48 条 5 項・6 項）。

（3） 検討の経緯

① 破産法施行法 102b 章の制定

a 企業再編容易化促進法（ESUG）における立法提案と挫折

2011 年 3 月 4 日に連邦参議院に提出されたドイツ政府の企業再編容易化促進法案には、多数当事者間の取引に着目した概略次のような内容の倒産法 104a 条を新設する旨の提案が含まれていた⁽⁶⁸⁾。

第 1 に、破綻した清算参加者の顧客との取引および顧客から取得した金融担保を支払能力のある清算参加者に法的に譲渡できることを明確化する。

第 2 に、上記権利義務関係の移転は、これらの取引が倒産手続の効果に反し、かつ、倒産管財人の権限に反する場合であっても、一時的であるが完全に保護される場合にのみ、可能とされる。

第 3 に、上記移転に際し、倒産管財人の同意は不要とする。

第 4 に、倒産手続開始前に締結された約定に基づいて上記権利義務関係の移転がなされるものとする。なお、この約定は、CCP と清算参加者、および、清算参加者と清算委託者との間で、倒産手続開始前に事前に約定されていることを要する。

第 5 に、移管できる権利義務関係は、CCP と清算参加者間のみならず、清算参加者と清算委託者（法案では「間接参加者」と定義）との間のものも含まれる。

第 6 に、権利義務関係の移転は、倒産手続開始後 3 営業日までに行うことを要す

(68) Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, Bundesrat Drucksache 127/11, S. 4.

る。

第7に、本条に基づき移転可能な清算参加者の顧客との取引および顧客から取得した金融担保に係る取引については、倒産手続開始後3営業日が経過するまでの間は、倒産法104条の規定は適用しない。

第8に、倒産管財人が、上記措置によって倒産法104条1項および2項の規定が適用されて清算された場合よりも倒産債権者が不利な取り扱いを受けることを証明したときは、CCPは、倒産財団に対し当該不利益を補償する義務を負う。

第9に、CCPは、市場の価額で反対取引をもって破綻した清算参加者のポジションと差引計算することができ、不要となった金融担保を清算委託者に返還することができる。この場合において、基本的に、権利義務関係の移管と同様の規律が適用される。

第10に、権利義務関係の移管および反対取引による差引計算については、倒産法上の否認は排除される。

連邦参議院における議論を経て、2011年5月4日に企業再編容易化促進法案は、連邦議会に提出された⁽⁶⁹⁾。政府提案に対しては、次のような批判がなされた。すなわち、第1に、倒産法の例外は極力認めるべきではないところ、CCPの決済につき、それを認める根拠が十分に明確でない。第2に、特に否認の規定が適用されない点については、根拠が薄弱である。第3に、倒産管財人が、上記措置によって倒産法104条1項および2項の規定が適用されて清算された場合よりも倒産債権者が不利な取扱いを受けることを証明したときは、CCPから補償を受けることができるとの提案中、倒産管財人の立証義務は、これまでの倒産法にはない考え方である。第4に、公的機関の相殺の可能性を制限する。第5に、倒産法上の債権者平等の取扱い原則に反する。CCPの参加者について有利な取扱いをする以上は、全債権者少なくとも国家にはそれと同等の特権が認められて然るべきである。連邦参議院の法務委員会は、2011年4月15日、倒産法案104a条については慎重な検討を行うべきであると意見した⁽⁷⁰⁾。

連邦議会の法務委員会（第6委員会）の勧告決議および報告書において、倒産法104a条の完全削除が主張された⁽⁷¹⁾。

(69) Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, Bundestag Drucksache 17/5712, S. 8f.

(70) Stellungnahme des Bundesrates zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, Bundesrat Drucksache 127/11 (Beschluss), SS. 6ff.

(71) Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss), Bundestag Drucksache 17/7511, S. 2 und S. 35.

このような経緯を経て、倒産法案 104a 条は完全に削除されるに至った。

(4) EMIR 施行法 (2013 年)

ドイツでは、EMIR の定める規律を国内法と整合させるために、2013 年に EMIR 施行法を制定し、同法により信用制度法、有価証券取引法および倒産法施行法などが改正された⁽⁷²⁾。EMIR は、CCP の清算参加者が破綻する場合には、当該店頭取引および金融担保を他の清算参加者に移管できるようにすることを求めている (EMIR34 条 2 項・48 条 5 項・6 項)。しかし、EMIR のこれらの規定は、民事法・倒産法上の取扱いを定めた規定ではなく、監督法的性質をもつにすぎないという理解がある。そこで、倒産法上、CCP が講じるこれらの措置が、倒産手続開始によって妨げられず、かつ、否認の対象にならないことが明確にされた⁽⁷³⁾。

すなわち、倒産法施行法 102b 章の新設により、CCP⁽⁷⁴⁾ が講じることができる措置、すなわち EMIR48 条が定める①一括清算ネットティングその他の清算参加者の自己勘定および顧客勘定の管理・差引計算・清算⁽⁷⁵⁾、②顧客勘定の移管、ならびに③顧客担保の利用および返還に係る措置が、倒産手続開始によっては妨げられない旨が明確にされた (102b 章 1 条 1 項)。さらに、倒産裁判所は、倒産手続開始決定までの間に倒産債務者の財産状況を不利に変更することを防止するために必要なあらゆる措置を講じなければならないものとされているが (倒産法 21 条 1 項)、これらの措置命令によっても、上記①～③の措置は妨げられないことが明確にされた (倒産法施行法 102b 章 1 条 2 項)。

さらに、上記①～③の措置が否認されることがないことも明確にされた (倒産法施行法 102b 章 2 条)。

なお、政府法案 102b 章 2 条 2 項には、(3) の企業再編容易化促進法案に基づく倒産法改正法案 104a 条に含まれていたと同様の CCP の補填義務に関する規定が含

(72) Ausführungsgesetz zur Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR Ausführungsgesetz)。

(73) Begründung zum Entwurf eines Ausführungsgesetzes zur Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR-Ausführungsgesetz), Bundesrat Drucksache 606/12, S. 42。

(74) ドイツ法の下では、CCP の定義は、信用制度法 1 条においてなされている (信用制度法 1 条 31 項)。そこでは、「中央清算機関とは、EMIR 2 条 1 号に定める企業である」とされる。

(75) EMIR48 条 2 項は、CCP は、債務不履行から生じる損失と流動性に対するプレッシャーを制御するために迅速に行動しなければならない、清算会員のポジションを一括清算することが自己の業務の遂行の妨げにならないよう、また、債務不履行に陥っていない清算参加者が予期できずかつ制御できない損失にさらされることのないようにしなければならない旨、定める。

まれていたが、国会審議の段階で削除された。政府草案 102b 章 2 条 2 項は、次のような条文であった。

「清算参加者の倒産管財人が、当該清算参加者の倒産債権者が倒産法 104 条による清算による場合と比較して第 1 条に基づく措置が講じられたことにより不利益を被ったことを証明したときは、CCP は倒産財団に対して当該不利益を補填しなければならない。倒産法 92 条の規定は、この場合に準用する。」

削除の理由は、次のとおりである⁽⁷⁶⁾。第 1 に、政府草案の提案する CCP の不利益補填義務は、EMIR48 条の措置を講じることを実務上困難にし、かつ、コストのかかるものにする。第 2 に、清算参加者は、規制上の理由から顧客と CCP の間に介在するにすぎず、当該取引に対して固有の経済的利益を有するものではない。第 3 に、EMIR の目的である金融システムの安定化という目標を達成するためには、不利益補填義務は障害になる。

(5) 契約（業務規程）上の手当て

EMIR 施行法により、CCP の清算参加者が破綻する場合において、CCP が当該店頭取引および金融担保を他の清算参加者に移管する場合に、CCP のとるこれらの措置が、倒産手続開始によって妨げられず、かつ、否認の対象にならないことが明確にされた。もっとも、実務では、CCP、清算参加者および清算委託者（間接参加者）間の法律関係を普通約款で規律している。特定の清算参加者に破綻した清算参加者の権利義務関係を法律の規定により強制的に移管させるのではなく、私的自治の領域の問題として一義的に解決しているのである。

すなわち、CCP の業務規程上の手当てにより、これらの移転が合意に基づきなされることを基礎としている。例えば、破綻した清算参加者の権利義務関係を他の清算参加者に移管することが、業務規程等において明定されている。所定の事由の発生（倒産開始の申立て）により取引が終了し、清算金（清算金支払請求権）の計算が行われるが、他の清算参加者に移管される部分については、CCP についての清算金と分離して計算され、一体的処理は行わないものとされる。こうして、破綻した清算参加者の権利義務関係の他の清算参加者への移管、および一括清算ネットリングは、倒産手続開始前に締結された約定に基づき実行されることが確保されている。

(76) Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung – Drucksachen 17/11289, 17/11690 – Entwurf eines Ausführungsgesetzes zur Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR-Ausführungsgesetz), Bundestag Drucksache 17/11883, S. 38.

7 結び

ドイツにおける店頭デリバティブ取引に係る規制のうち、カウンターパーティー・リスクのコントロールや清算参加者破綻の場合に CCP が決済システムの安定性を維持するために行う顧客資産・金融担保の移管など、倒産法上の規律との抵触が問題となる場合の解決策について、CCP が関与している場合としていない場合とに分けて概観した。特に、基本契約に含まれる一括清算条項について、CCP が関与していない場合の倒産法上の取扱いについては、立法の経緯はかなり変遷しており、また、実務で広く利用されている一括清算条項の効力の一部を否定した連邦通常裁判所の判決が出されるなど、倒産法の一般原則に対する例外として金融分野の特権をどのような理由によりどこまで認めるべきか、議論が揺れ動いていた。現時点では、上述した一括清算条項の効力の一部を否定した連邦通常裁判所の判例を受けて急きよなされた立法により、私的自治が認められる余地は広がったものの、基本的には倒産法 104 条に基づく終了と差引計算という枠組みの範囲内で私的自治が認められている。

これに対し、CCP の講じる、ネットティングや顧客資産・金融担保の移管については、倒産法が障害にならないようにすることは、EU 法すなわち EMIR の要請であり、ドイツ法は、CCP については私的自治による解決を広く認めるというアプローチをとっている。

金融の分野で認められる倒産法上の特権が法政策的に妥当かどうかについては、現在でも議論がある。この実質論が最も重要であることは言うまでもないが、本章では直接それを取り上げていない。しかし、ドイツにおいても議論が決着していないことは、本章で見た立法の変遷や解釈論の分岐などから明らかであり、政策論のむつかしさの一端を示すものであると思われる。

他方、ドイツでは、実務に大きな影響を及ぼし得る一括清算条項の倒産法上の効力の一部を否定する判例が出されたのにもかかわらず、上述した連邦通常裁判所の判決の実務への影響はきわめて軽微にとどまった。行政的・立法的措置が直ちにかつ柔軟にとられ、また、裁判所もそれを可能にする情報提供を行ったからであった。法解釈論・立法論とは別の次元で、ドイツにおける実務に対する配慮に基づくこのような措置は、憲法論を含む様々な問題を含んでいることは疑いないといえ⁽⁷⁷⁾、日本にとっ

(77) 例えば、BaFin が発した一般処分には実体法上どのような法的効果が認められるか、その適法性等について議論が始まっている。例えば、Frank A. Schäfer, BaFin vs. BGH, BKR 2016, S. 321 ff.; Matthias Lehmann/ Lucas Flöther/ Elke Gurlit, Die Wirksamkeit von Close-out-netting-Klauseln in Finanzderivaten nach § 104 InsO. n.F., WM 2017, S. 597, S. 602 等参照。

でも参考になり得ると思われる。