

# 店頭デリバティブと仕組債における説明義務と適合性原則（1）

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 明治大学法律研究所 公開日: 2015-05-29 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 川地, 宏行 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10291/17235">http://hdl.handle.net/10291/17235</a>

【論 説】

# 店頭デリバティブと仕組債における説明義務と適合性原則(1)

川 地 宏 行

## 目 次

はじめに

第 1 章 ドイツにおける説明義務と助言義務

第 1 節 銀行の助言義務

第 2 節 ドイツ証券取引法

第 3 節 先物取引業者の説明義務

第 4 節 利益相反に関する説明義務

第 5 節 過失相殺

第 2 章 店頭デリバティブ等に関するドイツの判例

第 1 節 BGH スワップ判決

第 2 節 BGH 仕組債判決

第 3 節 スワップ取引に関する下級審裁判例

第 4 節 仕組債取引に関する下級審裁判例

第 3 章 店頭デリバティブ等に関するドイツの学説

第 1 節 学説の動向

第 2 節 BGH スワップ判決の射程範囲

第 3 節 市場価格の説明義務に関する理論構成

第 4 節 投資対象に適した助言義務の程度

(以上、本号)

第 4 章 わが国における説明義務と適合性原則

第 5 章 店頭デリバティブ等に関するわが国の判例

第 6 章 店頭デリバティブ等に関するわが国の学説

第 7 章 日独法の比較と私見

おわりに

## はじめに

近年、店頭デリバティブならびに仕組債をめぐる銀行や証券会社などの金融商品取引業者による不当勧誘が問題とされている（本稿では、店頭デリバティブと仕組債を総称して「店頭デリバティブ等」と記す）。代表的な店頭デリバティブとして金利スワップ、通貨スワップ、通貨オプションなどが挙げられる。また、仕組債には、他社株転換条項付社債（EB）、株価連動債、為替連動債などが含まれる<sup>(1)</sup>。

店頭デリバティブ等は、取引所に上場された金融商品を業者が取り次ぐのではなく、業者自身が作り出した金融商品、あるいは、業者が発行体から取得した金融商品を対象とする業者と顧客間における「相対取引」であり、取引対象である金融商品の構造が複雑であることから、業者と顧客との間の情報格差により、顧客にとって一方的に不利な（業者にとって一方的に有利な）内容の契約が締結される危険性がある。店頭デリバティブ等をめぐっては、取引の仕組みやリスクについての十分な説明を怠った業者、あるいは、顧客の知識、経験、投資目的、財産状態に適合しない店頭デリバティブ等を勧誘した業者の行為について、説明義務違反や適合性原則違反に基づく損害賠償責任の有無が問われている。

近時、わが国では仕組債事案を中心に店頭デリバティブ等に関して多くの下級審裁判例がみられるようになり、スワップ事案において最高裁判決（最判平成 25 年 3 月 7 日金判 1413 号 16 頁）が登場するに至っている。また、店頭デリバティブ等における不当勧誘の問題は、わが国特有のものではなく、ドイツでも同様の問題が発生しており、2011 年 3 月にはスワップ取引に関するドイツ連邦通常裁判所（BGH）判決が、同年 9 月には仕組債に関する BGH 判決が下され、学説における議論も活発である<sup>(2)</sup>。

本稿は、店頭デリバティブ等における業者の説明義務と適合性原則について、ド

(1) 店頭デリバティブ等の仕組みとリスクに関する近時の文献として、清水俊彦「デリバティブ損失問題の深相(1)～(2)」NBL915 号 29 頁以下～940 号 64 頁以下。桜井健夫＝上柳敏郎＝石戸谷豊『新・金融商品取引法ハンドブック（第 3 版）』396 頁以下（日本評論社、2011 年）。佐藤哲寛『為替デリバティブ取引のトリック』『同②』（PHP 研究所、2011 年、2013 年）。本杉明義『為替デリバティブ』リスクを回避する方法』（PHP 研究所、2011 年）。村本武志「投資取引におけるリスク管理と適合性試験」東経大現代法学 25 号 75 頁以下。桜井健夫「市場から見た仕組商品訴訟」東経大現代法学 26 号 135 頁以下。

(2) ドイツの法状況に関する邦文の文献として、角田美穂子『適合性原則と私法理論の交錯』（商事法務、2014 年）。

イツとわが国の法状況を比較検討し、問題を解決するための指針の提示を試みるものである<sup>(3)</sup>。

## 第1章 ドイツにおける説明義務と助言義務

### 第1節 銀行の助言義務

ドイツでは以前からユニバーサルバンキング制度がとられており、銀行が証券業務を行っている（ドイツの銀行はわが国の証券会社の役割も兼務している）。従来からの判例によると、銀行が顧客に対して不当な投資勧誘を行った場合、銀行は助言義務違反により損害賠償責任を負う。銀行の助言義務（Beratungspflicht）は銀行と顧客との間における「黙示の助言契約（Beratungsvertrag）」から導出されるが、このような法律構成はBGH（ドイツ連邦通常裁判所）1993年7月6日判決（BGHZ123, 126）（ボンド事件判決）によって採用されたものであり、現在では確立した判例法理（ボンド判決ルール）となっている<sup>(4)</sup>。

ボンド判決ルールの内容は以下の通り。銀行と顧客との間に情報力の格差があり、顧客が銀行に信頼を寄せる状況があれば、銀行と顧客との間に黙示の助言契約の成立が認定され、助言契約に基づいて銀行に助言義務が課される。商品先物取引業者等の投資仲介者（Anlagevermittler）は信義則に基づき説明義務（Aufklärungspflicht）を課されるが、銀行は単なる投資仲介者よりも厚い信頼を顧客から受けているので、黙示の助言契約構成により、投資助言者（Anlageberater）として説明義務よりも

(3) 筆者は以前から金融商品の不当勧誘における業者の民事責任に関する研究に従事し、いくつかの研究を公表している。本稿では必要に応じて以下の拙稿を取り上げる。拙稿「デリバティブ取引における説明義務と損害賠償責任（1）～（4・完）」専修法学論集92号113頁以下、97号1頁以下、98号1頁以下、99号1頁以下（以後、拙稿「デリバティブ」と記す）。拙稿「投資取引における適合性原則と損害賠償責任（1）（2・完）」法律論叢83巻4＝5号31頁以下、84巻1号1頁以下（以後、拙稿「適合性原則」と記す）。

(4) ボンド判決ルールについての詳細は、拙稿「ドイツにおける投資勧誘者の説明義務違反について」三重法経論叢13巻1号87-91頁。拙稿「適合性原則(1)」・前掲注(3)法論83巻4＝5号35-36頁。近時の文献として、Heusel, Die Haftung für fehlerhafte Anlageberatung, JuS2013, 109; Schnauder, Auskunfts- und Beratungsvertrag beim Vertrieb von Kapitalanlagen, JZ2013, 120; Krüger, Aufklärung und Beratung bei Kapitalanlagen, NJW2013, 1845.

ワンランク上の助言義務を負う。助言義務は「投資家に適した（*anlegergerecht*）助言義務」と「投資対象に適した（*objektgerecht*）助言義務」に分けられる。

投資家に適した助言義務は、顧客の知識、経験、投資目的、財産状態（投資リスクが顕在化した場合の損失負担に耐えうる資力を有していることが要求されるので「リスクに対する備え（*Risikobereitschaft*）」と表現されることが多い）に適した金融商品を推奨する義務を指し、適合性原則の具体化と解されている。また、銀行は投資家に適した助言義務の前提として顧客情報収集義務を課されており、顧客の知識、経験、投資目的、財産状態について顧客に質問をするなどして顧客情報を収集しなければならない。

投資対象に適した助言義務は、銀行が顧客に推奨した金融商品の内容とリスクについての説明にとどまらず、当該商品についての価値判断（評価）を示すことも含まれている。投資対象に適した助言義務は、説明義務と対立する概念ではなく、助言義務の中に説明義務が包摂されている（助言義務は説明義務プラス価値判断を示す義務となる）。そして、投資対象に適した助言を実現するための前提として、推奨した金融商品に関する情報を収集する義務が銀行に課せられる。金融商品を推奨した銀行ならびにその従業員は金融商品の内容やリスク、最新の相場状況等について無知であることは許されない。

## 第 2 節 ドイツ証券取引法

ドイツ証券取引法（*Wertpapierhandelsgesetz*）31 条は<sup>(5)</sup>、銀行をはじめとす

### (5) 【ドイツ証券取引法 31 条】

1 項「証券サービス業者は以下の義務を負う。(1)必要な専門知識を用い、注意深く、誠実に、顧客の利益のために、証券サービスならびに証券付随サービスを行う。(2)利益相反の回避に努めるとともに、顧客の利益を侵害するリスクを適切な判断により回避するために 33 条 1 項 2 文 3 号に基づいて構築された組織的な措置が十分でない場合には、取引を実行する前に顧客に対して利益相反の一般的な性質と発生原因を明示する」。

3 項「証券サービス業者は、顧客に提示した、あるいは、顧客が希望した金融商品や証券サービスの性質ならびにリスクに関して、顧客が適切な判断によりそれらを理解するために適した情報、あるいは、顧客がそれらに基づいて投資決定するために適した情報を、適時に、かつ、わかりやすい方法で、顧客に提供する義務を負う。情報提供は標準化された方式によって行うこともできる。以下の情報について提供することを要する。1. 証券サービス業者ならびに当該業者により提供されるサービス。2. 金融商品や投資手法の種類ならびにそれらに含まれるリスク。3. 注文執行の場所。4. 費用ならびに付随費用。(以下省略)」。

る証券サービス業者（Wertpapierdienstleistungsunternehmen）の顧客保護義務について定めている<sup>(6)</sup>。

31条1項2号は、証券サービス業者に顧客との間の利益相反（Interessenkonflikten）を回避する義務、ならびに、回避ができない場合は利益相反について顧客に説明する義務を課している。同条3項は金融商品のリスク等の説明義務に関する規定である。

同条4項は投資助言における適合性原則に関する規定であり、業者は、顧客の知識、経験、投資目的、財産状態に関するあらゆる情報を、顧客に適した金融商品や証券サービスを推奨するために必要な範囲内で顧客から収集しなければならない。顧客に推奨した具体的な取引が顧客の投資目的に合致しているか、投資リスクが顧客の投資目的との関係で財産上負担可能なものか、顧客の知識や経験から判断して顧客が投資リスクを理解することが可能かなどを考慮して適合性が判断される。そのうえで、業者は顧客に適した金融商品のみを推奨しなければならない（4a項）。これは、投資家に適した助言義務に関する判例法理を明文化したものと見える。助言義務の成立要件や助言義務の詳細など、同項に定められていない事項

---

3a項「投資助言において推奨可能なすべての金融商品について簡潔にかつわかりやすく記載した情報書面を取引締結前の適時に顧客に交付しなければならない。第1文の情報書面の記載は不正確なものあるいは誤解を招くものであってはならず、かつ、目論見書の記載と一致していることを要する。（以下省略）」。

4項「投資助言あるいは金融ポートフォリオ管理を行う証券サービス業者は、特定の種類の金融商品や証券サービスについての顧客の知識、経験、顧客の投資目的、財産状態に関するあらゆる情報を、顧客に適した金融商品や証券サービスを推奨するために必要な範囲内で顧客から収集しなければならない。顧客に推奨した具体的な取引、あるいは、金融ポートフォリオ管理の枠内における具体的な証券サービスが顧客の投資目的に合致しているか、投資リスクが顧客の投資目的との関係で財産上負担可能なものか、顧客の知識や経験に基づき顧客が投資リスクを理解することが可能かなどを考慮して適合性が判断される。証券サービス業者は、必要な顧客情報を収集できない場合、投資助言においては金融商品の推奨を、金融ポートフォリオにおいては推奨を行ってはならない」。

4a項「4項1文に記された証券サービスを行う証券サービス業者は収集した情報に基づいて顧客に適した金融商品ならびに証券サービスのみを推奨しなければならない。適合性は4条2文に従って判断される」。

(6) Koller, in Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl.2012, §31, Rn.33–173; Möllers, in Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl.2014, §31, Rn.128–368. 同条は2007年に大改正がなされ、2011年にも一部改正されている。角田・前掲注(2)176–233頁。拙稿「適合性原則(1)」・前掲注(3)法論83巻4 = 5号42–62頁（ただし拙稿は2007年改正分までの解説）。

については判例法理に委ねられているので、ボンド判決ルールは依然として重要な意義を有している。

### 第3節 先物取引業者の説明義務

ボンド判決ルールは投資助言者である銀行に適用される判例法理であるが、その一方で、投資仲介者である先物取引業者についてはそれとは別の判例法理が形成されている。

1970年代以降に海外市場における商品先物オプション取引を仲介する業者がドイツ国内において電話で不招請勧誘を行い、一般投資家である顧客が莫大な損害を被る事件が頻発した。業者は密かにオプション料（Optionsprämie）に自身の手数料を上乗せして暴利を得ていた。顧客は正規のオプション料に上乗せされた増額分を支払わされたので、当該増額分が含まれた高額なオプション料を超える相場の変動がなければ顧客は利益を得られず、リスクとリターンの関係が著しく不均衡となった。取引を繰り返すことにより顧客が利益を得る機会はゼロになる一方で、業者はオプション料に上乗せした分の利益を確実に得られるので、典型的な客殺し商法といえる。

1981年以降、BGHは先物取引業者に対して高度な説明義務を課すことによりこの問題に対処した（先物取引ルール）。業者は商品先物オプション取引のリスクの説明、ならびに、増額されたオプション料の内訳を明らかにすることを要求されるにとどまらず、利益を得るためには専門家が現実的であると考えよりも高い相場の上昇が必要であり、オプション料の増額により顧客が利益を得る機会はほとんど残されておらず、取引を繰り返すことにより実際に利益を得る機会がなくなることの説明も義務付けられた。また、書面での説明が必要とされ、うわべだけしか読まない者でも誤解をしないように目立つ形式で説明事項の指摘がなされ、かつ、美辞麗句や宣伝文句などによってリスクの指摘の効果が打ち消されないようなかたちで作成された書面を交付して説明する義務が課せられた<sup>(7)</sup>。先物取引ルールに従うと業者は取引をしても100%損をするという説明をしなければならぬので、

---

(7) BGH Urt.v.16.2.1981, BGHZ80, 80; BGH Urt.v.11.7.1988, BGHZ105, 108; BGH Urt.v.16.11.1993, BGHZ124, 151. 拙稿「デリバティブ(1)」・前掲注(3)専法 92号 137-146頁。

事実上、取引を禁止するに等しい。その後、先物取引ルールは銀行以外の業者が扱う他のデリバティブ取引事案にも拡張された<sup>(8)</sup>。

以上のように、ドイツの裁判実務では銀行と投資仲介者で異なる判例法理が形成されてきた。投資仲介者はあくまでも説明義務しか課されないが、先物取引業者のように構造が複雑でハイリスクを伴う商品を扱う投資仲介者には厳格な説明義務が課される。その一方で、顧客から高い信頼を得ている投資助言者である銀行は黙示の助言契約構成により説明義務よりもワンランク上の助言義務を課される。

ところが、「証券取引専門の銀行」がオプション取引を仲介した事案においてBGH2005年11月22日判決(WM2006, 84)が先物取引ルールを適用したことから、「本来の銀行」にも先物取引ルールを適用すべきとする見解が一部で主張されている<sup>(9)</sup>。この見解によると、先物取引ルールが、後述するスワップ取引や仕組債取引の事案におけるネガティブな市場価格あるいは利ざやについて銀行に説明義務を課すことを正当化する根拠となりうる。

#### 第4節 利益相反に関する説明義務

##### 一 投資取引における利益相反

投資取引において銀行をはじめとする証券サービス業者は顧客の利益を実現するために行動をすることが求められる。顧客の損失が業者の利益に結び付く利益相反は回避すべきであり、回避できない場合は、利益相反のおそれがある旨を顧客に説明しなければならない。前述のドイツ証券取引法31条1項2号にも利益相反回避義務ならびに利益相反説明義務が定められている。そして、利益相反に関する説明義務が訴訟において問題となったのが、銀行が取得したりべート(Rückvergütung)

---

(8) 株式オプション取引 (BGH Urt.v.27.11.1990, NJW1991, 1106)、通常の商品先物取引 (BGH Urt.v.24.9.1996, WM1997, 309)、外国為替先物オプション取引 (BGH Urt.v.21.10.2003, ZIP2003, 2242)、外国為替先物取引・国債先物取引 (BGH Urt.v.14.5.1996, WM1996, 1214)、オプションの売り取引 (BGH Urt.v.13.10.1992, NJW1993, 257)。

(9) Schäfer, Spread Ladder Swap- und Lehman Zertifikate-Urteile des BGH, in Anlegerschutz im Wertpapiergeschäft, Bankrechtstag 2012, SS.68-69; Morlin, Der anfängliche Barwert eines Derivats als objektive Risikokennzahl, AG2013, R3. この見解に対して先物取引業者の行為と銀行の行為を同一視すべきではないとする批判がなされている。Clouth, Anlegerschutz, ZHR177 (2013), 212, SS.243-245。

に関する事案である。

## 二 リベート判例

BGH2006年12月19日判決(BGHZ170, 226)は、ファンド業者が販売する株式ファンドを仲介した銀行が、顧客からファンド業者に支払われた経費や手数料の一部をリベートとしてファンド業者から受領したにもかかわらず、リベートの存在とその金額について顧客に明示しなかった事案において、リベートについての説明義務を銀行に課した。金融商品の販売を仲介した銀行が、販売業者からリベートを得るという自身の利益を優先させて顧客に適さない金融商品を推奨することにより顧客の利益を害するおそれがあることから、リベートを受領する行為は銀行と顧客との間の利益相反に当たり、銀行は顧客に対して金融商品の販売業者からリベートを受領している旨を説明しなければならない。

## 三 内部手数料判例

リベートと類似したものとして内部手数料(Innenprovision)がある。BGH2004年2月12日判決(BGHZ158, 110)では、不動産ファンドにおいて投資仲業者が本来の不動産(ファンドの持分)価格に業者が取得する内部手数料(隠された手数料)を組み込んだ値段を不動産価格として顧客に提示し、顧客が提示価格で不動産を購入したところ、ファンドの経営破綻により顧客が多大な損失を被ったという事案が問題となった。販売価格から内部手数料を差し引いた金額が本来の不動産価値であるが、内部手数料の存在を知らない顧客は販売価格を不動産価値と誤認し正確な利回り計算ができない事態に陥る可能性がある。これについてBGHは、不動産の価格は当事者の合意によって決定すべき事項であり、原則として、販売業者が時価を上回る価格で販売した場合であっても業者は不動産の市場価格を買主に説明する義務を負わないとしたが、不動産価格に組み込まれた内部手数料が平均を上回る金額に達している場合に内部手数料を表示しないことは、利回りについて不適切な表示をしたに等しく、顧客の投資決定に重大な影響を及ぼすので、例外として、当時の業界慣行を考慮して内部手数料が投資額の15%を超える場合には業者に説明義務が生ずるとした。

## 四 リベート判例と内部手数料判例の関係

ここでリベート判例と内部手数料判例の関係が問題となるが、これについて判示したのがBGH2011年3月9日決定(WM2011, 925)である。投資ファンドを仲

介した銀行がファンド業者から受領したリポートについて説明を怠ったという事案において、銀行は内部手数料判例を引用して、一定額を超えなければリポートについても説明義務を負わないと主張した。この主張に対してBGHは、内部手数料について説明義務が課されるのは、内部手数料の存在によって顧客が想定していた投資額と実際の投資額との間に齟齬が生じ、顧客が実際の投資額を正確に評価できなくなるという事態を回避するためであることから、説明義務は一定額以上の内部手数料が存在する場合にのみ課せられるにすぎないが、これに対して、リポートについての説明義務が課されるのは、銀行がリポートという特別な利益を得ようとして顧客の利益を無視した投資推奨を行う危険性があることから銀行に対する顧客の不信感を払拭するためであり、リポートについては金額の如何を問わず説明義務が課せられるとした<sup>(10)</sup>。

## 第5節 過失相殺

ドイツ民法(BGB) 254条にはわが国の過失相殺に相当する制度として共働過失制度が設けられているが<sup>(11)</sup>、判例によると、説明義務や助言義務に違反した業者が説明内容を信頼した顧客の落ち度を理由に過失相殺を主張することは原則として認められない。過失相殺を認定することは説明義務や助言義務の基本理念と矛盾するからである。顧客は業者の説明や助言が正確かつ完全なものであると信頼することが許される<sup>(12)</sup>。

---

(10) リポート判例と内部手数料判例に関する近時の文献として、Zoller, Das Ende des Kick-Back-Jokers im Kapitalanlagerecht, BB2013, 520; Mann, Rückvergütungen, Provisionen und Gewinnmargen, WM2013, 727; Einsiedler, Rückvergütungen und verdeckte Innenprovisionen, WM2013, 1109.

(11) 【BGB254条】

1項「損害の発生に際して被害者の過失が共働したときは、賠償義務および履行すべき賠償の範囲は、諸事情によって、とりわけ、いかなる範囲において一方または他方の当事者のいずれが主として損害を惹起したのかによって定まる」。

訳については、法務省民事局参事官室(参与室)編『民法(債権関係)改正に関する比較法資料』(別冊NBL146号)62頁(商事法務、2014年)を参照した。

(12) BGH Urt.v.25.11.1981, NJW1982, 1095; BGH Urt.v.26.9.1997, NJW-RR1998, 16; BGH Urt.v.13.1.2004, NJW2004, 1868; BGH Urt.v.8.7.2010, BGHZ186, 152; Geibel, Der Kapitalanlegerschaden, 2002, SS.447-471; Veldhoff, Die Haftung von Kreditinstituten für die fehlerhafte Aufklärung und Beratung von Privatkunden beim Erwerb von Zertifikaten, 2012, S.136; Schabert, Aufklärungs-

## 第2章 店頭デリバティブ等に関するドイツの判例

### 第1節 BGH スワップ判決

#### 一 事案

スワップ取引を顧客に推奨した銀行の損害賠償責任について BGH がはじめて見解を示したのが BGH2011 年 3 月 22 日判決 (BGHZ189, 13) である (以後、「BGH スワップ判決」と記す<sup>(13)</sup>)。

清掃業を営む中堅企業 X (原告) は、2002 年 2 月と 7 月に、A 銀行との間で二つの金利スワップ契約を締結した。二つの契約は、いずれも契約期間が 10 年で、A が X に対して各 100 万ユーロの想定元本について変動金利 (6 か月物 EURIBOR ならびに 3 か月物 EURIBOR) を支払い、その一方で、X が A に対して同額の想定元本について年 5.25 % ならびに 5.29 % の固定金利を支払うという内容であった。

2005 年 1 月 7 日と 2 月 15 日の二度にわたり X と Y 銀行 (被告) との間で話し合いの場が持たれ、X 側からは社長と経済学修士号を持つ支配人が出席した。その場において Y の担当者は X に対して提案書を用いて二つの金利スワップ契約から生じる金利負担を軽減するための方策について助言をした。Y の担当者は X に対してこの間の金利水準が明らかに下落しており、助言を行った当時の両契約のネガティブな市場価格 (Marktwert) が 124700 ユーロと 130825 ユーロであることを指摘した。Y の担当者は、当時において年 1.02 % であった 2 年物金利と 10 年物金利の差額 (スプレッド) が今後拡大するとの予測の下で、CMS スプレッドラダースワップ契約を X に推奨し、2005 年 2 月 16 日に X と Y との間で契約が締結された。XY 間の CMS スプレッドラダースワップ契約では、双方が 5 年間にわたり半年毎にそれぞれの金利を支払う義務を負い、Y は X に対して想定元本 200 万ユーロについて 3 % の固定金利を、X は Y に対して同じ想定元本について 1 年目は 1.5 %、2 年目以降は変動金利を支払うというものであった。変動金利支払の額

---

und Informationspflichten bei Derivaten und strukturierten Produkten, 2012, SS.111–113.

(13) BGH スワップ判決に関する邦文の文献として、山下友信「事業者に対する複雑なデリバティブ取引の勧誘と金融商品取引業者等の責任」石川正先生古稀記念『経済社会と法の役割』913 頁以下 (商事法務、2013 年)。角田・前掲注(2)233–239 頁。

はスプレッド（基本利率 A1－基本利率 A2）に左右されるが最低限度は 0 % とされた。基本利率 A1 は EURIBOR の 10 年物スワップ利率であり、基本利率 A2 は EURIBOR の 2 年物スワップ利率とされた。契約文書において以下のように算定方式が定められた。

2006 年 2 月 20 日から 2006 年 8 月 18 日までの期間は、 $1.50 \% + 3 \times [1.00 \% - (\text{基本利率 A1} - \text{基本利率 A2})]$ 。

2006 年 8 月 18 日から 2007 年 2 月 19 日までの期間は、前期の変動金利  $+ 3 \times [1.00 \% - (\text{基本利率 A1} - \text{基本利率 A2})]$ 。

2007 年 2 月 19 日から 2007 年 8 月 18 日までの期間は、前期の変動金利  $+ 3 \times [0.85 \% - (\text{基本利率 A1} - \text{基本利率 A2})]$ 。

2007 年 8 月 18 日から 2008 年 2 月 18 日までの期間は、前期の変動金利  $+ 3 \times [0.85 \% - (\text{基本利率 A1} - \text{基本利率 A2})]$ 。

2008 年 2 月 18 日から 2008 年 8 月 18 日までの期間は、前期の変動金利  $+ 3 \times [0.70 \% - (\text{基本利率 A1} - \text{基本利率 A2})]$ 。

2008 年 8 月 18 日から 2009 年 2 月 18 日までの期間は、前期の変動金利  $+ 3 \times [0.70 \% - (\text{基本利率 A1} - \text{基本利率 A2})]$ 。

2009 年 2 月 18 日から 2009 年 8 月 18 日までの期間は、前期の変動金利  $+ 3 \times [0.55 \% - (\text{基本利率 A1} - \text{基本利率 A2})]$ 。

2009 年 8 月 18 日から終了日までの期間は、前期の変動金利  $+ 3 \times [0.55 \% - (\text{基本利率 A1} - \text{基本利率 A2})]$ 。

同日に本契約と並行して XY 間で締結された金融先物取引 (Finanztermingeschäfte) の基本契約に基づいて、相互の金利支払における清算が合意され、各支払日において金利の額が高い方がその差額を支払うこととされた。一方的な契約解消は、両当事者にとって重大な理由がない場合には、3 年経過した後、契約の実際の市場価格における清算金を支払ったうえでのみ許されるとされた。Y が X に対して助言を行った際に用いた提案書には、リスクについて「スプレッドが著しく減少した場合、X は受領する金利よりも高い金利を支払わなければならない」とされ、X の損失リスクは「理論的に無制限」とであると記されていた。契約締結の時点において本件 CMS スプレッドラダースワップ契約は Y によって意図的に想定元本の約 4 % (約 8 万ユーロ) のネガティブな市場価格になるように組成されていたが (X と

Yのいずれが4%という数値を主張したのか明らかではないが両者はこの数値を争っていない)、YはそのことをXに告げなかった。

2005年秋以降、Xの金利支払義務を算定するうえにおいて重要なスプレッドがYの予想に反して継続して減少し続けたことから、契約から1年後のXの金利支払義務はかなり高額なものとなった。2006年10月26日にXはYの詐欺を理由にCMSスプレッドラダースワップ契約の取消を主張したが、Yは応じなかった。2007年1月26日に清算金として契約の実際のネガティブな市場価格である566850ユーロをXがYに支払うことにより本件スワップ契約は解消された。

XはYに対して、スワップ契約の良俗違反無効もしくは詐欺取消による不当利得返還請求権、あるいは、スワップのリスクについて十分な説明を怠りXの投資目的やリスクに対する備えに適合しない取引を推奨したことによる損害賠償請求権を有することを理由に、契約解消時に清算金としてXが支払った金額から契約締結後の最初の1年間にXが受領した金利を差し引いた541074ユーロと遅延利息の支払いを求めて訴えを提起した。

一審であるHanau地裁2008年8月4日判決(ZIP2008, 2014)は請求を棄却した。顧客にとってネガティブな市場価格についてはYの手数料であるとし、Yが無償で取引に応じることがありえないことはXにとっても自明のことであるとして、ネガティブな市場価格についての説明義務を否定した。Xが控訴。

控訴審であるFrankfurt高裁2009年12月30日判決(ZIP2010, 921)は一審を支持して控訴を棄却した。顧客にとってネガティブな市場価格については、顧客がスワップ契約を満期前に解消する際に支払うことを要する清算金額であり、銀行にとっては通常の利益確保手段であること、また、XはA銀行との間における以前のスワップ契約においてネガティブな市場価格の存在を経験済みであることを理由に、説明義務を否定した。Xが上告。

## 二 判旨

BGHは以下の理由により原判決を破棄し、Xの請求を認容した。

(a)良俗違反による無効(BGB138条)あるいはYの詐欺による取消(BGB123条)に基づきXのYに対する不当利得返還請求が認められるかについては、ここで判断をする必要はない。いずれにせよ、Yの助言義務違反に基づく損害賠償責任として、541074ユーロと遅延利息の支払いを求めるXの請求が認められるからで

ある。

(b)XとYの間には黙示の助言契約が成立しており、Yは助言銀行としてXに対して投資家に適した助言、ならびに、投資対象に適した助言を行う義務を負う(BGH Urt.v.6.7.1993, BGHZ123, 126)。助言義務の内容や範囲は具体的事案毎に確定される。決定的に重要なのは、投資家に適した助言においては、顧客の知識、リスクに対する備え、投資目的であり、投資対象に適した助言においては、景気や市場の動向などの一般リスクと投資対象の特殊性から生じる特別リスクである。銀行は顧客の投資決定にとって重要な事情について顧客に対して正確かつ完全な説明をしなければならない。銀行は前述の個別情報を考慮したうえで投資対象の評価と推奨を行う責任があるが、投資家に適した助言や投資対象に適した助言に基づいてなされた投資決定が事後に間違いであったことが判明した場合、そのリスクは顧客が負担する。

(c)YはXに対して投資家に適した助言義務を果たしたとはいえない。推奨したCMS スプレッドラダースワップ契約は「一種の投機的な賭け (eine Art spekulative Wette)」といえるようなハイリスクな取引であったが、Xにおいてそのようなハイリスクを引き受ける準備が整っていたか否かについては当事者間で争いがある。原審は、契約交渉の際にX側から経済学修士号を有する支配人が出席していたので、スワップ契約の構造ならびにYの提案書に示されていた計算式をXが理解したものと期待してよく、Xがハイリスクに対して備えていたか否かについてYに確認義務はないとして、ハイリスクに対する備えの有無を問題としなかった。しかしながら、このような原審の判断は支持できない。

(d)もっとも、原審が従来のBGH判例に従い助言銀行は投資推奨をする前に顧客の知識、経験、投資目的、リスクに対する備え (Risikobereitschaft) について質問をする義務を負うとした点は正当である。この義務は、Yのような証券サービス業者については業法において明文化されている (証券取引法 31 条 4 項)。このような調査義務が免除されるのは、銀行が顧客との長年にわたる取引関係や従前の顧客の投資行動から、すでに顧客情報を知っていた場合に限られる。

(e)Yは助言をめぐる具体的な状況やXの従前の投資行動からXのリスクに対する備えについて確認する必要はないと考えているが、Yの判断は適切ではない。本件のように、助言銀行が計算例に基づいて金融商品のリスクを顧客に示し、リスク

が理論的に無制限であることを顧客に指摘している場合でも、CMS スプレッドラダースワップ契約のようなかなり複雑な構造を有する金融商品においては、安易に、取引を締結する顧客がハイリスクの負担に備えているという前提に立つことは許されない。投資助言者の使命は、顧客の投資目的ならびにリスクに対する備えと実際に一致する金融商品のみを推奨することである。もっとも、判例や業法が投資推奨をする前に顧客のリスクに対する備えについて質問することを要求しているにもかかわらず、投資助言者がそのような質問をしなかった場合でも、投資助言者が説明した金融商品のリスクについて顧客があらゆる点で理解していることを顧客の投資決定前に投資助言者が確認したのであれば、投資助言者は投資家に適した助言義務を果たしたことになるが、それ以外の場合において投資助言者は自身の推奨が顧客のリスクに対する備えと一致するものであることを前提にすることはできない。Y の損失リスクとは異なり、X の損失リスクの高さは無制限であること、リスクは単なる理論的なものではなく金利の動向次第では現実に顕在化しうることを X が認識していることを Y は確認しなければならない。しかしながら、実際に Y はこの点を確認していない。

(f) 原審の見解とは異なり、本件において、助言に際して X 側から経済学修士号を有する者が出席していたことは何ら重要ではない。顧客の職業的資格のみでは、金融先物取引に関して顧客が知識や経験を有していると認定するには十分ではない。実際に職業との関係において顧客が投資商品に関する知識や経験を有するに至ったことが必要である。この点は BGH 判決において繰り返し判示されている。清掃業を営む中堅企業の支配人の業務から、本件で問題となっている投資商品における特別なリスクに関する知識が当然に得られるわけではない。また、顧客の専門知識からリスクに対する備えを推測することはできない。顧客に相当な予備知識があっても、それは顧客の投資目的を調査してそれに適した商品を推奨するという助言者の義務とは無関係である。

(g) X が本件で推奨された CMS スプレッドラダースワップ契約のようなハイリスクを好む傾向があるということを Y が X の従前の投資行動から推測することはできない。2002 年に A 銀行との間で締結された二つの金利スワップ契約は明らかに単純な構造であり、リスクに関して本件の契約とは比較にならない。とりわけ、A 銀行との契約は変動金利融資のためのリスクヘッジ取引として締結されたもので

あり、この点でも本件とは異なる。逆方向のリスクを伴う基本取引が存在するので、金利スワップ契約は独立したリスクポジションの投機的な引受を目的とするものではなく、金利水準が有利に展開する可能性を放棄して変動金利債務を固定金利債務に「交換 (Tausch)」することを目的とするものである。基本取引が存在しなかった場合でも X は A 銀行とスワップ契約を締結したであろうと仮定しても、本件の CMS スプレッドラダースワップ契約とは異なり、A とのスワップ契約に伴う損失リスクは限定されたものであった。X の支払は固定金利で計算されていたので、5.25 % あるいは 5.29 % とゼロとの間の差額がリスクの上限であった。2002 年に Y の助言がなされた時点における A 銀行との二つのスワップ契約のネガティブな市場価格は Y の指摘によれば 124700 ユーロと 130825 ユーロであったが、この点は何ら重要ではない。

(h) X は安定した投資を希望していたと主張しているので、X のリスクに対する備えについて明らかにするために事件を原審に差し戻すべきであるが、他の理由により、Y が助言義務に違反していることを認定できるので、差戻の必要はない。

(i) Y は X に対して投資対象に適した助言をしていない。CMS スプレッドラダースワップ契約のような構造が複雑でリスクの高い金融商品の場合、助言銀行に対する要求の程度は高くなる。このような金利の賭け (Zinswette) のリスクについては、変動金利支払債務の金額の算定方式を理解させるだけでは十分に説明したことにならない。むしろ、助言銀行は、上限のない損失リスクは単なる理論上のものではなく、スプレッドの動き次第では実際に生じうるもので、しかも壊滅的なものになりうることを、わかりやすく、かつ、過小評価しない方法で、顧客に明示することを要する。そのためには、変動金利を計算するために必要なあらゆる要素 (マルチプレケーションファクター、ストライク、前期利率との連関、顧客の最低利率が 0 % であること) ならびにそれらがスプレッドの変動に及ぼす具体的な影響 (例として、てこの作用、メモリー効果など) を詳細に説明するだけでなく、金利の賭けにおける当事者間においてリターンとリスクの可能性が不均衡であること、顧客のリスクが無制限である一方で、顧客が支払債務を負う変動金利に 0 % (いわゆるフロア) のキャップが設けられ、銀行が年利 3 % の固定利息債務を超える負担を負うことはない、ヘッジ取引の有無にかかわらず、銀行のリスクが極めて限定されていることも、顧客に対して明確に説明しなければならない。これらの事項をす

べて説明しなければ、助言銀行は顧客が取引リスクについて理解していることを前提にすることはできない。

(i)説明の程度は具体的事情に応じて異なるが、それでもやはり、本件のようなかなり複雑な金融商品においては、本質的に、取引リスクに関して顧客を助言銀行と同じ知識状態 (*der gleiche Kenntnis- und Wissenstand wie die beratende Bank*) にすることが確保されなければならない。そのような状況においてはじめて、顧客は金利の賭けに応じるか否かについて自己責任に基づく決定が可能になるからである。

(k)しかしながら、Yが上記のような投資対象に適した助言における高度な要求を満たしているかについて、ここでは判断を示す必要がない。Yはそれ以外にも助言義務に違反しているからである。

(l)YがXに推奨した契約が締結時においてすでに想定元本の約4%のXにとってネガティブな市場価格(約8万ユーロ)であったことをYはXに対して説明していないので、原審の判断とは異なり、これを以てYの助言義務違反を認定できる。原審は、Xにとってネガティブな市場価格 (*negativer Marktwert*) は契約締結時において理論的なものにすぎず、期限前に契約が終了した際に清算金支払額として提示されるにすぎないという理由で説明を不要としたが、この見解は支持できない。顧客にとってネガティブな当初価格 (*Anfangswert*) の意味を原審は理解していない。契約締結時における市場価格は、Xが金利の賭けをするか否かを判断するにあたり重要な意義を有する。なぜなら、Yとの間における重大な利益相反 (*schwerwiegender Interessenkonflikt*) の表れといえるからである。

(m)助言契約に基づき銀行は顧客の利益のみに適合した推奨をする義務を負う。それ故、銀行は、助言の目的に適しているか疑わしく、かつ、顧客の利益を危険に晒すような利益相反を回避するか、もしくは、利益相反であることを明らかにしなければならない (BGH Urt.v.19.12.2006, BGHZ170, 226)。この民事法上の原則は、業法においても、証券取引法が適用される取引について同法 31 条 1 項 2 号で明文化されている。

(n)これにより、YはXに対して、CMS スプレッドラダースワップ契約についてYによって意図的に (*bewusst*) 組成されたネガティブな当初価格について説明をしなければならない。一方にとつての利益が鏡のように他方にとつての損失になる

CMS スプレッドラダースワップ契約の推奨に際して、助言銀行としての Y は、重大な利益相反状態に陥っている。金利の賭けの当事者として、Y は顧客の利益と対立する役割を引き受けている。スプレッドが拡大するという原資産の価値に関する Y の予測が外れて X が損害を被った場合のみ、金利支払のスワップは Y にとって有利となる。その一方で、X に助言をする者として、Y は X の利益を保護する義務を負っている。それ故、Y はできるだけ X が高い利益を得られるように配慮しなければならないが、それは Y 自身にとって相当な損失を被ることを意味する。

(o) Y は、X との契約期間中において、取引から生ずるリスクやリターンをヘッジ取引によって他の市場参加者に移転させたので、自身は X の「賭けの相手方」としての役割を担っていないという理由により、利益相反状態が解消されたと主張している。しかしながら、このような考えは支持できない。Y がヘッジ取引の締結後にスワップ契約期間中のスプレッドの動向に無関心であることができるのは、この反対取引によりコストがカバーされ、かつ、利益が得られた場合のみである。Y は意図的に契約締結時のスワップ契約の市場価格を想定元本の 4% (8 万ユーロ) の X にとってネガティブな価格になるように契約条件を設定することによってそれを可能にした。Y が主張しているように、その時々における契約の市場価格は、金融工学モデルを用いて、オプションの構成要素も考慮して、予想される将来における当事者の固定金利支払と変動金利支払を対比するとともに、各支払期における金利下落要因を評価時において参照することにより算定される。当然のことながら変動金利の動向は知り得ないので、顧客の将来の支払義務は、評価時における計算により判明した期限毎の利率を基礎にしたシミュレーションモデルによって算定される。任意に設定されるシミュレーションモデルに従い、X が引き受けるべき契約締結時のリスクを「市場」が想定元本の 4% の X にとってネガティブな金額と評価すると、これは Y にとってポジティブなものと評価される。Y はこの利益をヘッジ取引によって買い取らせることができる。

(p) Y によって仕組まれた X にとってネガティブな当初の市場価格は、重大な利益相反の表れといえるものであり、これにより X の利益は危険に晒されている。助言銀行から推奨された金融商品において顧客が負担すべきリスクを市場がネガティブな 8 万ユーロであると評価し、そこから銀行が利益を得る場合、銀行が顧客の利益を考慮しない投資推奨をする具体的危険性が生ずる。「スプレッド」が拡大

するという予測が助言時において正当なものであり、スワップ取引から生ずる損失が予想できなかったものであったとしても、顧客の金利支払のための非常に複雑な算定方式が助言をした契約相手方の反対方向のリスクよりも顧客のリスクをネガティブに市場が判定するように組成されていることを顧客が知っていたならば、顧客の視点から投資推奨が違ったものに見えたであろう。Yが受領する利ざやが市場において通常のものであり顧客の利益を受ける機会を本質的に害するものではないか否かは重要ではない。唯一重要なのは、契約締結時において計算方式に従って算定された顧客の重大な損失リスクが「買い取られる」ことによって、Yの助言の完全性に疑いがもたれるという点である。

(a)本件のように自身が組成した投資商品を推奨した銀行は、原則として、当該商品によって自身が利益を得ることを顧客に説明する義務を負わない。この点は顧客にとって自明のことだからである (BGH Urt.v.15.4.2010, BGHZ185, 185)。このような場合に利益相反が存在するのは自明のことであるから個別に指摘をする必要はない。ただし、特別な事情がある場合は別である。本件において説明義務の対象となる利益相反は、一般的なYの利益取得目的や、Yによって算定された利ざやの具体的な金額にあるのではない。Yによって推奨された金融商品の特殊性のみが説明義務を生じさせる。助言に基づいて顧客が引き受けたりスクを契約締結直後に「売却」できるようにするために、Yはリスク構造を意図的に顧客の負担になるように (*bewusst zu Lasten des Kunden*) 組成した。銀行の一般的な利益取得目的とは異なり、顧客はこの点を認識し得ない。スワップ契約の条件において利益を得る機会が変動することが示されているが、これによって結論が変わるわけではない。スワップにおける個々の要素の確定は大なり小なり複雑な金融工学的な算定を前提にしているが、通常、そのことは銀行のみが知り得ることであり、顧客は知り得ない。

(r)損害賠償請求権はBGB254条に従いXの共働過失 (*Mitverschulden*) を理由に減額されるべきではない。BGHの確立した判例法理によると、原則として、情報提供義務を負う者は被害者に対して、被害者は説明や助言を信じるべきではなかったとしてBGB254条に基づき共同責任を負うべきであると主張することはできない。これと異なる見解は、通常、投資家は自身が受けた助言が正確かつ完全であると信頼してもよいとする説明義務や助言義務の基本理念に反する (BGH

Urt.v.13.1.2004, NJW2004, 1868; BGH Urt.v.8.7.2010, BGHZ186, 152)。それ故、損害賠償額の減額は考えられない。投資の構造を理解することなくXが投資を決定したことは、こうした特別な信頼関係の表れである。このような信頼関係が投資家を助言者の推奨に従わせ、さらなる質問や調査を妨げる原因になっている (BGH Urt.v.22.7.2010, WM2010, 1690)。

### 三 BGH スワップ判決の概要

本判決の判決理由の骨子をまとめると以下のようになる。

他の投資取引と同様、スワップ取引においても銀行と顧客との間に黙示の助言契約の成立が認定され、銀行は「投資家に適した助言義務」と「投資対象に適した助言義務」を負う (判旨(b))。

Yは投資家に適した助言義務を果たしているとはいえない (判旨(c))。投資家に適した助言義務の前提として銀行は顧客の知識、経験、投資目的、財産状態 (リスクに対する備え) について顧客に質問をして顧客情報を収集する義務を負う (判旨(d))。銀行が説明した金融商品のリスクについて顧客があらゆる点で理解していることを投資決定前に銀行が顧客に確認したのであれば、リスクに対する備えについて顧客に質問をしていなくても投資家に適した助言義務を果たしたことになるが、Yはこの点を確認していない (判旨(e))。顧客が経済や金融に精通した資格や地位を有していても、それが具体的に特定の金融商品に関する知識と結び付かなければ、銀行の助言義務が免除されることはなく、Xの支配人が経済学修士号を有していたことは重要ではない (判旨(f))。Xが以前にA銀行との間で締結したスワップ契約は、CMS スプレッドラダースワップ契約と比べて単純な構造であり、リスクも高くないので、過去の取引経験からXがCMS スプレッドラダースワップ契約のようなハイリスクを好んでいたと推測することはできない (判旨(g))。他の理由により助言義務違反が認定されるので、Xが安定した投資を希望していたか否かを判断する必要はない (判旨(h))。

Yは投資対象に適した助言義務に違反している。CMS スプレッドラダースワップ契約のように構造が複雑でリスクの高い金融商品では、要求される説明の程度が高くなる。変動金利を算定するために必要な要素とそれらがスプレッドの変動に及ぼす影響、リスクとリターンが不均衡であること、リスクが現実的にかつ壊滅的であることの説明を要する (判旨(i))。説明の程度として、本件のような複雑な金

融商品については顧客を助言銀行と同じ知識状態にすることが確保されなければならない。さもなくば顧客に自己責任を負わせることはできない（判旨(j)）。しかしながら、Yがこのような高度な助言をしたかどうかを判断する必要はない。Yはこれ以外にも助言義務に違反しているからである（判旨(k)）。

YはXに対して当初のネガティブな市場価格について説明をしていないので助言義務に違反している。契約締結時におけるネガティブな市場価格はXY間の重大な利益相反の表れであり、Xの投資決定にとって重大な意味を有する（判旨(l)）。Yは助言契約に基づき顧客の利益のみに適合した推奨をする義務を負っており、利益相反を回避するか、利益相反の状態にあることを説明しなければならない（判旨(m)）。一方にとつての利益が他方にとつての損失になるCMSスプレッドラダースワップ契約においてYは利益相反状態に陥っている（判旨(n)）。Yは意図的にXにとつてネガティブな市場価格になるようにスワップ契約を仕組んでおり、Xにとつてネガティブな金額はYにとつてポジティブな金額になる（判旨(o)）。重大な利益相反状態では銀行が顧客の利益に反した投資推奨を行うおそれがあり、Yの助言がXの利益に適合したものといえるか疑いが生ずる（判旨(p)）。銀行が自ら組成した金融商品を推奨する場合、当該商品から銀行が利益を得ることは自明のことであるから、原則として、この点について銀行に説明義務はない。ただし、特別な事情がある場合はこの限りではなく、例外が認められる。本件スワップ契約においてYは意図的にリスク構造がXの負担になるように仕組んでおり、Xはこの点に気付き得ないので、本件は例外にあたり、YはXに対してネガティブな市場価格について説明義務を負う（判旨(q)）。

XはYによる助言や説明が正確かつ完全であると信頼してよいので過失相殺は認められない（判旨(r)）。

#### 四 BGH スワップ判決の意義

本判決は以下の点において重要な意義を有する。

第一に、従来からの判例法理であるボンド判決ルールを踏襲し、スワップ取引の事案にも黙示の助言契約構成を採用した。これにより、スワップ取引においても銀行は投資家に適した助言義務と投資対象に適した助言義務を負うことが確認された。

第二に、本件のスワップ契約が顧客の知識、経験、財産状態（リスクに対する備え）に適合しないとして投資家に適した助言義務違反を認定した。つまり、適合性

原則違反が認定されたことになる。

第三に、投資対象に適した助言義務として、広範かつレベルの高い助言を銀行に義務付けた。特に、助言の程度として、顧客が銀行と同じ知識状態になるように助言する義務を銀行に課した点は、従来の判例には見られない極めて高度な助言義務を課すものといえる。

第四として、スワップ取引において銀行が意図的にリスク構造を顧客の負担になるように仕組んだ場合には、重大な利益相反状態になるとして、顧客にとってネガティブな契約締結時の市場価格について銀行に説明義務を課した。

最後に、銀行の説明や助言が正確かつ完全であることを顧客が信頼することは正当であり、銀行の説明や助言を信頼した顧客は非難に値しないという理由で過失相殺を否定した。

## 五 BGH スワップ判決の問題点

本判決は重大な意義を有する判例といえるが、その一方で問題点も内包している。

第一の問題点は、顧客の知識、経験、財産状態（リスクに対する備え）との関係で投資家に適した助言義務違反を認定しながら、顧客の投資目的との関係において本件のスワップ契約が適合性原則に違反するか否かについて判断を回避した点である。適合性原則違反の基準を明確にするためにも、投資目的との関係で顧客に不適合であったか否かについて判断すべきであったと思われる。また、金融商品のリスクについて顧客があらゆる点で理解していることを投資決定前に銀行が顧客に確認したのであれば、リスクに対する備えについて顧客に質問をしていなくても投資家に適した助言義務を果たしたことになるとした点は、投資家に適した助言義務と投資対象に適した助言義務の区別を曖昧にする可能性がある。

第二の問題点は、投資対象に適した助言（説明）義務について顧客を助言銀行と同じ知識状態にすることを要求しながら、実際にYの説明や助言がこの要求を満たしていたか否かについて判断を回避した点である。具体的にどの程度の説明や助言が要求されるのかを示すべきであったと思われる。

第三の問題点は、本判決の射程範囲が明確に示されなかった点である。本判決の射程は、CMS スプレッドラダースワップ契約のように構造が複雑なスワップ取引の事案に限定されるのか、あるいは、比較的構造が単純なプレーンバニラ型のスワップ取引の事案にも及ぶのか。本判決ではこの問題が未解決のまま残された。

## 第 2 節 BGH 仕組債判決

### 一 事案

BGH2011 年 9 月 27 日判決 (BGHZ191, 119) は、仕組債を推奨した銀行の助言義務について BGH としてはじめて判断を示した<sup>(14)</sup>。

X 女 (原告) は独立した栄養士として 1999 年から美容エステを経営している。X は貯蓄銀行 Y (被告) の支店に以前から口座を開設しており、社債や株式などを保有していた。2007 年 9 月末時点での X の証券保有残高は 55500 ユーロであった。その他に X は投資ファンドの受益権 (時価 5700 ユーロ) と UBS AG (London) Basket Express Zertifikate という仕組債 (時価 4800 ユーロ) を保有していた。この仕組債は 2007 年 4 月 20 日に Y から購入したものであり、償還額等をドイツ株価指数 (DAX) に連動させており、一定の条件を満たせば 13 ヶ月後に 16% のクーポンとともに額面額で早期償還される旨の条項が設けられていたが、その条件を満たさなければ満期償還において全損リスクが生ずる危険性がある債券であった。X は Y の支店長からこの点の説明を受けていた。

Y の知る限りにおいて当時の X の財産状態は、収入が月 1500 から 3500 ユーロ、債務が月 1000 ユーロ以上、保有する現金が 15 万ユーロ、その他の財産が 2 万 5000 から 5 万ユーロであり、さらに、時価 25 万から 50 万ユーロの土地を所有していた。

X は亡くなった夫の生命保険金の運用を相談するために、2007 年 9 月 27 日に Y の支店を訪れたところ、支店長から Lehman Brothers Treasury 社 (A 社) が発行し、Lehman Brothers Holdings 社 (B 社) が償還を保証する Bull Express Garant 債 (本件仕組債) を勧められた。本件仕組債は 2007 年 10 月 26 日に発行され、償還日は 2011 年 10 月 26 日とされていた。X は Y から 1 口 1000 ユーロを 10 口 (計 1 万ユーロ) 購入した。X は券面額に 1% の費用代を上乗せした 10100 ユーロを支払った。Y は本件仕組債を券面額の 97.25% の調達価格で A から購入し、それを X に売却した。仕組債の償還は Dow Jones EURO STOXX50 Preisindex という株価指数の動きで決定された。最初の評価日 (2007 年 10 月 19 日) の初値と、最初の確定日 (2009 年 10 月 26 日) の終値あるいは最後の評価日 (2011 年

(14) BGH 仕組債判決に関する邦文の文献として、角田・前掲注(2)239-240 頁。

10月19日)の終値との関係で償還日と償還価格が決定され、相場の展開次第でXは元本の償還とともに15%のボーナス金利もしくは相場の上昇分に応じて算定された額を受領できるが、不利な展開になっても4年後の満期到来により額面額で元本が償還されることになっていた。

2008年9月にB社が、10月にA社が相次いで経営破綻したので、仕組債は無価値となった。XはYに対して仕組債の返還と引換に10100ユーロと遅延利息の支払を請求した。Xは1万ユーロについて安全な運用を希望していたこと、Yの支店長は安全な投資として本件仕組債を推奨したこと、Yが本件仕組債で利ざやを得ていることをXに説明しなかったことを理由に挙げた。

一審であるHamburg地裁2009年7月1日判決(WM2009, 1363)は、亡夫の生命保険金を安全に運用することを望んだXに本件仕組債を推奨したことは投資家に適した助言義務に違反していること、BGHリポート判例と同様に利益相反の説明義務として銀行は利ざやについての説明義務を負うにもかかわらずYは当該説明を怠っていることを理由に、Xの請求を認容した。Yが控訴。

控訴審であるHamburg高裁2010年4月23日判決(WM2010, 1029)は一審判決を取り消し、請求を棄却した。BGHリポート判例の射程は三当事者関係の事案のみであり、銀行と顧客との自己取引(相対取引)である本件はリポート判例の射程外であるとして、利ざやについての銀行の説明義務を否定した。競争のために利ざやを秘密にする銀行の利益は保護に値すること、顧客には利ざやの説明を受けることによって保護されるべき利益が存在しないこと、金融商品の販売価格の中に銀行の利ざやが含まれていることは個人投資家にとっても自明であることなども理由に挙げられている。また、安全な投資を望む顧客に対して本件仕組債を推奨することについては、Lehman Brothersが発行した債券が2007年10月当時において実際に安全なものと考えられていたことから投資家に適した助言義務違反に当たらないとした。Xが上告。

## 二 判旨

BGHは以下の理由により上告を棄却した。

① XとYの間に黙示の助言契約が成立している。助言銀行は投資家に適した助言義務ならびに投資対象に適した助言義務を負う。助言義務の内容や範囲は具体的事案の状況に応じて確定される。

② Y は 2007 年 9 月 27 日の助言の際に発行会社と保証会社の具体的な経営破綻の危険性について説明しなかった。Y は本件の仕組債を自身の投資プログラムに組み入れて推奨しており、仕組債のリスク判断にとって重要な意義を有する発行会社と保証会社の資力についても調査が求められる。しかしながら、助言を行った時点において通常の調査によって経営破綻リスクが判明したとはいえないので、この点について Y に責任はない。

③ 本件仕組債のような株価連動債は無記名債券のかたちをとった仕組金融商品である。所持人の発行者に対する金銭支払請求権が証券化されており、基礎となっている原資産 (**Basiswert**) の価格によって金額が変動する。顧客は原資産の市場リスクのみならず、さらに、発行者の無資力リスクも負担する。原資産の価格が顧客にとって有利に展開しても、発行者が満期日に元本を償還しなければ損失を被る。助言契約の枠内において、銀行は仕組債の償還が発行者や保証人の資力にかかっていることを説明すべきである。顧客は、発行者や保証人が支払不能に陥った場合に、投資した資金を完全に失うことの説明を受けるべきである。そして、このような説明は実際になされている。また、一般的な発行者リスクについて説明がなされた場合、本件仕組債に預金保険制度の適用がないことの説明は不要である。

④ 従来の下級審裁判例の大半は仕組債の利ざやに関する銀行の説明義務を否定しており、説明義務を肯定する裁判例は少数に止まる。前者の見解を支持すべきである。Y は X に対して仕組債の利ざや (**Gewinnmarge**) について説明する義務を負っていない。BGH 判例によると、自身の投資商品を推奨した銀行は、原則として、当該商品から自身が利益を得ることについて説明する義務を負わない。そのような場合、銀行が自身の利益を追求することは顧客にとって自明のことであり、特別に指摘する必要がないからである (BGH スワップ判決参照)。本件のように、自己取引 (**Eigengeschäft**) の方法で他社の投資商品を仕入値に上乗せした価格で販売した場合も同様である。

⑤ 確立した判例によると、一定の事情の下で隠れた内部手数料 (**Innenprovision**) の存在とその金額について銀行に説明義務が生ずる。内部手数料は顧客が取得した投資の価値に影響を及ぼし、顧客に誤った印象を与え得るからである。書類などに記載されていない販売手数料が内部手数料であり、売買目的物の調達費用や製作費用の中に隠されて含まれている。しかしながら、本件で問題となっている利ざや

はこの定義に該当しない。それ故、説明義務は否定される。価値のある投資商品を購入した顧客の利益は、助言契約に基づく投資対象に適した助言義務によってすでに保護されている。銀行は顧客に売却した金額よりも少ない額で仕組債を調達しているが、それによって仕組債の価値が侵害されるわけではない。

⑥ BGH 判例によると、助言契約に基づき、銀行は手数料から流入したリベート (Rückvergütung) について説明する義務を負う。顧客が第三者に支払った費用の上乗せ分や管理報酬の一部が密かに助言銀行に還元され、当該商品を推奨することについて顧客が認識し得ない利益を銀行が取得する場合にリベートの説明が必要となる。しかしながら、説明を義務付けられるリベートは本件では存在しない。説明義務の対象となるリベートは、取次取引のように、三当事者関係を前提とするからである。これに対して、本件のように、自己取引によって締結された固定価格取引 (Festpreisgeschäft) にはそのような関係は見られない。

⑦ 自己取引の場合、リベート判例が前提としているような助言銀行が説明すべき利益相反は存在しない。Y が取得したのは、明確に記載され実際に受け取った額面額の 1% にあたる費用の上乗せ分ならびに額面額の 97.25% にあたる仕入値と額面額の差額である。それ以外に Y に何も支払われていないし、また、X の知らないうちにキックバックされた金銭もない。顧客が注文した証券の売主である銀行は、仲介者として手数料を取得する場合とは異なり、利ざやについて説明する義務はない。また、仕入価格を顧客に明らかにする必要もない。

⑧ 売買契約とともに締結された助言契約の枠内においても利ざやについての説明義務は生じない。顧客の利益は投資家に適した助言と投資対象に適した助言を銀行に義務付けることによって十分に保護される。売買契約において売主としての銀行が利益を追求することは自明のことであり、売買契約と助言契約とで異なった扱いをする必要はない。売買契約の枠内において顧客にとって自明なことは、助言契約においても顧客には保護の必要性がない。

⑨ 仕組債の取得が Y の自己取引で行われたことを X が知っていたか否かは重要ではない。助言銀行は、顧客との助言契約に基づき、仕組債の取得が銀行の自己取引によって行われたことについて情報を提供する義務を負わない。自己取引であることを説明することは、銀行が顧客に対して利ざやについて説明義務がないということを示明することになるので、説明は不要である。

⑩仕組債の「賭博的もしくはオプション的性格」について特別な指摘は必要ない。上告理由において異議が述べられていないように、本件仕組債の機能について X は説明を受けている。Y の支店長が使用した提案書には元本と特別金利 (Bonus) の支払時期と支払額が評価日の株価指数によって確定される旨の指摘が含まれている。その説明を以て本件仕組債の投機的要素を X は認識しうる。X が特別金利を得るチャンス、裏を返せば、発行者が特別金利を支払うリスクは、判定日の Dow Jones EURO STOXX50 Preisindex が最低でも当初と同じレートである場合に顕在化する。こうした相場の動きがなければ、発行者は元本を償還するだけで済む。このような仕組商品において、一方で発行者の期待、他方で顧客の期待が対立する関係にあることは、あらゆる顧客にとって自明である。意図的に顧客の負担となるようなリスク構造に仕組んでいるなどの特別な事情がなければ (BGH スワップ判決参照)、助言銀行の説明義務は生じない。本件ではそのような特別な事情が存在しない。

### 三 BGH 仕組債判決の概要

本判決は仕組債取引においても債券判決ルール (黙示の助言契約構成) が適用されることを明らかにした (判旨①)。また、仕組債における信用リスクの説明義務の範囲を確定した (判旨②③)。さらに、仕組債における利ざや (販売価格と仕入価格の差額) について原則として銀行は説明義務を負わないとした。自己取引 (相対取引) において銀行が自身の利益を追求することは自明であること (BGH スワップ判決を引用している) (判旨④)、本件は内部手数料判例ならびにリポート判例が適用される事案とは異なること (判旨⑤⑥⑦)、投資家に適した助言と投資対象に適した助言によって顧客の保護は十分に図られていること (判旨⑧) が理由に挙げられ、自己取引であることの説明も不要とした (判旨⑨)。最後に、BGH スワップ判決を引用し、銀行が意図的にリスク構造を顧客の負担となるように仕組んだ等の特別な事情がある場合には、例外として、銀行に利ざやについての説明義務が課されるが、本件では特別な事情が存在しないとして、利ざやについての銀行の説明義務を否定した (判旨⑩)。

なお、その後に登場した BGH2012 年 6 月 26 日判決 (WM2012, 1520) により取次取引の事案においても利ざやの説明義務が否定されている。

#### 四 BGH 仕組債判決の意義

本判決は、いわゆるリーマン仕組債の事案において仕組債における信用リスクの問題を対象としており、仕組債に含まれるその他のリスクに関する銀行の助言義務については判示していない。もっとも、本判決はBGH スワップ判決を踏襲しているので、BGH スワップ判決が助言義務に関して判示した部分は仕組債の事案にも当てはまると解される<sup>(15)</sup>。

本判決の意義は、利ざやについての説明義務を原則として否定する立場がBGH 判例であることを確認した点、ならびに、これがBGH リバート判例や内部手数料判例とは別個の判例法理であることを明らかにした点にある。

BGH スワップ判決と本判決をまとめると、以下のような判例法理が抽出される。「スワップ取引と仕組債取引は、対象が自社製品（スワップ取引）か他社製品（仕組債）かの違いがあるものの、いずれも銀行と顧客との間の自己取引（相対取引）であり、銀行が取引において利益を追求するのは自明のことであることから、原則として銀行は取引から得られる利益（利ざや）について説明義務を負わないが、例外として、銀行が意図的にリスク構造を顧客の負担になるように仕組んだ場合は、顧客が認識し得ない重大な利益相反状態となり、スワップ取引の場合は顧客にとってネガティブな契約締結時の市場価格について、仕組債の場合は利ざやについて、銀行は説明義務を負う」。

#### 五 BGH 仕組債判決の問題点

BGH 仕組債判決には以下のような問題点がある。

第一に、本判決が示した内部手数料判例との違いが不明確である。利ざやが高額になれば投資に影響を与えるので、利ざやと内部手数料は同質のものであり金額次第で説明義務の有無が決まることになるように思われるが、判旨⑤では利ざやを内部手数料とは異質なものと捉えている。内部手数料と利ざやの関係について明確な判断が示されるべきであった。

---

(15) Klöhn, Anm.zu BGH Urt.v.22.3.2011, ZIP2011, 762, SS.763–764; Lieder,Gesteigerte Beratungspflichten bei komplexen Anlageprodukten, GWR2011, 175, SS.176–177; Schmitt, Aktuelle Rechtsprechung zur Anlageberatung bei OTC-Derivaten, BB2011, 2824, S.2826; Schröder, Anm.zu BGH Urt.v.27.9.2011, JurisPR-BKR1/2012 Anm.2; Gundermann, Zu den Anforderungen der Bankberatung bei strukturierten Finanzprodukten, BKR2013, 406–408.

第二に、利ざやについての説明義務を原則として否定するという構成は、通常の売買契約には当てはまるとしても、銀行が助言義務を負っている金融商品取引の事案にそのまま当てはめてよいのか、疑問が残る。

第三に、BGH スワップ判決を踏襲して「銀行が意図的に顧客の負担となるようなリスク構造に仕組んだ場合」に例外として利ざやについての説明義務が課される可能性があるとしているが、「ネガティブな市場価格」と「利ざや」を同様に扱ってよいのか、仕組債取引において「意図的に顧客の負担となるようなリスク構造に仕組んだ場合」とは具体的にどのような状況を指すのかなどの問題が未解決のままである。

最後に、BGH が投資家に適した助言義務違反の有無について判断を示さなかった点が問題といえる。一審判決は安全な投資を希望していた X に Y が本件仕組債を勧めたことについて投資家に適した助言義務違反、つまり、適合性原則違反を認定したが、控訴審は投資家に適した助言義務違反を否定した。X が上告理由においてこの点を取り上げなかったことが原因と思われるが、BGH はこの問題を扱わなかった。後述のように、仕組債事案では投資家に適した助言義務違反を認定した下級審裁判例が相当数見受けられ、また、BGH スワップ判決が投資家に適した助言義務違反を認めていることなども考え合わせると、仕組債事案において投資家に適した助言義務に関する BGH の判断が示されなかった点には不満が残る。

### 第3節 スワップ取引に関する下級審裁判例

#### 一 BGH スワップ判決と下級審裁判例

BGH スワップ判決はスワップ事案における投資家に適した助言義務と投資対象に適した助言義務の範囲と程度について詳細に判示しているが、顧客にとってネガティブな契約締結時の市場価格についての説明義務に関する BGH スワップ判決の射程の問題が残されている。BGH スワップ判決は CMS スプレッドラダースワップ契約を対象としているが、それ以外のスワップ事案にも BGH スワップ判決の射程が及ぶのか。この問題をめぐり下級審裁判例の見解は分かれている。以下では、契約締結時のネガティブな市場価格の説明義務を認めた裁判例と説明義務を否定した裁判例を順に取り上げて検討する。

## 二 ネガティブな市場価格の説明義務を認めた裁判例

BGH スワップ判決と同様に顧客にとってネガティブな契約締結時の市場価格についての説明義務を銀行に課した裁判例 (①～⑰) に関して、対象となったスワップ (通貨オプション事案が1件含まれている) の種類、ならびに、説明義務を認めた理由を以下に示す。

① Stuttgart 地裁 2011 年 7 月 12 日判決 (GWR2011, 426)。ヘッジの対象となる基本取引が存在しないにもかかわらず通貨スワップ契約が締結された事案。顧客は個人投資家。通貨スワップは CMS スプレッドラダースワップと異なるが、ネガティブな市場価格について顧客が知り得ない点、顧客にとって不利なリスク構造に仕組まれている点で共通しているとして、BGH スワップ判決の射程が及ぶとした。なお、顧客の知識との関係で投資家に適した助言義務違反の可能性も示唆している。

② Stuttgart 地裁 2011 年 8 月 24 日判決 (GWR2011, 502)。銀行から受けた 150 万ユーロの変動金利融資のリスクヘッジのために、想定元本を 250 万ユーロとした二つの通貨オプション契約が締結された事案。顧客は建設会社。第一の通貨オプション契約では顧客が銀行に 25000 ユーロのオプション料を支払い、各支払日に 3 か月物 EURIBOR が 4.75 % を超えた場合に実際の金利と 4.75 % の差額を銀行が支払う。第二の通貨オプション契約では銀行が顧客に 25000 ユーロのオプション料を支払い、各支払日に 3 か月物 EURIBOR が 4.2 % を下回った場合に 4.2 % と実際の金利の差額を顧客が支払う。いずれの契約も期間は 4 年。複雑な取引という点で CMS スプレッドラダースワップと共通しているとして BGH スワップ判決を踏襲した。なお、借入額と想定元本が一致していないことから十分なリスクヘッジ機能を果たせないとして投資家に適した助言義務違反も認定している。

③ München 地裁 2011 年 9 月 13 日判決 (Juris)。保有資産の大半を預金で運用していた顧客が老後資金を蓄えるために安全な投資を希望していたにもかかわらず銀行から通貨スワップ契約を推奨された事案。明確な理由を述べずに BGH スワップ判決を踏襲。なお、顧客の投資目的と財産状態に適した助言が必要であると、投資家に適した助言義務違反も認定した。

④ Stuttgart 高裁 2011 年 12 月 14 日判決 (WM2012, 890)。固定金利年 5.84 % の 100 万英ポンドの支払と固定金利年 3.31 % の 244 万スイスフランの支払を交換する投機目的の通貨スワップ契約が締結された事案。顧客は個人投資家。ネガ

ティブな市場価格は単なる利益相反の徴表ではなく、交換した給付の価値を示すものであり、ネガティブな市場価格のスワップ契約を締結することは最初から顧客に財産的損害を与えていることになるので、それを知らない顧客に自己責任を負わせるべきではないこと、ならびに、スワップ契約における両給付が価値的に不均衡であることを理由に BGH スワップ判決を踏襲した。なお、本件の顧客にはスワップ契約から生じるリスクを管理する能力がなく、また、銀行も顧客の許容損失額を確認していないことから、本件スワップ契約は顧客にとって不適合であるとして、投資家に適した助言義務違反も認定している。

⑤ Wuppertal 地裁 2012 年 1 月 18 日判決 (Juris)。Deutsche Bank Long Short Momentum (EUR) Index と連結した金利スワップ契約 (LSM スワップ) が締結された事案。顧客は弁護士。契約期間は 5 年。想定元本は 50 万ユーロ。顧客は最初の 2 年間は固定金利で年 2%、その後の 3 年間は予め定められた計算式に従って算定された変動金利を支払う。銀行は 5 年間にわたり毎年 2.25% の固定金利を支払う。CMS スプレッドラダースワップと異なり LSM スワップは顧客のリスクが限定されているが、顧客にとってネガティブな契約締結時の市場価格が持つ意味、ならびに、それによって銀行と顧客との間に重大な利益相反が生ずることに変わりはないとして、BGH スワップ判決を踏襲した。

⑥ Stuttgart 高裁 2012 年 2 月 1 日判決 (BKR2012, 300)。契約期間 10 年、想定元本 300 万ユーロの金利スワップ契約が締結された事案。顧客は中堅企業。顧客は 3 か月物 EURIBOR の変動金利を支払い、銀行は年 3.85% の固定金利を支払う。3 か月物 EURIBOR が 5.10% を超えると、それ以降、顧客の支払義務は 5.45% に固定される。想定元本と同額の融資が伴う場合には顧客によるリスク評価は容易であるが、本件契約はリスクヘッジ目的ではなく投機目的であることから、顧客のリスク管理が困難になるとした。そして、利益相反の回避のためではなく、顧客に適切なリスク管理をさせるために、顧客にとってネガティブな契約締結時の市場価格についての説明義務を銀行に課すべきとし、BGH スワップ判決を踏襲した。本件の契約締結時におけるネガティブな市場価格は想定元本の 1.9% であったが、この点は重要ではないとした。なお、投機目的の金利スワップを推奨する場合には理論上の最大損失額を負担するためのリスクに対する備えが顧客にあることが必要とされるが、銀行はこの点の確認を怠っていたとして、投資家に適した助言

義務違反も認定している。

⑦ **Magdeburg** 地裁 2012 年 3 月 13 日判決 (Juris)。Deutsche Bank Balanced Currency Harvest(EUR) Index と連結した金利スワップ契約が締結された事案。顧客は企業経営者。想定元本は 100 万ユーロ、契約期間は 4 年。銀行は毎年 1 % の固定金利を支払い、顧客は最後の 2 年間のみ予め定められた計算式により算定された変動金利を支払う。顧客の想定最大損失額は想定元本の 15 % とされていた。BGH スワップ判決の判決理由から同判決の射程が CMS スプレッドラダースワップ契約の事案に限定される趣旨が読み取れないとして、本件にも BGH スワップ判決の射程が及ぶとした。

⑧ **Münster** 地裁 2012 年 3 月 28 日判決 (Juris)。指数 (内容不明) に連結した金利スワップ契約が締結された事案。顧客は会社経営者。想定元本が 100 万ユーロ。契約期間は 3 年。銀行が顧客に毎年 1 % の固定金利を支払い、3 年目に顧客が銀行に対して予め定められた計算式により算定された変動金利を支払う。顧客の最大損失額は 7.5 % に限定されていた。本件スワップ契約は CMS スプレッドラダースワップほど複雑ではなく、また、顧客のリスクが限定されているが、本件スワップ契約も銀行が意図的に顧客に不利なリスク構造になるように仕組んでおり、当初のネガティブな市場価格は重大な利益相反の表れであるとして、BGH スワップ判決を踏襲した。

⑨ **Wuppertal** 地裁 2013 年 1 月 30 日判決 (Juris)。Deutsche Bank Balanced Currency Harvest(EUR) Index と連結した金利スワップ契約が締結された事案。顧客はフリーの芸術家。契約期間は 5 年。想定元本は 100 万ユーロ。銀行は年 2.50 % の固定金利を支払い、顧客は最初の 2 年は年 2 % の固定金利を、その後の 3 年は計算式に従って算定された変動金利を支払う。CMS スプレッドラダースワップと異なり本件では顧客のリスクが限定されているが、スワップのリスク構造ならびに重大な利益相反との関係において契約締結時のネガティブな市場価格が有する意味には違いはないとして、BGH スワップ判決の射程が及ぶとした。

⑩ **Frankfurt** 地裁 2013 年 2 月 6 日判決 (GWR2013, 276)。想定元本 100 万ユーロの金利スワップ契約が締結された事案。顧客の属性は不明。契約期間は 5 年。銀行は顧客に対して毎年 2.5 % の固定金利を支払い、顧客は銀行に対して 3 年後から参照指数に連動して算定される変動金利を支払う。顧客の支払金利の上限

は年 10.5 % であり、顧客の負担額の上限は年 8 万ユーロであった。契約締結時のネガティブな市場価格は想定元本の 4 % であった。顧客の損失リスクに上限が定められているがその点は重要ではないとして BGH スワップ判決を踏襲した。

⑪ Köln 地裁 2013 年 3 月 12 日判決 (Juris)。人口約 1 万 6000 人の地方自治体が銀行との間で数種類の金利スワップ契約を締結した事案。CHF-Digital-Swap は契約期間が 10 年で想定元本が 800 万ユーロ。スイスフランとの関係でユーロの為替相場が一定の範囲内に収まっているか否かにより顧客が支払う金利が変動する。Digitaler-Differenz-Stufen-Swap は想定元本が 300 万ユーロ。銀行が固定金利年 2.95 % を支払う。顧客は最初の 1 年は 2.45 % の固定金利を支払い、その後は、ユーロ 10 年物スワップレートと 3 か月物 EURIBOR のスプレッドが基準時に前期の利率より 0.80 % 以上か 0.10 % 以下になるかによって支払うべき変動金利が決まる。Digitalen-Zinsumfeld-Swap は銀行が固定金利年 3 % を支払い、顧客が支払う変動金利はユーロ 10 年物スワップレートと 3 か月物 EURIBOR の平均値が 3.55 % から 5.20 % の範囲内に収まっているか否かによって 2.25 % か 6.95 % に決定される。CHF-Plus-Swap は銀行が支払う固定金利が年 3 %、顧客が支払う変動金利はスイスフランとの関係におけるユーロの為替相場によって決定される。簡単な構造のスワップ事案には BGH スワップ判決の射程が及ばないとしても、本件の 4 種類の金利スワップ契約は CMS スプレッドラダースワップと同様に構造が複雑であるとして BGH スワップ判決を踏襲した。

⑫ Düsseldorf 地裁 2013 年 3 月 28 日判決 (GWR2013, 231)。人口約 3 万 4000 人の地方自治体が銀行との間で 3 種類の金利スワップ契約を締結した事案。解約可能な金利スワップは契約期間が 39 年、想定元本が約 193 万ユーロ。銀行が顧客に 6 か月物 EURIBOR の変動金利を支払い、顧客が銀行に年 4.1 % の固定金利を支払う。銀行が一方的解約権を保有し、5 年毎に契約内容が改訂される。CHF-Plus-Swap は契約期間が 8 年、想定元本が約 442 万ユーロ。銀行は顧客に対して最初の 4 年半は年 3.76 % の固定金利を、その後は 6 か月物 EURIBOR の変動金利を支払い、顧客は銀行に対して年 3.26 % + 2 × 基本利率で算定された変動金利を支払うが、基本利率はスイスフランとユーロの為替相場により確定される。CMS-Korridor-Swap は契約期間が 22 年、想定元本は約 440 万ユーロ、銀行は 6 か月物 EURIBOR の変動金利を支払い、顧客は年 3.95 % プラス  $a$  を支払う。プラス  $a$  は予め定められ

た計算式で算定する。10年物スワップレートが2.75%から11%の間で推移していればプラス $a$ はゼロとなり、それ以外の場合には顧客の金利負担が上乗せされる。ただし、顧客の金利負担の上限は12.95%と定められていた。全面的にBGHスワップ判決を踏襲し、構造が複雑か否か、ヘッジ目的を有するか否か、市場価格の金額如何等によって説明義務の有無が左右されることはないとした。スワップ契約は売買等の他の交換契約とは異なり自身の給付に対して相手方から給付を得られるわけではなく、一つの取引から契約当事者双方が利益を得られない。銀行が意図的にリスク構造を顧客にとって不利に仕組んだ結果としてネガティブな市場価格が生まれたのであり、これは重大な利益相反の表れといえる。リベート判例と同様に無制限にネガティブな市場価格についての説明義務を銀行に課すべきであり、取引の複雑さとは関係ない。説明義務の有無は顧客の取引目的とは関係なく、むしろ、利益相反を顧客が認識できない点が重要である。Stuttgart 高裁は一連の判決でリスク管理の視点からリスクヘッジ目的のスワップについて市場価格の説明義務を否定しているが失当である。リスクヘッジ目的のスワップでも市場価格がネガティブであれば利益相反は生ずる。市場価格の金額は説明義務の有無を左右しないが、市場価格の金額は説明義務の内容に含まれる。

⑬ Stuttgart 地裁 2013 年 4 月 16 日判決 (GWR2013, 298)。50 万ユーロの元本ならびに年 5.2%の金利の支払と約 79 万スイスフランの元本ならびに年 3.99%の金利の支払とを交換する通貨スワップ契約が締結された事案。顧客は神経外科医。借入金の金利負担軽減のために通貨スワップを締結。顧客はリターンとリスクが均衡していると期待しているが、ネガティブな市場価格はリスクとリターンの関係を不均衡にするものであるから、説明が必要となり、また、ネガティブな市場価格は単なる利ざやではなく、リスクの大きさを表すものであるから、リスク管理において大きな意味を有するとして、BGH スワップ判決を踏襲した。なお、通貨スワップにおいてはリスク管理をするために専門知識が必要であるが顧客にはそのような知識がないこと、中途解約によりリスクを回避することができないこと、投機的な性質により金利負担の軽減という目的を果たすことができないことを理由に、投資家に適した助言義務違反も認定した。

⑭ Köln 高裁 2013 年 7 月 12 日決定 (Juris)。想定元本が 120 万ユーロ、契約期間が 3 年の金利スワップ契約が締結された事案。顧客は衣料販売業者。投機目的。

最初の2年は銀行が顧客に対して毎年1%に一定数を乗じた金利を支払い、3年目に顧客が銀行に対して予め定められた計算式により算定された変動金利を支払う。顧客の損失の上限は7%。CMS スプレッドラダースワップと同様、本件スワップ契約も銀行が意図的に顧客にとってネガティブな市場価格になるように仕組んだことにより銀行は顧客にとって賭けの相手方になっており、顧客に損失が生じることによって銀行が利益を受ける利益相反状態が生じていることから、BGH スワップ判決を踏襲すべきとした。そして、この結論はネガティブな市場価格の説明義務を否定した Köln 高裁 2012 年 1 月 18 日判決（後述の(b)判決）と何ら矛盾しないとした。(b)判決の事案は本件とは異なり、基本取引が存在して、スワップ契約はそのリスクヘッジのために締結されたが、本件では基本取引が存在せず、スワップ契約は純粋な投機取引となっている。この点で Stuttgart 高裁の見解に賛同できる。なお、顧客のリスクが無制限ではなく制限されている場合でも、ネガティブな市場価格の説明義務には影響を及ぼさないとした。

⑮ Düsseldorf 地裁 2013 年 9 月 6 日判決（GWR2013, 445）。顧客は人口約 34 万人の郡。CHF-Zins- und Währungsswap、Flexi-Swap、Receiver-Swaption、CHF-Plus-Swap を締結した事案。前掲の⑫判決と同じ理由により、銀行は制限なしにネガティブな市場価格の金額について説明義務を負うとした。

⑯ Köln 高裁 2013 年 9 月 9 日決定（Juris）。⑭決定と同じ事案。利益相反が生じている点で BGH スワップ判決の事案と違いはなく、銀行が「主観的な賭けの意思（subjektivem Wettwillen）」を有していたか否かは重要ではないとして、BGH スワップ判決を踏襲した。また、ネガティブな市場価格についての説明には金額も含まれるとした。

⑰ Düsseldorf 高裁 2013 年 10 月 7 日判決（WM2013, 2026）。人口約 3 万人の地方自治体が銀行との間で 3 種類の金利スワップ契約を締結した事案。CMS-Stufenswap は契約期間が 7 年、想定元本が 500 万ユーロ。銀行は年 3.75 % の固定金利を支払い、顧客は最初の 1 年は 3 % の固定金利、それ以降 10 年物ユーロスワップレートを参照した変動金利を支払う。顧客が負担する変動金利の上限は 8.5 % とされ、銀行のみに中途解約権が与えられていた。CHF-Plus-Swap は契約期間が 8 年、想定元本が 500 万ユーロ。銀行は年 3 % の固定金利を支払い、顧客は年 2 % プラス基本利率を支払う。基本利率は X-（ユーロとスイスフランの

為替比率)で算定され、Xは当初1.54%であり毎年0.01%ずつ引き下げられた。Flexi-EStE-Zinsswapは契約期間が13年、想定元本は約133万ユーロ。銀行は3か月物EURIBORを参照した基準利率1で算定された金利を、顧客は3か月物EURIBORを参照した基準利率2で算定された金利を支払うが、基準日に基準利率2が6%以下の場合、顧客の支払金利は4.05%となる(これと類似の金利スワップ契約がさらに1件締結されていた)。高裁はBGHスワップ判決を全面的に踏襲した。重大な利益相反は銀行が他の市場参加者との間でヘッジ取引を行っても解消されない。他の市場参加者との間でヘッジ取引を行うことが可能なのは、契約締結時の市場価格が顧客にとってネガティブな場合のみであるが、ネガティブな市場価格は銀行が作り出している。市場価格をネガティブなものにすればするほど市場におけるヘッジ取引の収益性が向上する。契約締結時のネガティブな市場価格は単なる利ざやではない。スワップ契約には市場価格が存在すること、ならびに、銀行が利ざやを得ていることを説明するだけでは十分ではない。市場価格がネガティブであるということは顧客がリターンを得る可能性よりもリスクを被る可能性の方が高いと市場が判断していることを意味するので、この点を顧客に説明することが必要となる。つまり、銀行はスワップ契約におけるリターンとリスクの関係を顧客にとって不利に構成することによって利ざやを得ていることを顧客に説明しなければならない。BGHスワップ判決は自治体とのスワップ契約にも無制限に当てはまる。スワップ契約の構造の如何を問わない。地方自治体を中堅企業と別異に扱う必要はない。

### 三 ネガティブな市場価格の説明義務を否定した裁判例

BGHスワップ判決の射程が及ばないとしてネガティブな市場価格についての銀行の説明義務を否定した裁判例((a)~(h))もある。対象となったスワップの種類(通貨オプション事案が1件含まれている)、ならびに、説明義務が否定された理由を以下に示す。

(a)Düsseldorf地裁2011年11月8日判決(Juris)。不動産売却益の運用として金利スワップ契約が締結された事案。顧客は金融法を専門とする弁護士の男性と銀行員の女性(夫婦かそれに近い関係と思われる)。指数(内容不明)が10.5%を超えた場合は計算式に従い算定された変動金利を銀行が支払い、10.5%を超えない場合は顧客が10.5%の金利を支払うが、それとは別に銀行が3年間にわたり1

%の固定金利を支払うので、顧客の負担額は7.5%、金額にして15万ユーロが上限とされていた。契約締結時のネガティブな市場価格は顧客の投資決定に影響を及ぼす情報ではないこと、ならびに、BGH スワップ判決は顧客が無制限にリスクを負う事案を対象としているが本件のスワップ契約はリスクに上限があることから、BGH スワップ判決において例外的にネガティブな市場価格についての説明義務が生じるとされた特別な事情が本件では存在しないとされた。

(b) Köln 高裁 2012 年 1 月 18 日判決 (WM2012, 888)。自営業者である顧客が負う変動金利貸金債務のリスクをヘッジする目的で借入元本とほぼ一致した金額を想定元本とした金利スワップ契約（プレーンバニラスワップ）が締結された事案。顧客は年3.6%の固定金利を支払い、銀行は3か月 EURIBOR を基準とした変動金利を支払う。本件スワップ契約は構造が複雑ではなく、顧客が支払う固定金利はリスクが限定されており、銀行が支払う変動金利の計算も難しくないことに加え、銀行が自身の利益を見えないように仕組んでいるという事情もないことから利益相反についての説明義務は生じないとされた。

(c) Frankfurt 地裁 2012 年 2 月 2 日判決 (Juris)。Super Outright Sale と呼ばれる通貨オプション契約が締結された事案。顧客は旅行会社。顧客は過去に高騰するドル相場のリスクをヘッジするために銀行との間で複雑なスワップ契約を締結した経験がある。権利行使価格が1ユーロ 1.27 ドルであるユーロプットオプションと米ドルコールオプションが対象。満期までにロックアウト価格帯の範囲内にて為替相場が収まれば100万ドルを1ユーロ 1.27 ドルで購入できるが、価格帯を超えたり下回った場合にはオプションは消滅する。満期までにロックアウト価格帯の上限を一度でも超えれば銀行は150万ドルを1ユーロ 1.27 ドルの相場で顧客に売却できる。説明書には安全な商品ではないと記されていた。その後、顧客は同様の取引を63回締結した。CMS スプレッドラダースワップは構造が複雑でありかつリスクとリターンが著しく不均衡であるが、本件の通貨オプションは構造が単純であり、両者は事案を異にするとして、ネガティブな市場価格の説明義務を否定した。しかしながら、リスクの高い通貨オプションをその後63回も締結したことについて継続的な助言義務違反を認定した。

(d) Köln 地裁 2012 年 3 月 27 日判決 (BB2012, 1053)。約57万ユーロの支払と約89万スイスフランの支払を交換する通貨スワップ契約が締結された事案。顧客は

個人投資家。契約期間は3年。年4回の利払日に顧客は銀行に対して3か月物スイスフランLIBORを参照した変動金利を、銀行は顧客に対して3か月物EURIBORを参照した変動金利をそれぞれ支払う。BGH スワップ判決はCMS スプレッドラダースワップのような構造が複雑なスワップ取引を対象としているが、本件の通貨スワップは銀行と顧客の支払義務の内容が明らかであることから、BGH スワップ判決の射程は本件には及ばないとした。

(e) **Stuttgart** 高裁 2012 年 6 月 27 日判決 (WM2012, 1829)。銀行から 88 万ユーロの変動金利融資を受けたことに伴い、想定元本 88 万ユーロの金利スワップ契約が締結された事案。顧客の属性は不明。銀行が顧客に対して 3 か月物 EURIBOR プラス 2 % の変動金利を支払い、顧客は銀行に対して 5.85 % の固定金利を支払う。BGH スワップ判決は CMS スプレッドラダースワップを投機目的の「金利の賭け」と解し、このような取引においてネガティブな市場価格は重要な意義を有するとしたが、本件スワップはリスクヘッジ目的であることが明らかであり、リスクヘッジがなされると利益相反が生じないことから、ネガティブな市場価格の説明が不要になるとした。また、取引の構造が複雑か否かによってネガティブな市場価格の説明義務の有無を決定することは基準が曖昧であり賛同できないとしている。通貨スワップは比較的構造が単純であるが、投機的なスワップであれば利益相反が生ずる。銀行の観点からは単純な構造のスワップであっても顧客の観点からは複雑な構造といえる。

(f) **München** 高裁 2012 年 8 月 9 日決定 (ZIP2012, 2147)。ポーランドズロチ建ての金利スワップ契約ならびにアイスランドクローナの支払とユーロの支払を交換する通貨スワップ契約が締結された事案。顧客は個人投資家。いずれも構造が比較的単純であり、BGH スワップ判決の射程は及ばないとした。

(g) **Nürnberg-Fürth** 地裁 2012 年 9 月 28 日判決 (Juris)。約 90 万トルコリラの支払と約 79 万スイスフランの支払を交換する通貨スワップ契約が締結された事案。顧客は 48 歳の実業家。契約期間は 3 年。銀行が顧客に対して約 90 万トルコリラと年 15.66 % の固定金利を支払い、顧客が銀行に対して約 79 万スイスフランと年 3.6 % の固定金利を支払う。BGH 仕組債判決も引用し、自社製品を推奨する銀行が利ざやを取得することは自明のことであり、銀行は原則として利ざやについて説明義務を負わず、例外として銀行が意図的にリスク構造を顧客にとって不利に

なるように仕組んだ場合など特別な事情がある場合は説明義務を負うが、本件では特別な事情は存在しないとされた。株式、債券、仕組債など、他の金融商品でも契約締結時にはネガティブな市場価格であり、スワップについてのみ特別扱いをする必要はないこと、CMS スプレッドラダースワップとは異なり本件のスワップは構造が単純であり、かつ、金利が最初から確定していることも理由に挙げている。もっとも、顧客が利益を得る機会が最初からなくなるほど高額な手数料が含まれた金融商品は推奨すべきではないとし、Stuttgart 高裁が唱える効果的なリスク管理の必要性という観点においても同じことが当てはまるとしている。

(h) **Düsseldorf 地裁 2012 年 12 月 7 日判決 (Juris)**。人口約 10 万人の地方自治体が銀行との間で 3 種類の金利スワップ契約を締結した事案。Stufen-Swap は契約期間が 3 年、想定元本が 5000 万ユーロ。3 か月ごとに銀行は 2.95 % の固定金利を支払う。顧客は最初の半年は 1.75 % の固定金利、その後は、半年毎に前期の利率と 3 か月物 EURIBOR を足したのから一定割合を差し引いた利率の変動金利を支払う。顧客が支払う変動金利は最低で 0 %、最高で 15 %。銀行のみに解約権がある。Korridor-Swap は契約期間が 4 年、想定元本が 5000 万ユーロ。3 か月ごとに顧客は 3 か月物 EURIBOR を支払う。銀行が支払う金利は基本的に 4 % であり 3 か月物 EURIBOR が一定の範囲に収まっているか否かによって変動する。銀行のみに解約権がある。Vario-Swap は契約期間が 3 年。顧客が 4.75 % の固定金利を支払い、銀行が 3 か月物 EURIBOR を支払う。銀行には契約を 3 年延長する権限が与えられているが解約権はない。いずれのスワップ契約も CMS スプレッドラダースワップほど複雑な構造を有していないので BGH スワップ判決の射程は及ばないとした。

#### 四 裁判例の分析

##### (1) 説明義務の有無を決定する基準

BGH スワップ判決の対象である CMS スプレッドラダースワップは、構造が極めて複雑であり（構造の複雑性）、顧客は無制限のリスクを負わされ（ハイリスク性）、リスクヘッジ目的で締結されたものではなかった（投機性）。このような特徴を有する CMS スプレッドラダースワップの事案において BGH は顧客にとってネガティブな契約締結時の市場価格についての説明義務を銀行に課した。

BGH スワップ判決の結論とは逆にネガティブな市場価格の説明義務を否定した

裁判例は、各事案において対象となったスワップ契約が**CMS** スプレッドラダースワップの特徴である、構造の複雑性、ハイリスク性、投機性のいずれかを満たしていないことを理由に上げている。構造が複雑ではない（構造が単純である）ことを重視した裁判例（(b)(c)(d)(f)(g)(h)）、顧客のリスクが制限されていることを重視した裁判例（(a)）、リスクヘッジ目的で締結されたことを重視した裁判例（(e)）に分類できる。その一方で、**CMS** スプレッドラダースワップの特徴をすべて備えているスワップの事案であるにもかかわらずネガティブな市場価格の説明義務を否定した裁判例はみられない。

次に、ネガティブな市場価格の説明義務を肯定した裁判例では、**CMS** スプレッドラダースワップと同じ特徴を有することを理由に挙げた例として、構造が複雑であることを重視した裁判例（②⑪）、リスクヘッジ目的の不存在（投機目的の存在）を重視した裁判例（⑥⑭）がみられる。その一方で、多数の肯定裁判例は、ネガティブな市場価格について顧客が知り得ない点や顧客に負担となるリスク構造に仕組まれている点において**CMS** スプレッドラダースワップと共通していれば足りるとし、構造が複雑か否か、リスク制限の有無、リスクヘッジ目的の有無を問わずあらゆるスワップ契約を同一に扱い（①③④⑤⑦⑧⑨⑩⑫⑬⑮⑯⑰）、ネガティブな市場価格の説明義務を銀行に課している。以上のように、**BGH** スワップ判決はスワップ契約の種類を問わず多くの裁判例によって支持され、多様なスワップ事案において顧客にとってネガティブな市場価格の説明義務が銀行に課せられている。

しかしながら、前述のようにネガティブな市場価格の説明義務を否定する裁判例も相当数存在していることから、下級審レベルにおいて統一的な判例法理を見出すまでには至っていない。構造が単純なスワップであっても説明義務が否定されとは限らない。その中であって、少なくとも、「リスクヘッジ目的が明らかな事案」ではネガティブな市場価格の説明義務が否定されるという点において見解が一致していると思われる<sup>(16)</sup>。説明義務を肯定した⑭判決は説明義務を否定した(b)判決との違いを強調してリスクヘッジ目的の不存在に敢えて言及しており、また、説

(16) なお、**Lederer** は未公表の 5 件の高裁判決も対象に加えたうえで、基本取引が存在しない投機目的のスワップ契約についてネガティブな市場価格の説明義務を課すことが高裁レベルの判例になっていると分析する。**Lederer, Überblick über aktuelle obergerichtliche Swap-Verfahren, AG2013, R95–96.**

明義務に肯定的（④⑥判決）な **Stuttgart** 高裁がリスクヘッジ目的が明らかな<sup>(e)</sup>判決において説明義務を否定しているからである。

## (2) 説明義務の根拠

ネガティブな市場価格の説明義務を正当化する法的根拠について、多くの裁判例が **BGH** スワップ判決と同様に、重大な利益相反を挙げているが、**Stuttgart** 高裁（ならびに **Stuttgart** 地裁）は顧客による適切なリスク管理の必要性を説明義務の根拠としている（④⑥⑬判決）。利益相反を否定する趣旨か、あるいは、利益相反と並んでリスク管理の必要性も根拠に挙げる趣旨なのかは不明であるが、興味深い見解といえる。

## (3) 投資家に適した助言義務違反

なお、**BGH** スワップ判決以降の下級審裁判例ではネガティブな市場価格の説明義務が主たる争点とされているが、ネガティブな市場価格の説明義務違反を認定した裁判例の中にはこれと並行して投資家に適した助言義務違反つまり適合性原則違反を認定した裁判例（①②③④⑥⑬）も含まれている<sup>(17)</sup>。また、説明義務を否定した(c)判決は通貨オプション取引が多数回繰り返された点を重視して継続的な助言義務違反を認定している。

## 第4節 仕組債取引に関する下級審裁判例

### 一 **BGH** 仕組債判決と下級審裁判例

仕組債事案では従来から下級審裁判例の多くがリーマン仕組債の事件を対象としており、利ざやと信用リスクの説明義務が主たる争点となっていたが、**BGH** 仕組債判決の登場によりこの問題について司法の見解が統一された。仕組債事案において残された課題は、利ざやと信用リスクの説明義務以外の「投資対象に適した助言義務」ならびに「投資家に適した助言義務」をめぐる問題である。以下では、仕組債事案において銀行の助言義務違反を認定した下級審裁判例を考察する<sup>(18)</sup>。

### 二 投資対象に適した助言義務違反を認定した裁判例

仕組債は構造が複雑でハイリスクを伴う金融商品であることから、銀行がこの点

(17) スワップ契約における投資家に適した助言義務については、Ruland/Wetzig, Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Cross-Currency-Swaps, BKR2013, 56, SS.59-61.

(18) Veldhoff, a.a.O. (N.12), SS.156-264.

の説明を怠った場合、あるいは、虚偽の説明をした場合などにおいて、投資対象に適した助言義務違反が認定されている。具体的に助言義務違反が認定されたのは以下のような事案である。

取引のリスクに関しては、仕組債を短期で安全な投資であると説明した事案 (LG Frankfurt Urt.v.7.4.2009, WM2009, 947)。元本毀損リスクの説明をしなかった事案 (LG Münster Urt.v.26.11.2009; LG Wiesbaden Urt.v.5.5.2011, BKR2013, 84)。満期になった定期預金について安全な運用を求めた顧客に対して元本保証がないことの説明をせずに仕組債を推奨した事案 (LG Heidelberg Urt.v.15.12.2009, WM2010, 505)。銀行の担当者がリスクについての記述の一部を削除した説明書のコピーを交付して説明した事案 (LG Duisburg Urt.v.16.3.2010)。

取引の仕組みに関しては、仕組債においてリスクとリターンの関係が不均衡である旨の説明を怠った事案 (KG Berlin Beschl.v.12.3.2012)。発行体の特別解約権についての説明を怠った事案 (LG Hamburg Urt.v.19.12.2011, VuR2012, 229)。ロックイン事由が生ずると現金の代わりに長期仕組債の交付により償還がなされる仕組債において償還に用いられる長期仕組債に発行体の特別解約権が付与されていることの説明を怠った事案 (OLG Frankfurt Urt.v.17.2.2010, WM2010, 613; OLG Frankfurt Urt.v.12.1.2011)。二つの株価指数と連結した仕組債において二つの株価指数の構造的な違いを説明しなかった事案 (LG Bielefeld Urt.v.30.7.2010)。早期償還条件ならびにクーポンが付与される条件についての記載が不正確であった事案 (OLG Frankfurt Urt.v.4.2.2013)。

注目すべきは Hamburg 高裁 2012 年 5 月 16 日判決 (VuR2012, 484) である。顧客は日経 225 と EURO-STOXX50 という二つの株価指数と連結した甲仕組債を保有していたが、銀行は同じ株価指数にリンクした乙仕組債の方が日経 225 のロックイン条件が顧客にとって有利なものであり、A 格付機関も高く評価しているとして乙仕組債への買い換えを推奨し、それを受けて顧客は買い換えに応じた。ところが、実際には EURO-STOXX50 のロックイン条件については甲仕組債の方が有利であり、また、B 格付機関は甲仕組債の方を乙仕組債よりも高く評価し、一部の経済専門誌も同様な評価をしていた。高裁はロックイン条件に関する説明不足だけではなく、推奨した仕組債に対する格付機関や経済専門誌の評価についても顧客に知らせるべきであったとして、投資対象に適した助言義務違反を認定した。

### 三 投資家に適した助言義務違反を認定した裁判例

BGH 仕組債判決の事案では、一審判決において投資家に適した助言義務違反が認定されたが、控訴審で否定され、BGH ではこの問題について判断が示されなかった。しかしながら、下級審裁判例をみると、仕組債事案において投資家に適した助言義務違反を認定した裁判例は以下に示すように相当数に及んでいる。

(ア)Leipzig 区裁 2008 年 11 月 10 日判決 (WM2009, 19)。顧客が娘の教育資金のために 3 万ユーロを安全に運用することを希望していたにもかかわらず銀行が EURO-STOXX50 と連結した仕組債を推奨した事案。顧客の投資目的を重視して投資家に適した助言義務違反が認定された。

(イ)Hamburg 地裁 2008 年 12 月 15 日判決 (VuR2009, 143)。投資ファンドの受益権を保有していた顧客が銀行の勧めで受益権を売却して仕組債を購入した事案。本件仕組債は EURO-STOXX30 が DAX を 40 % 以上下回ると元本割れが生じるが、その一方で 16.75 % の利子を取得できるという内容であった。顧客は株式や株式ファンドの知識ならびに経験しか有しておらず、かつ、投機目的を有していなかったとして、投資家に適した助言義務違反が認定された。

(ウ)Hamburg 地裁 2009 年 9 月 23 日判決 (VuR2009, 471)。年金生活者が老後資金の蓄えのために 5 万ユーロについて安全な投資を希望していたにもかかわらず銀行が仕組債を推奨した事案。本件仕組債は DAX に連動して元本のみならず利子の金額も変動し、スポット相場の 110 % もしくは 120 % に達したときに早期償還が予定されていた。顧客の投資目的を重視して投資家に適した助言義務違反が認定された。

(エ)Heidelberg 地裁 2010 年 2 月 24 日判決 (VuR2010, 185)。85 歳の女性が安全性の高い投資信託が満期を迎えたことからその償還金の運用を相談したところ銀行の推奨により 4 万 5000 ユーロで仕組債を購入した事案。本件仕組債は EURO-STOXX50、Standard&Poor's500、日経平均株価とリンクして償還額等が決定される債券であった。安全な投資を希望していた顧客に対して元本保証のない仕組債を勧誘したことを理由に投資家に適した助言義務違反が認定された。

(オ)Düsseldorf 地裁 2010 年 2 月 25 日判決 (Juris)。66 歳の元教員で重度の身体障害がある女性の年金生活者が、老後のために在職中から積み立てていた預金についてより高利回りの運用を希望したところ、銀行が EURO-STOXX50 に連結し

た仕組債を推奨したことから、預金の20%にあたる51000ユーロを用いて仕組債を購入した事案。老後の資金として安全な運用を希望していた顧客に元本割れのリスクを伴う投機商品である本件仕組債を勧めたとして投資家に適した助言義務違反が認定された。

(カ)Frankfurt 地裁 2011年1月12日判決 (Juris)。従来から公社債を中心に投資を行い投資金額が約15万ユーロであった70歳の女性が長年にわたり取引関係がある銀行からの推奨により1万ユーロで仕組債を購入した事案。顧客は他の銀行から株式ファンドを購入して損失を被った経験から、本件銀行との間では株式や株式ファンド取引の経験がなかった。本件仕組債はEURO-STOXX Select Divident 30がDAXとの関係で大幅に下落した場合に顧客が損失を被る内容であった。顧客が安全な投資を希望している場合、元本保証のない仕組債は顧客の投資目的に適した推奨とはいえないとして投資家に適した助言義務違反が認定された。

(キ)Berlin 高裁 2012年3月12日決定 (Juris)。不動産購入資金の一時的な運用先を検討していた顧客に対して銀行が仕組債を推奨した事案。本件仕組債は、基準時におけるEURO-STOXX 50が当初の数値の90%を超えた場合は早期償還、90%を超えなかった場合は満期償還、観測期間中に一度でも70%を下回ると元本割れのリスクが発生するという内容であった。顧客は不動産購入資金の一時的な運用が投資目的であり、仕組債を推奨することは投資家に適した助言義務に違反するとされた。

(ク)Hamm 高裁 2012年5月10日判決 (NJW-RR2012, 1438)。夫を亡くして年金暮らしの女性に対して原油価格に連動する仕組債が推奨された事案。銀行の顧客に対する質問から顧客の月々の収入が1000ユーロであるのに対して出費が1500ユーロであることが判明し、500ユーロの赤字分を資産運用で賄う必要があること、ならびに、顧客は安定した投資を希望していたことを理由に、本件仕組債の推奨は投資家に適した助言義務に違反するとされた。

(ケ)Frankfurt 高裁 2013年1月9日決定 (Juris)。銀行との間に50年以上にわたる取引関係がある顧客に銀行が仕組債を推奨した事案。銀行から交付されて顧客が記入した申告書の様式は、株式、証券ファンド、不動産ファンドなどの金融商品毎に顧客の知識、投資経験、購入希望などを記載するかたちになっていたが、仕組債について独自の項目がなく、仕組債はオプション証券に含まれるとの記載が別

頁にあり、顧客はオプション証券の項目に知識・経験や購入希望がない旨を記入した。また、顧客は老後の資金のための長期投資を希望していた。銀行は本件取引以前には顧客が購入を希望したジャンルの金融商品を推奨していたが、本件仕組債については銀行の担当者が電話で購入を勧誘し、顧客は約 84000 ユーロで本件仕組債を購入した。本件仕組債は満期が 4 年後で、DAX ともう一つの株価指数に連動するタイプであった。本件仕組債が顧客の投資目的に反するとして投資家に適した助言義務違反が認定された。

(⇒) **Bielefeld 地裁 2013 年 1 月 31 日判決 (Juris)**。1944 年と 1945 年生まれの顧客夫婦が銀行の推奨によりリーマン仕組債を約 65000 ユーロで購入した事案。長年にわたる取引関係において顧客の投資傾向に変化が見られたことから、顧客の過去の投資傾向から顧客の投資目的を推察するのではなく、顧客に対して投資目的を質問すべきであったとして、投資家に適した助言義務違反が認定された。

以上のように、仕組債事案の裁判実務では顧客の投資目的が重視され、安全な投資を希望した個人顧客に対して銀行が仕組債を推奨した事案では投資家に適した助言義務違反、つまり、適合性原則違反が認定される可能性が高いといえる。

## 第 3 章 店頭デリバティブ等に関するドイツの学説

### 第 1 節 学説の動向

店頭デリバティブ等における銀行の助言義務について学説の主たる関心は以下の三点に向けられている。「BGH スワップ判決の射程範囲」(第 2 節)、「ネガティブな市場価格の説明義務に関する理論構成」(第 3 節)、「投資対象に適した助言義務の程度」(第 4 節)である。

### 第 2 節 BGH スワップ判決の射程範囲

BGH スワップ判決は構造が複雑でハイリスクを伴う CMS スプレッドラダースワップの事案を対象としていたことから、他の種類のスワップ事案にも同判決の射程が及ぶのが問題となる。これについて前述した下級審裁判例と同様、学説にお

いても見解が対立している。

BGH スワップ判決の射程がすべてのスワップ契約に及ぶとする見解として **Morlin** と **Gundermann** の説が挙げられる。**Morlin** は銀行が自身の利益のために意図的にリスク構造を顧客の不利になるように仕組んだことにより重大な利益相反が生じ、ネガティブな市場価格は重大な利益相反の表れであるから、構造が複雑か否か、リスクヘッジ目的の有無などとは無関係にあらゆる種類のスワップ契約においてネガティブな市場価格の説明義務を銀行に課すべきとする<sup>(19)</sup>。

**Gundermann** は銀行から見て単純な構造に思えるスワップ契約でも顧客にとっては複雑な構造といえることから構造の複雑さを重視すべきではないこと、ネガティブな市場価格は銀行と顧客間の利益相反を表すだけではなく顧客が財産的損失を被る状況を示すものであるから顧客の投資決定において不可欠な情報といえること、スワップ契約では顧客がコントロールできない状態で銀行の裁量によって顧客の給付内容が決定され銀行の利ざやが生み出されていることなどを理由に、あらゆるスワップ事案に **BGH** スワップ判決の射程が及ぶとしている。また、**BGH** スワップ判決は銀行の助言義務について「顧客を銀行と同じ知識状態にすること」を要求しているが、この要求を銀行と顧客間の情報の対称性を確保する趣旨と解したうえで、ネガティブな市場価格は金融工学を用いなければ算定できないものであり、スワップ契約の種類を問わず銀行と顧客との間で情報の非対称性が生じていることから、これを解消するためにネガティブな市場価格について銀行に説明義務を課すべきとする。さらに、仕組金融商品としてのスワップと仕組債の共通点を強調して、仕組債事案においてもネガティブな市場価格の説明が必要であると主張している<sup>(20)</sup>。

次に、ネガティブな市場価格について銀行の説明義務を広範に認める一方でリス

---

(19) Morlin, a.a.O. (N.9), R3–4; Morlin, Die aktuelle Rechtsprechung des LG Düsseldorf zum anfänglichen Barwert bei Abschluss von Derivaten durch Kommunen, AG2013, R131–132. 同様の見解として、Meuschke, Aufklärungspflichten bei Plain-Vanilla-Swaps, AG2013, R25–26.

(20) **Gundermann**, a.a.O. (N.15), SS.407–411. 同じく **BGH** スワップ判決の射程をあらゆる種類のスワップ事案と仕組債事案に及ぼすべきとする見解として、**Jäger/Meuschke/Hartlieb**, Aufklärungspflicht über den anfänglichen negativen Marktwert bei anderen Finanzinstrumenten als Swaps?, BKR2013, 456. SS.458–463.

クヘッジ目的のスワップには BGH スワップ判決の射程が及ばないとする見解として、Lederer と Schäfer の説がある。Lederer は変動金利借入のリスクヘッジを目的として金利スワップ契約が締結される場合、スワップ契約により変動金利借入が実質的に固定金利借入に転換されることで顧客は他の固定金利融資の条件と比較することが可能となり、このような比較を通じてネガティブな市場価格を推測することが期待できるので、リスクヘッジ目的のスワップに限り、ネガティブな市場価格の説明義務は不要になるとする<sup>(21)</sup>。Schäfer はスワップ契約を一種の賭けと捉え、ネガティブな市場価格が顧客の賭け金に相当すると考えられる場合には重大な利益相反としてネガティブな市場価格の説明義務が銀行に課せられるが、リスクヘッジ目的により融資契約とスワップ契約が関連付けられている場合、スワップ契約は融資契約と密接に結び付き、融資契約の内容を金利条項付きに変更したものと同視できるので、スワップ契約はもはや賭けではなく、ネガティブな市場価格の説明義務が不要になるとする<sup>(22)</sup>。

ネガティブな市場価格の説明義務はあくまでも例外にすぎないとして BGH スワップ判決の射程を狭く解する見解として Ruland/Wetzig と Kropf の説がある。Ruland/Wetzig は、BGH スワップ判決が「例外として」特別な事情が存在した場合にのみネガティブな市場価格の説明義務を銀行に課した点を重視して、CMS スプレッドラダースワップと同様の複雑な構造を有するスワップ契約でなければネガティブな市場価格の説明義務を銀行に課すべきではないとする<sup>(23)</sup>。さらに Kropf は、BGH スワップ判決は構造が極めて複雑な CMS スプレッドラダースワップの特殊性を考慮して例外的にネガティブな市場価格の説明義務を課したにすぎず、他のスワップ事案には BGH スワップ判決の射程は及ばないとし、顧客にとってネガティブな市場価格は単に取引コストや銀行の利ざやが組み込まれた結果であり、リターンとリスクの確率を推測させるものではなく、顧客が中途解約した場合に被る損失を意味するにすぎないとしている<sup>(24)</sup>。

(21) Lederer, Warum der BGH seine Rechtsprechung zu Kickbacks auf Swaps übertragen hat, AG2011, R424–425; Lederer, OLG Köln zur Abgrenzung sichernder von spekulativen Swageschäften, AG2013, R319–320.

(22) Schäfer, a.a.O. (N.9), S.73.

(23) Ruland/Wetzig, a.a.O. (N.17), SS.63–66.

(24) Kropf, Beratung durch Banken bei Abschluss von Swap-Geschäften, ZIP2013, 401, SS.402–405.

### 第3節 市場価格の説明義務に関する理論構成

BGH スワップ判決と BGH 仕組債判決を総合すると、判例は、銀行と顧客との相対取引で行われる店頭デリバティブ等において、銀行が利ざやを取得することにより顧客との間に利益相反が生ずるが、これは顧客にとって自明のことであり、原則として銀行は説明義務を負わないとし、通常の売買契約において売主が顧客に対して利ざやについて説明義務を負わないことと同視している。そのうえで、判例は銀行が意図的に顧客にとって不利なリスク構造に仕組んだ場合には、顧客が認識し得ない重大な利益相反が生じたとして、例外的に、ネガティブな市場価格や利ざやについての説明義務を銀行に課している。このような判例の理論構成に対する批判として以下の見解が主張されている。

Roberts によると、スワップは交換契約と類似しているように見えるが、投機性のあるスワップ契約は金利の賭けであり、交換契約や売買契約とは同視できない。売買契約などの交換型契約において契約当事者は双方ともに給付を受領しているので、両当事者はウインウインの関係に立つ。しかしながら、賭けにおいて負けた方には何も残らない。賭けの不公平が反映されたのが市場価格であり、ネガティブな市場価格は顧客のリスクを反映したものであるから、顧客の投資決定にとって不可欠な情報であり、銀行に説明義務が課されるのは当然である<sup>(25)</sup>。

Klöhen は、通常の商品売買において利ざやの説明が不要とされるのは、市場での価格競争を勝ち抜くために業者が自主的に利ざやを低く抑えることから、顧客は利ざやの額を知らなくても不利益を受けないからであるが、スワップ取引のように市場原理が働かない取引については、銀行が自主的に利ざやを低く抑えることは期待できず、銀行が自分に有利な内容の契約を結ばせる危険性が生じるので、他の金融商品との価格の比較をする機会を顧客に与える必要があるとして、スワップ取引において契約締結時のネガティブな市場価格の説明義務を銀行に課すべきとする<sup>(26)</sup>。

その他に、Spindler はスワップの価格を知らない顧客は複数の金融商品と価格面ででの比較をすることができず、また、自身の財産状態との関係で取引に含まれる

(25) Roberts, Anm.zu OLG Stuttgart Urt.v.1.2.2012, BKR2012, 377-378.

(26) Klöhn, a.a.O. (N.15), S.763.

リスクが経済的に耐えうるものであるかについても判断が困難になるとして、契約締結時の市場価格の説明が必要であるとする<sup>(27)</sup>。また、Lieder はネガティブな市場価格の説明義務が課されるのは賭けが対等でないことを顧客に知らせるためであり、通常の実務契約における利益の説明義務の問題と同視すべきではないとする<sup>(28)</sup>。

さらに、近時有力に主張されているのが、助言契約の独立性論である。この見解は、通常の売買における売主との決定的な違いとして、店頭デリバティブ等における銀行は黙示の助言契約に基づき顧客に対して助言義務を負っていることから、店頭デリバティブ等それ自体において利ざやの説明義務を課することができないとしても、助言契約に基づく助言義務として銀行は利ざやの説明義務を負うべきとする<sup>(29)</sup>。

加えて、判例が採用する利益相反の説明義務という法律構成にも批判の目が向けられており、このような迂遠な法律構成をとる必要はなく、端的に投資対象に適した助言義務としてネガティブな市場価格の説明義務を捉えればよいとする見解もみられる<sup>(30)</sup>。

#### 第 4 節 投資対象に適した助言義務の程度

BGH スワップ判決は、投資対象に適した助言義務の程度として、顧客が銀行と同じ知識状態になるように説明することを銀行に要求している。これについては、リスクの高さに応じて助言の程度を高くすべきであり、CMS スプレッドラダースワップのリスクの高さを考慮すれば BGH の要求は当然であるとする説<sup>(31)</sup>、銀行

(27) Spindler, Aufklärungspflichten im Bankrecht nach dem Zins-Swap-Urteil des BGH, NJW2011, 1920, S.1923.

(28) Lieder, a.a.O. (N.15), S.177.

(29) Buck-Heeb, Der Anlageberatungsvertrag, WM2012, 625, SS.629–632; Reiter/Methner, Die Interessenkollision beim Anlageberater, WM2013, 2053, S.2055; Gundermann, a.a.O. (N.15), SS.410–411.

(30) Nobbe, Anm.zu BGH Beschl.v.9.3.2011, BKR2011, 302; Lehmann, Anm.zu BGH Urt.v.22.3.2011, JZ2011, 749, S.751.

(31) Wiechers, Aktuelle Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs, WM2012, 477; Fritsche/Fritsche, Haftung der Bank wegen fehlerhafter Beratung beim Abschluss eines Swap-Vertrag, LKV2011, 499, S.502; Clouth, a.a.O. (N.9), SS.235–236.

が自ら所持している情報を顧客と共有するために当該情報を顧客に提供すること(情報の対称性)を求めた趣旨と解する説など<sup>(32)</sup>、判例に好意的な見解がみられる一方で、銀行に対する過度の要求ではないかとする批判も少なくない。

まず、「銀行と同じ知識状態」とは銀行内部の誰の知識状態を指すのかという点について疑問が提起されている<sup>(33)</sup>。勧誘を行う一般の銀行員の知識状態を基準にするのであれば顧客の知識状態をそれと同じにすることは実現不可能とまではいえないが、金融工学を用いて金融商品を作成した者の知識状態を基準にするのであればもはや実現が不可能であり、実現不可能な助言義務を課すことは、事実上、取引を禁止するに等しい<sup>(34)</sup>。また、顧客が銀行と同じ知識状態になったことをどのように確認するのも不明確である<sup>(35)</sup>。さらに、顧客に対して過剰な情報提供をすることにより顧客が情報過多に陥り、却って顧客保護にとって逆効果になる可能性も指摘されている<sup>(36)</sup>。

そこで、実現不可能な義務を課しても意味がないとして、「銀行と同じ知識状態」という文言を重視することなく、実現可能なレベルの助言義務を課すべきとする見解が唱えられている<sup>(37)</sup>。

その一方で、店頭デリバティブ等に対して批判的な論者からは、実現不可能な助言を要求して事実上取引を禁止するという迂遠な手法を用いるのではなく、危険な店頭デリバティブ等については販売を規制することも方策の一つであるとする見解が主張されている<sup>(38)</sup>。その代表格である **Kündgen** は以下のように主張す

---

(32) Gundermann, a.a.O. (N.15), S.407.

(33) Lange, Anm.zu BGH Urt.v.22.3.2011, BB2011, 1678, S.1679; Clouth, a.a.O. (N.9), SS.234–235.

(34) Herresthal, Die Weiterentwicklung des informationsbasierten Anlegerschutzes in der Swap-Entscheidung des BGH als unzulässige Rechtsfortbildung, ZIP2013, 1049, S.1051; Koch, Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes, BKR2012, 485, S.488; Spindler, a.a.O. (N.27), S.1922.

(35) Schmitt, a.a.O. (N.15), S.2826.

(36) Grigoleit, Anlegerschutz, ZHR177 (2013), 264, SS.282–284.

(37) Zoller, Die Haftung anlageberatender Banken bei Cross-Currency-Swaps, BKR2012, 405, S.408; Kropf, a.a.O. (N.24), S.402; Lehmann, a.a.O. (N.30), S.750.

(38) Wiechers, a.a.O. (N.31), S.480 は最初から顧客が利益を得るチャンスが明白に制限されている場合であれば良俗違反になりうるとする。Koch, a.a.O. (N.34), S.491 は、BGH スワップ判決が極めて高度な助言義務を課すという迂遠な構成を用いたのは、良俗違反以外に契約を無効とする術がないことに起因しているとして、特定の取引を禁止するのは立法の役割であり、立法政策としてスワップ取引の制限もあり得るとする。

る<sup>(39)</sup>。スワップや仕組債は金融工学によって作り出されているので、顧客に助言をする銀行の担当者でさえ商品の構造を完全には理解しておらず、そのような担当者が顧客を金融工学の専門家と同じ知識状態にすることは無理があり、BGHが要求する高度な助言は実現が困難である。BGH スワップ判決の事案ではかなりの確率で銀行が勝者となる金利の賭けを銀行自身が作り出して顧客に推奨しているのであり、金融商品自体に瑕疵がある。安全性が欠けた自動車を製造し販売した者は、安全性の欠如について説明をしたか否かを問わず、そのような危険な製品を市場に流通させたことを理由に責任を負わされる。銀行と顧客との間に重大な利益相反が生じる可能性がある場合において業者に課される第一の要請は利益相反の回避であり、説明義務は第二の要請にすぎない。商品の内容と質を保障することが効果的な顧客保護につながる場合、それに適した私法制度としては良俗違反がある。長時間かけて銀行と同じ知識が得られるまで利益相反について顧客に説明することに一体どのような意味があるのか。情報提供に代わる措置として「規制」がある。しかしながら、販売禁止は自由市場経済に対する過度の介入になるおそれがあることから、緩やかな規制として、スワップ契約を締結しうる顧客層を制限したり、リスクヘッジ目的に限定する方策が考えられる。

---

(39) Köndgen, Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes, BKR2011, 283–286.