

DODD-FRANK 金融改革法と 30年目の証券法開示責任制度の改革

——撤廃された格付機関の証券法§11専門家責任免除ルール^①（上）

大澤 和人

はじめに

2010年7月21日に制定されたDodd-Frankウォール・ストリート改革及び消費者保護法（以下「DF法」）は、証券化が引き起こした信用危機の原因とされた信用格付の利用に関して、抜本からの変革を目指した。議会は格付けの正確性を高めるために、信用格付機関に対する民事責任による追求を認めることが必要との結論にいたった。連邦Securities and Exchange Commission（以下「SEC」）は、1982年以降、1933年証券法（以下「証券法」）のルール436(g)という規則により、証券発行登録届出書や目論見書に含まれる信用格付け記載に関する信用格付機関の開

示責任を特別な計らいで免除してきた。D F法 § 939 G 制定以前、ルール436(g)は格付機関の付与する信用格付けを、専門家により作成され署名され、証券法の定める証券登録文書あるいは発行目論見書の一部となる開示書面とみなすことから除外した。そのため発行者は信用格付機関による格付開示の同意を要しなかった。同ルール撤廃により、登録文書の一部に信用格付利用に同意が必要となった。D F法は免除ルールを撤廃し、会計士など専門家意見と同様に、格付機関に証券法 § 11の発行届出書面の開示責任に服さしめることにした。

30年の継続的成長で発展を遂げた米国及びグローバル化した信用市場の栄華の礎は、遡ってみれば、信用格付機関の証券法上の開示責任免除と悪意のない者の言論自由の保護による訴訟隔壁を高くすることで支えられてきた。議会の意思により、信用の礎となる土台を自ら打壊し、信用格付機関は名実共に証券法の責任が課されるゲートキーパーの仲間に加えられることとなった。

なぜ責任免除制度は打壊されたのか。なぜ長年にわたり維持され、廃止されることがなかったのか。その責任免除についてのSEECルール制定権の拠り所はどこに求められたか。信用格付に関するD F法の目的は、サブプライム・モーゲージ危機のひとつの重大な一因とされた証券化格付けの不備ある制度にメスをいれ、抜本改革することにあつた。D F法 § 939 ; § 939 Aに込められた変革のゴールは、規制監督機関の市場警察ツールとしての格付け利用に制限をかけ、投資家の盲信的な信用格付け依存を減少させ、独自の信用分析を促そうとする。D F法は信用格付の質についての格付機関の責任を明らかにして、信用格付プロセスを改善して透明性をより高めるため、信用格付機関の利益相反の機会を減らし、コーポレート・ガバナンス指針を課して内部統制を強化するため、SEEC監視及び法執行権限を拡張した。

以下は2012年1-2月に公表され、雑誌社の都合でその後掲載が中断された論考の統編であり、章立て番号は

公表されたノートにあわせて続き番号を使い、脚注番号は1からはじめている。

II. DF法の信用格付け制度改革の概要

証券法上の開示責任を論ずる前に、格付機関の経営と業務プロセスなど組織的運営に関する規制改革のポイントをまとめる。

1. 格付機関のガバナンス、内部統制、利益相反

DF法は、格付機関のガバナンスと利益相反防止のため、①信用格付方針や手順の違反を監視する内部統制の構築、②SECへの年次コンプライアンス報告の提出、③独立取締役の維持、④販売・勧誘の格付けへの影響の防止策、⑤元従業員との利益相反の評価手順の構築とSECへの報告、⑥アナリスト資格基準の適用を求め、格付以外の業務制限を課して利益相反を防止するための規制制定権をSECに付与する。SECはそのための格付機関基準の定期的なコンプライアンス検査室を新設し、特定要件を満たさない場合には特定クラスの証券の格付機関登録の停止あるいは取消を許可される。³⁾

2. 信用格付プロセスと格付審査情報の Due Diligence

DF法は、信用格付手続きや評価のプロセスの透明性を高め、格付の評価の考え方を公開するため、格付プロセスで検討される発行者情報やSECが施行規則を定めて要求する追加情報があればそれも含めて、格付機関に標準化さ

れた様式を使うことを求める。⁽⁶⁾ 格付機関各社間での比較を容易にするため、各機関には既存格付の正確性の度合いがわかるように定期的な開示が求められる。⁽⁷⁾

格付機関が格付決定で用いる情報について、発行者が証券法上の責任を負って提供する重要情報以外に広げる場合、格付機関は信頼のおける出所の情報に依拠することが求められる。⁽⁸⁾ DF法は前者の発行者情報以外の情報が何を規制しようと思図しているかについて特定化していないが、正確性や重要情報不備がないことを信じて依拠するのであれば、注意義務として別個にDDを要求される。この点について、格付機関が証券のデフォルト発生確率モデル推定のためにベースとして、どのようにプール・パフォーマンス情報を利用してきたかの実務慣行及びそれがDDの対象となるかについては後述する。さらに発行者の重大な法違反に関する内部告発者や第三者からの情報について、規制監督機関への照会が求められる。⁽⁹⁾

3. 格付機関の証券法責任免除ルール436(g)の撤廃と言論事由の法理適用の展開

証券法ルール436(a)は、証券登録届出書あるいは目論見書に引用あるいは概説される専門家意見や報告の一部が含まれる場合⁽¹⁰⁾に、届出書の付録として⁽¹¹⁾専門家の同意を登録することを発行者に求める。それに対して旧ルール436(a)は、証券法§7及び§11目的の範囲で、専門家の作成あるいは証明する届出文書の一部としてNRSROが付与する信用格付は含まれないとし、436(a)の例外としてNRSROの同法§11責任を免除し、発行者には届出書や目論見書に格付が記載されるためのNRSROの同意取得が不要とされてきた。⁽¹²⁾ NRSROは、重要事項に関する不実表示や不開示に関する§11責任について、特例ルールによって訴訟防御壁が提供されてきた。⁽¹³⁾ 他方、DF法制定前、ルール436(g)が免除格付機関をNRSROに限定していたことから、理論上それ以外の格付機関は同ルールの責任免除の適用を受けら

れなかった。¹⁴⁾

証券法にもとづく専門家の開示責任による賠償請求の訴が認められないゆえ、投資家はコンロー上のネグリジェンスや虚偽表示 *misrepresentation* あるいは詐欺 (*Teceit*) など州法に請求の根拠を求めて訴えていた。¹⁵⁾ それに対して格付機関は、格付けが憲法修正第1条の公益に従う言論の自由の保護を受ける意見であることを理由に抗弁し、現実の害意を証明できない限り、訴えを退けてきた。¹⁶⁾ 例外を除き格付機関の圧倒的優勢は、サブプライムRMBBS/CDO訴訟が始まる2007年後半まで続いた。証券法の格付機関の専門家指名からの除外は、格付けが修正第1条の保護の資格ある意見だとする伝統的な支配的見解と合致していた。こうしてNRSROは自らの格付意見について、投資家に対して注意義務責任すら問われない地位を制度上保証され、民間企業として利益を得る業務を邪魔されなかった。

しかしストラクチャード・ファイナンスが信用市場の大きなウェイトを占め、信用格付けの主役になってくるにつれ、裁判所の間で事実認定は少しずつ変わってきていた。*LaSalle Nat'l Bank v. Duff & Phelps Credit Rating* 裁判所は、格付機関の高格付証券ストラクチャリングのための助言による自らの関与や私募証券購入者の幾人に接するなど近接ブリヴィティがあったこと、また格付けがほんのわずかな購入者だけに発表されたことから公共の利益にはほど遠いことを理由に修正第1条抗弁を認めず、請求却下の請求を棄却した。¹⁷⁾ サブプライム危機前、*Isre Fitch* では、報酬を得て情報提供する業務はメディアにあたらぬ点、及びCDOのモデリングを巡ってストラクチャリングに関わることを示す広範な通信が証券ブローカーとの間であったとして、公共の利益とは異なっており、修正第1条の保護が認められなかった。¹⁸⁾ そうした例も幾つかみられたが、*Compuware Corp.* 控訴審判決の頃までは社債格付けを巡る害意が証明されない限り言論自由の裁判法理の勝者であり続けた。

2009年後半頃から突如として雲行きがあやしくなる。サブプライム問題の顛末として、SIVを虚偽表示について連邦地区裁判所で争われた *Abu Dhabi Commercial Bank et al v. Morgan Stanley, Moody's, S&P et al*¹⁹ は、従来とは異なる結論に市場を震撼させた。さらにサブプライムではなす *In re Nat'l Century Fin. Enter.* でも敗れ、structured finance 取引の関与者に対する責任追及の流れが急激に変わった。特定の投資家だけの投資ニーズをカスタムメイドして設計された証券化商品について、特定の投資家のみ販売され、広く公衆に売られない証券化商品であれば、言論自由の原則は適用されないとの判決が出始め、重要先例として固まりつつある。²⁰ Abu Dhabi 裁判の判事は、格付けが訴え不能な意見とする主張を退けた。付与した格付けが正確で事実の裏づけがあることを格付機関が本気であるいは理に適って信じてはいなかったという訴答陳述を判事は尤もだとして、格付けが訴えうる虚偽表示と判決した。²¹ そうした動きは *Calpers v. Moody's, S&P, Fitch* などの州地裁に広がり、発展をみせている。それら裁判例が相次ぐ中、格付けの言論自由の問題についての学者の関心も盛り上がっている。²²

裁判法理は展開を見せてはいるが、依然言論自由の争いは解決がつかず、不安定に置かれていた。そんななか、D F 法は公募の届出書の格付け付与が修正第1条で表向き保護される意見の発表ではなく、専門家意見とみなし、立法解決に出た。D F 法はルール 436(g)を撤廃し、NRSRO認定による訴訟免脱の差別をなくして両者と同様に扱い、格付機関が発行登録文書や目論見書に格付記載を含めることに同意させ、会計士と同様に専門家責任を負わせるとした。D F 法 § 939 G のルール 436(g)撤廃条項 (Title XI) は、D F 法制定と同時に施行された。格付機関はそれにより単独あるいは共同被告として訴訟による追及を免れることができなくなる。格付機関には証券法 § 11 請求の抗弁事由として、届出書が効力を生じた時点の記載格付に係り、重要事実の表明として真実であり、不作為がなく、誤認を生じさせる情報でないことを(調査した上で)信ずる合理的根拠があったこと、またそう信じたことを立証することが求

められる。これは証明積極的抗弁となる。格付けに限定された責任であれば（損害の発生に他の原因がない限り）、他の当事者に責めを負わせることはできないので、消極的抗弁を用いようとしても試みは失敗に終わるだろう。

従来、投資家が訴によりNRSROに証券法上の賠償責任を求めようとするとき、証券販売に共謀があったとして証券法§11目的の証券引受業者としての扱いを主張しても、原告の請求は格付け及び格付機関が同条に厳格に定められた当事者の範囲にはないのが明らかなため、失敗に終わってきた。²⁶⁾ 他方コモローを請求理由とする訴えでは、reckless（怠っていないければ防止できなかったはずの注意義務を欠く態様）の要件事実や損害との因果関係の証明負担が重く、多くが訴による追及を挫折する。

4. 格付利用に関する証券化ノークション・レター

D F法制定前年終わりのルール436(g)撤廃に関する公開コメントから、SECには格付機関が猛烈な反対にでてくることは想定範囲だった。D F法制定前後、格付機関は重要事項の不実表示あるいは不開示に関する§11責任の恐れから、証券法に基づく発行者登録文書や目論見書での格付利用の同意拒絶の声明を相次いで出した。²⁸⁾ 格付機関は、格付が証券法§11責任の適用を受ける事実の表明ではなく、リスクに関する一意見であつて、将来起こる事象の想定や予想が現実となる確率を測定する尺度の格付けの将来予測的な性格が証券法の要求する専門家による（会計帳簿の監査・再確認に類似する）事実の検証ではないと主張する。²⁷⁾ しかしD F法は格付けが取引所法§21Eの将来予測説明にはあらず、セーフハーバー保護目的から除外する。²⁸⁾

格付機関の抵抗に直面し、Reg. ABと§939Gの交錯が生む予期できたであろう影響に、SECは速やかに対応する必要が生じた。Reg. ABの1103(a)(9)と1120項は、証券発行が格付取得を条件とするかどうかにつき、そ

の場合には最低限の希望格付と付与する格付機関の開示を登録者に求め、1120項は期中に格付がモニターされることを義務付ける。ルール437は、専門家の同意取得が事実上困難な場合、発行者に証券法§7専門家同意義務の免除適用をSECに申請することを許可するが、本件でSECはルール437による救済を与えなかった。²⁹立法の効果は靦面だった。DF法制定の引き起こす格付機関の同意固辞の結果、大統領署名の翌日、証券化発行市場が突然に停止する。10億ドルの発行を計画していたFord Motor Creditは、7月22日、法の移行期間中に終了する募集につき、Reg. A B（項目1103(a)と1120）により募集の目論見書に開示を義務付けられた格付を募集届出書の一部である目論見書に開示できない場合、法執行を勧告しない旨をSEC企業金融局に書簡により問い合わせた。SECは即時に危機を回避するため、no action letterを發布して同日回答し、ルール436(g)の撤廃に関連する暫定的措置として半年間（その間に規制制定がなされる予定）、証券化の発行者が格付けを開示しなくても法執行を勧告しないと示した。³⁰SECはDF方に求める規制制定を完了するに十分な時間の必要を認め、同年11月、同部局のノーアクション・レターによって、SECは期限を限定することなく延長した。³¹

証券化がこのノーアクション書簡によるパッチワークパズルのようなルール作りが実質的に20年も行われてきた弊害の解決のため、議会意思を明確にして格付け規制を条文化したにもかかわらず、元の木阿弥なのか。期限を決めない執行猶予の延長ノーアクションは、議会の行動に服することになる。

発行前に発行者の全体あるいは検証しうる一部のローン・プール（上場企業においてさえ全体は監査の対象であっても、一部の正確性は保証されない。）のパフォーマンス実績値に基いて推定される譲渡前の担保プールのデフォルト確率は、実際に選択される担保ローンの質が分析プールと異なれば、調達条件に影響が生じ、発行が条件付となる。従って発行規模、格付は募集時点は予備的となり、発行時点で変わりうる。

Reg. ABの適用を受けない社債発行者に関して、SECはコンプライアンスと開示解釈(C&DI)を公開して対応した。³²⁾

5. 取引所法の「将来予測」免除の廃棄と民事救済にかかる訴答要件の緩和、共同幫助にかかる法執行

(1) 民事救済の要件緩和

取引所法の責任に関して、DF法§933(a)は取引所法15E(m)を修正し、公認会計士や証券アナリストが適用を受けると同様の方法と範囲で、格付機関に対する法執行や制裁金規定を適用を認める。³³⁾ さらに§933(a)は、格付機関意見を取引所法21E目的の将来予想記載とみなさず、1995年民事証券訴訟改革法(PSLRA)のセーフハーバー条項の保護から除外した。

DF法§933(b)は、PSLRAに従ったルール10b5に基づく民事証券詐欺訴訟の却下申立の棄却の訴答基準を緩和し、金銭賠償訴訟に適用されるとした。³⁴⁾ DF法制定以前、10b5請求の原告はPSLRAに従って、詐欺を強く推認できる具体的事実を主張しなければならなかった。格付機関に対する訴訟の多くが、証明負担を満たすことが困難なため、審理に入る前に訴答段階で門前払いを受けていた。格付機関に対する請求の却下申立を棄却するためには、原告が訴答で、格付機関が格付意見を信じていなかったのが真実であるか格付意見が根拠を欠いていたのが事実だったことを主張することを裁判所は求めていた。³⁵⁾

§933(b)(2)(B)は取引所法§21D(b)を修正し、格付機関が悪意あるいは然るべき注意を欠いて(knowingly or recklessly)、(i)格付審査で格付メソッドロジーによって格付機関がベースにした格付け要因事実について合理的調査を怠ったか、(ii)要因事実について取引から独立した第三者による合理的な確認検査をしなかったことを強く推認できる

具体性ある事実を主張すれば、訴答での心的状況テストをクリアする。§ 933(b)により格付機関は自身による合理的調査か、事実に関する第三者の確認審査DD信頼の抗弁を主張しうる。何が合理的調査とみなされるかの決定は、具体的事実と状況についての裁判所の判断にもとづく。格付け意見というとき、格付けのプレス・リリースや証券募集の事前販売レポートまで含むかについては争訟になりうる。§ 933(b)は訴答での訴えの却下請求の申立て基準にすぎない。訴答の障害をパスして審理が始まれば、ルール10b-5訴訟原告は、格付機関のサイエンターを証明しなければならぬ。

§ 933目的を含め、§ 932は格付機関に対して、その業務に関する情報（格付実績、格付手順、格付評価基準、利益相反を含む）をSECに登録する義務を負わせ、さらに実効性あるものにするため、格付機関は取引所法に従いSECに登録される文書などに誤解の生じる記載があれば、民事救済を定める取引所法§ 18の適用を受けるとした。§ 932は報告やその他の開示義務について私的訴権からNRSROを護ることを明示していた取引所法15E(m)を差し替えた。§ 933FはSFP制度設計にあたり、その格付けプロセスに関する2年の調査を求めた。

改革は発行者の依頼を受けない勝つて格付けに関してその目的の対象とはしない。発行者から委任を受けない勝つて格付けが無報酬ゆえ、利益相反はなく、公共の利益から言論の自由の抗弁を損なうとは考えない。

§ 933(b)(2)(B)の心的状況義務について、格付機関は先例無きことと懸念を示した。³⁷ 格付機関は§ 933責任基準強化の対策として、発行者や証券引受会社に対して、格付け委任合意書に格付機関が投資家訴訟によって被った損害を補償するように求めた。³⁸ 取引当事者が依頼された取引によって被る潜在的損害の補償合意を求めることは実取引界では通常であるが、この無制限補償の修正は先例なきことだった。格付機関は2009年頃から裁判において修正第1条の権利行使が認められなくなってきた。ムーディーズは2009年初めから、州など地方政府にも委任合意書において訴訟

リスクの補填請求をしており、実質納税者負担になると報道された。³⁹⁾ 州法が市に補償条項に合意することを禁じるか、格付けを使えなくなるかは不透明という。

(2) 共同幫助 aiding and abetting 責任と法執行

2008年判例法理によれば、証券詐欺の共同幫助者に対する取引所法10(b)に基づく黙示の私的訴権は謀略に関わらず不実表示や詐欺に関与のない第三者にまで拡張されない⁴⁰⁾。DF法§29Mは、取引所法だけでなく、証券法、投資会社法違反についても共同幫助責任の訴えを提起し、さらに制裁金を求める明白な権限をSECに与えて法執行権限を承認した。⁴¹⁾ 929Mによって、悪意あるいは通常に調査していれば違反を分かっていたであろう義務を怠る如何なる者も、証券法(その規制・規則を含む)違反の他の者に重大な幫助があると定める新たな項目が証券法§15に追加される。同様の項目が投資会社法§48に追加される。SECが共同幫助で訴える場合の要件として、DF法§929Oは、取引所法§20(e)を修正し、悪意のほか *reckless* を加えてコモンロー上の共同幫助ベースを拡張し、不正幫助の悪意の心的状況の証明より負担を減じた。⁴²⁾ PSLLRAは、取引所法の共同幫助違反に対して訴えを提起する権限をSECに与えているが、PSLLRAでは幫助者が不正を知っていた現実の悪意を証明できる場合に限られる。DF法によりコモンローでは不十分だとされた心的状況要件の立証の証拠ラインが変更された。

共同幫助者に対するSECの法執行権限がこの改正によって拡張され、届出書に同意をいれて意見開示される会計法人、弁護士、DD業者、格付機関には、発行者にサービスを提供する者として、一般報道ニュースをモニターして違法行為が頻発していたら(発行者からは事実の提供を受けていないから)見てみぬ振りして不知を決めぬ程度⁴³⁾の注意義務責任が行政監督上問われることになる。⁴⁴⁾ さらに§929P(c)は、取引所法20(a)を改正し、届出者を誠実さを欠いて直接あるいは間接に支配する者に対する法執行権限を認める。それにより従業員の証券詐欺の違法行為に対す

る上級役員の個人責任が増すことになる。他方、D F法は、2008年1月判例以降、証券法についての2次関係者責任の範囲の解釈が不透明のため、私人の証券詐欺訴訟にまで2次的関係者の共同幫助請求を認めなかった。D F法 § 929 Z (a)は、証券法違反の共同幫助者に対する私的訴権を承認しうるかどうかは、その影響について別途1年の調査を要するとした (§ 929 Z (b))。

6. コンプライアンスと開示解釈 (C & D I) の修正

D F法は信用格付けについて、社債と証券化を特に分けて規定せず、「信用格付」を規制の範囲としている。譲渡された金融資産の信託財産持分を表象する受益権の証券化証券だけでなく、公社債や優先株の信用格付を網羅的に含める。実務上のD F法の運用にあたっては、必要に応じて証券化かとそれ以外の適用範囲を特定して検討しなければならない箇所がみられる。

格付機関から登録文書への記載同意が得られなければ、発行者は次の募集前に格付開示を除くため、既存のSEC登録の修正を求められることになる。一般の企業社債の募集開示では、Regulation S I KやS I Kの適用を受け、証券のリスク・ファクターや債務コピナント、発行者の流動性や資本資源の検討にあたり、重大な状況の変更をもたらす事由や不確定要因やコミットメントの開示義務が課される。そこで格付が参照として利用され、その開示が必要となる。D F法は、そうした既存の登録発行者の開示に格付機関の同意を求めている。他方、発行者には次期募集の直前に、前の格付自体の開示を変更あるいは削除して登録を修正する必要があるか疑問が生じる。

SEC職員はこうした問題に速やかに対処するため、7月22日、D F法制定後直ちに、ルール436 (g)廃止に伴う変更に関し、証券法ルールにかかるコンプライアンスと開示解釈 (C & D I) を発布し、証券化開示規制適用の発行者以

外の社債に関する6分野についての解釈指針を書き換えた。⁽⁴⁵⁾

(1) 発行者開示関連格付情報⁽⁴⁶⁾ ルール436(g)の撤廃は、SEC登録届出書あるいは目論見書に開示の一部として格付情報が含まれたり、参照情報として記載されても、以下に列挙される「発行者開示関連格付情報」に限定される格付関連情報であれば、発行者に格付機関の同意を求めない。⁽⁴⁷⁾ ①開示規則が求める発行者のリスク・ファクター開示として格付が参照され、格付が維持できず変更された場合の財務への影響、②開示規則が求める「発行者の財務状況及び業績に関する経営者の検討と分析」の登録者の流動性の説明のために参照される格付、③資金調達費用、④格付に結びつく債務コヴィナント、金利や配当といった記載で格付が参照される条項。

(2) 様式自由の目論見書(FWP)⁽⁴⁸⁾ 格付けの同意は届出書及び証券法§10(a)目論見書に含まれる格付に限って必要となる。証券法目的の目論見書は、証券法ルール405に証券法§10(a)要件を満たす目論見書と定義され、募集登録される⁽⁴⁹⁾424(b)目論見書及び目論見書補足を含む。証券法ルール433(届出後に許可されるFWPの条件)⁽⁵⁰⁾に従って登録される様式自由の目論見書free writing prospectusや証券法ルール134(目論見書とみなされない通信)に従うterm sheet(取引概要説明書)あるいはプレス発表に含まれる格付は、専門家同意の登録を求める証券法§7及びルール436(必要な場合の同意)の範囲で、届出書あるいは目論見書とはみなされない。⁽⁵¹⁾ ルール134に従うコミュニケーションは目論見書ではない。したがってルール436は証券法§10(b)目論見書のFWPやルール134のterm sheetには適用がなく、同意の義務はない。⁽⁵²⁾ ただしこれら文書がルール424(目論見書の登録)に従う目論見書として登録され、格付情報を含む場合には、ルール436目的で目論見書とみなされ、同意が必要となる。

(3) 一括登録届出書 DF法制定前にForm S-3あるいはF-3での届出が効力を生じていた発行者で、格付情報を含んでいる場合には、DF法施行後の次期届出書修正まで届出書を継続して使うことが許される。⁽⁵³⁾ For

m 10-Kなどの年次報告がそれにあたり、年次報告が登録された後には、発行者は格付情報を開示する届出書を使用できない。届出書に格付情報を含むForm 10-Qによる四半期報告を登録する発行者も同様に、届出書の添付として格付機関の同意が求められる。

(4) Reg. ABの適用を受けない発行者、届出書、DF法施行後の届出書修正、目論見書あるいは補足目論見書に格付情報が含まれるあるいは参照される場合には、発行者は格付機関の同意が必要となる。⁽⁵⁷⁾

7. Regulation FD免除の廃止

Reg. FDは、取引所法§12の登録証券の発行者あるいは15(d)の報告義務ある発行者について、一部の投資家や証券アナリストに対する選別的な非公開情報の開示とインサイダー取引を防止することを目的とし、免除適用がなければ、特定の限定された者に提供される重要な非公開情報の公開を発行者に義務付ける。ルール100(b)(2)(iii)は公開格付けの取得の目的だけに、格付発行業務を営む機関に交付される情報を免除している。⁽⁵⁸⁾ DF法§939Bは、Reg. FDを修正してルール100(b)(2)(iii)を削除し、取引所法§3(a)(6)が定義する格付機関に対して提供される情報についての全面的免除を廃止する。SECは2010年9月Reg. FDを改正し、免除を廃止した。⁽⁵⁹⁾

格付機関提供情報についての免除適用ルールが必要とされた背景は、格付機関が2006年改革法の施行まで、投資顧問業者として届出されており、Reg. FDのルール100の対象とする者から除外する必要があった。2006年改革法により、既に格付機関が開示禁止される特定の者から外れたものの、格付機関に提供される経営方針を含む発行者情報の重要性の点から開示すべきかどうかを問題とすれば、開示を逃れるためには免除ルールが要求される。この点は社債について、格付機関への提供情報は開示免除をうけられなくなり、Investor relation上、開示義務を受ける

ことになる。

証券化では格付機関と発行者の委任契約による守秘義務合意にもとづき、格付け目的だけのためローン情報が提供され、情報利用についての契約上の目的制限を受ける。DF法は、発行者との守秘義務合意にもとづき共有管理される発行者非公開情報の免除まで変更するものではない。他方SECは、証券化格付に関して格付ショッピングや利益相反防止を目的として、取引所法ルール17g-5を修正してルール17g-5(a)(3)を新設し、委任をうける格付機関が共有する非公開担保プール情報について、他の格付依頼を受けていない格付機関に情報アクセス機会を与えるよう証券会社の表明を取得することを格付機関に求めた。⁽⁶⁾ローン情報については投資家にまでアクセスを許可していないことから秘密合意違反は問題にされないが、そうだとすれば、開示適用免除ルールは必要となる。仮にDDされていない未検収のローン情報が開示されれば、虚偽表示について委任契約当事者に対する発行者の表明・保証義務違反に基づく回復請求が許されるが、投資家は委任契約の外に置かれ、請求権者ではない。結果として、事前DD義務(第三者DDまで義務付けるかの方式の議論はある。)とDD証明を含めない限り、投資家責任にもっていくことは許されない。

Ⅲ. 改正の評釈と法理の解説…証券法§11開示責任法理と格付けメソドロジという格付け意見の正体

1. 証券法§11の募集・届出の開示責任と§12の証券会社の目論見書の責任

(i) 証券法 §11 の訴答要件と §12 の証明負担

証券法 §11 の訴答弁要件は、①被告の範囲が同条項により限定され、②証券の登録文書について、③重大な点に関して、④不実表示（虚偽や正確性を欠く情報）あるいは不開示が認められれば、投資家が登録文書を読んでいるように否かにかかわらず、不備の登録文書に基づいて購入した事実だけで満たされる。証券法 §11 の救済では、重大な点についての不実表示あるいは不開示ある登録文書を信頼した事実を個別に証明する必要がなく、投資家が登録文書を読んでいるように否かに拘わらず（書面登録が効力を生じて後12ヶ月間に限り）証明なく真実でない文書に信頼したと法律上推定され、救済の権利が認められる。

証券法 §11 は証券発行での虚偽開示による損失発生を排除することを目的とする。開示関係者の投資家に対するネグリジエンスや心的状況は §11 責任とは無関係であって、§11 では開示情報自体に対する賠償責任が求められる。

証券の売主の義務を定める証券法 §12 (a) (2) に基づく請求は、証券会社の義務違反と言う点でしばしば §11 請求に伴うが、両者は重大な点で異なる。§12 は売主と買主のプリヴェイティを要求し、§12 (a) (2) が証券の販売をめぐる目論見書や口頭の通信についての不実表示や不開示に係るネグリジエンスに基づく請求である。購入者は購入時に不実表示あるいは不開示を知らなかったことの証明負担を負い、それに対して売主は不実表示あるいは不開示を知りえなかつたと主張し、それを裏付ける状況を示して、防衛するだろう。両者共に信頼を要件としない。請求の性質が異なるが、時効の期間は同じである。

証券法 §11 の訴では、請求の確からしさを固めるため、訴答にて、損失との因果関係を陳述する必要がない。証券法 §11 の要件は、流通市場の証券詐欺に関する取引所法 §10 (b) が、サイエンター（害意）や損失との因果関係、信頼

の証明を訴答で求めることと対比される。登録文書に含まれない虚偽表示については§11の証券発行時における開示責任ではないが、その場合にも取引所法§10(b)あるいはルール10b15に基づく請求が許される。⁽⁶⁵⁾

証券法§11の際立つ特徴として、詐欺や錯誤を請求原因として含めない。それゆえ詐欺・錯誤の具体的主張を求め高い訴答基準を設ける連邦民事訴訟規則§9(b)ではなく、§8(a)(2)の *liberal notice* 訴答基準に従い簡潔な疎明の自由通知ですませられる。⁽⁶⁷⁾ 入り口で高いハードルを課せば、開示逃れを抑止するために、§11原告の証明負担を軽くし、⁽⁶⁶⁾ じめて、証券購入者に§11の手続き上の訴訟支配を認めようとした議会意思を骨抜きにしてしまう。訴訟支配とは、証券法請求につき、普通法か衡平法による救済の選択か、州法か連邦法の選択が原告に与えられることを言う。州法を選択できれば、訴答基準だけでなく、証券法請求に民事上の詐欺を加えた場合の証明負担が異なる。証券法§22(a)は、連邦証券法請求につき、連邦裁判所と州裁判所のいずれの管轄権も認めるが、証券法請求が一旦州裁判所に受訴されたら、被告には連邦裁判所への移送が許可されない。⁽⁶⁸⁾ 15 U. S. C. §77v(a)(1933)・RMB Sの多くが証券届出をされておらず、連邦証券法でのみ裁かれなければならない理由がないと考えれば、C A F Aの適用対象証券ではないゆえ、C A F Aに基づく移送許可については疑問が残る。⁽⁶⁹⁾

(ii)証券法§11責任の賠償額の査定

証券法§12(a)(2)は、法律上あるいは衡平法による訴えの救済を認め、文言上、投資家は売却損の請求か購入価額と売却金の差額の補償を求めることが許される。 *rescissory damages* (解約による損害の相当額補償) 理論は実際に解約できない状況あるいは解約不能場合の金銭賠償とされ、証券詐欺で株主が騙され、証券の買い手のみつからない場合の解決として使われる。⁽⁷⁰⁾ 解約可能であれば、同項は購入の取消を求める権利の根拠規定と拡張解釈される。虚偽表示により確かな評価が定まらず、買い手が見つからない売却できない場合の回復請求として、解約による返還請

求を求める他ない。

証券法 § 11 では、§ 11(e) に従う簡単な損害計算によって賠償額が算定されて私的救済が認められる。賠償額は購入価額と以下の価値との差額とされる。(x) 提訴時の価値、(y) 提訴前に処分された市場で価格、(z) 提訴後で判決前に処分された価格で(x)との差額よりも小さいとき。ここで処分済みの事案であれば、救済すべき経済的損失が明らかになっている。ただし登録文書の不実表示以外の理由による価値下落によって一部あるいは全部の損失を被ったことが証明されれば、証券法 § 11(e) はその損失回復の請求を認めない。

問題となるのは未だ損害が発生していない(x)の価値の評価である。不法行為による場合と違いが生じ、訴の原因の有無が問題となる。というのも証券化において投資家が保有する権利は、株式証券とは異なり、信託財産等に対する持分的権利であり、信託財産の中身が固定されている以上、開示違反があったからといって、それが原因で毎期受領することの予定される固定収益に直接的影響が及ぶことはなく、投資家に損失(証券の元本毀損)を与えるほどに経済的受益の価値が減価するものではない。しかも証券化では、信託財産は超過担保や現金準備金によって、またクラス証券分けされれば、それぞれクラスごとに支払い優先順位が決められており、担保の質が一定程度悪化すれば、上位クラス債権者に有利になるように返済順位を変更するための停止条件や早期償還の開始あるいは劣後クラス証券の配当停止のトリガー事由が幾重にもつけられており、そうしたメカニズムで最上位格付証券は手厚く保護されていることが特徴である。担保財産の一定の範囲で不実表示があったからといって、トリプルBの投資家にとっては損失がでたとしても、大半のトリプルA投資家にはその恐れが生じて、それが即座に現実になるわけではない。さらにそれより上位には、そうしたリスクが起りえないよう設計される。

複雑にストラクチャーされた証券化ほど流通市場を前提とせず、相対型の投資家のニーズに合わせてテラーメイ

ドしてつくられる。そして Mark-to-market ではなく、mark-to-model によって個別に評価され、プライシングされる証券であり、それが FAS 157 の公正価格の算定とされる。⁽⁷²⁾ CDO では、更に確率モデルが使われ計算されるので、推定結果は所与の想定によって大きく異なる。⁽⁷³⁾ 証券法 § 11 を訴えの根拠として、請求原因事実処分や損失の発生を要件としていないとしても、被告の採用する客観的合理的モデルによって価格を評価して損失の恐れがないことを証明されたら、訴訟原因を否定することができるか。RMBIS や CDO では証券法 § 11 賠償責任訴訟について、今のところ依拠できる先例がない。⁽⁷⁴⁾

(iii) 公募と私募の裁判法理

証券法 § 11 は、証券の登録書面にかかる重要事項開示に不实表示があれば、発行者の取締役らに無過失の連帯責任を課す。テラウエア一般会社法 102 (b) (7) やサーベンス・オクスレー法が、忠実義務違反や故意や悪意がある違法行為を除き、取締役の信認義務違反による金銭賠償の個人責任を限定あるいは軽減することを定款に記載して容認するが、開示について厳格責任を求める証券法 § 11 は、会社法と対比すれば、厳しさの違いが際立っている。⁽⁷⁵⁾

証券法 § 11 は当事者適格だけでなく、開示責任の範囲を登録書面に限定しており、有価証券届出のない未登録の私募証券の募集要項 (offering memorandum と呼ばれる⁽⁷⁶⁾) の虚偽表示について、同条に基づき訴えを提起することは認められない。それに対して証券法 § 12 (a) (2) は、文言上明確に目論見書あるいは口頭通信の虚偽説明の責任を募集人あるいは売出人に課しており、控訴審も私募証券にかかる請求を認容していた。⁽⁷⁷⁾ しかし 1995 年 Gustafson 判例⁽⁷⁸⁾ が口頭通信を無視して目論見書に吸収し、同規定の目論見書の定義に関し、証券法 § 2 の目論見書規定ではなく § 10 規定を使って公募開示のなかの目論見書として、⁽⁷⁹⁾ 届出書情報に限定して、私募証券による § 12 (a) (2) 請求を適用除外したことから、⁽⁸⁰⁾ 法目的を誤解し、理論構築がなっていないと多くの学者の間で驚きをもって評釈され、以降下級審では今な

お混乱が続いている⁽⁸⁴⁾。専門性のない投資家の救済のために、私募であっても事実上不特定多数に募集がかけられた事実を主張して、テクニカルに§12(a)(2)要件を緩和しようとする混迷さえ見られた⁽⁸⁵⁾。

SFPの私募の開示問題は、DF法とは別にReg. ABの抜本改正により解決された。CDOではoffering memorandumにおいて、担保となるそれぞれの個別のRMBsに関する開示責任を負わないと明記する。証券募集のための証券会社との契約(subscription agreement)には、それらRMBsの担保情報に関する表明・保証が含まれていないのが通例である。これは企業社債の信用リスクを反映するクレジット・リンク債や他社株株転換社債を発行するさい、そうした証券の発行者が担保証券の発行会社の開示責任を免脱するため、募集要項の表紙にレジエンドするのと同じである。会社が保有する投資の構成資産にまで、発行者に責任を負わせるとなれば、他のルールにも重大な影響がでてしまうので、それが限界である。

(iv)証券会社の証券法§11のDD抗弁

証券会社が証券法§11の開示責任の免除を求めようとすれば、同11(b)のDDの積極抗弁を要する⁽⁸⁶⁾。専門家意見については証券会社はDD義務が緩和され、信頼の抗弁が許される⁽⁸⁷⁾。

(1) 本研究は、国際商事法務40巻1号(2012年)(22-34頁)、同巻2号(23-25頁)に連載された後、その後の部分については、雑誌社の都合により掲載が中断していたノートで、科研費(課題番号2333011)の助成を受けている。

(2) ①から⑤については、DF法§932(a)(15)U.S.C. Chap. 2B, §7807(c), (f), (h)の該当箇所に編纂される。

(3) DF法§936

(4) DF法§939H

- (5) D F 法 § 932 (a) (15 U. S. C. § 78 o o 7 (d) (p)).
- (6) D F 法 § 932 (a) (8) (15 U. S. C. § 78 o o 7 (r) (s)).
- (7) D F 法 § 932 (a) (8) (15 U. S. C. § 78 o o 7 (q)).
- (8) D F 法 § 935 (15 U. S. C. § 78 o o 7 (v)).
- (9) D F 法 § 934 (15 U. S. C. § 78 o o 7 (u)).
- (10) 証券法 7 (a)は届出書の必要記載事項を定めており、届出書の記載情報に関してSECに広範な規制制定権を与え、特定クラスの証券について開示が不当と判断すれば、必要記載事項から除外するためのルールあるいは規則を制定する権限を付与する。同法19(a)は届出書や目論見書に関する特別な規制制定権を与える。エンジニア、不動産鑑定士、資格による職権のある専門家が届出書の一部を作成あるいは検証した場合は届出書に関連して使用されるための報告や評価が専門家により作成あるいは検証された場合、7(a)は専門家の同意を届出書と共に登録することを義務付ける。同意した専門家は、同法11(a)(4)で、民事責任を求められる。
- (11) 証券法 § 11は、証券の公募発行の関連して、登録届出書における重要事項の不実表示により投資者に生じた損害を賠償させる民事責任を定め、発行会社は無過失の責任を負うが、その他の会計士や証券引受人等は過失基準の責任を負う。同条は過失基準の民事責任をより実効あるものにするために、同条の責任を追及されたとき、専門家はその資格に基づいて作成しまたは証明した表明の範囲で、DD抗弁により当該責任を免責され、過失の立証責任を被告に転換する。
§ 11(b)(3)(B), 15 U. S. C. § 77 K (b)(3)(B).
- (12) ルール436(g)は1982年に設けられ、その後修正される機会なく施行されてきた。17 C. F. R. § 230.436(g) (47 FR 11441, Mar. 16, 1982). SEC Concept Release on Possible Rescission of Rule 436(g) Under The Securities Act of 1933 (Oct. 15, 2009). NRSROの証券法 § 11責任免除とは、登録届出書における不実表示との関係でその格付の注意義務違反に対する責任を免除される。
- (13) Joseph R. Mason & Joshua Rosner, *supra* note 1, CDOにより基本的な格付けの性格と格付機関の役割が変わってしまったが、果たしてSECのルール436(g)制定による専門家責任免除が議会の意思であるかは不明確であると主張する

(15頁)。裁判でその点を確認した事例は見当たらない。この論考はCDOの実務を知り、タイトル通り、どこを格付けが見誤ったかを知る上での基本文献で、学者に影響を与え、皆引用する原典となる文献であるが、ネット世界の共有財産で、学会誌の公表論文ではない。

(14) Concept Release No.33-9071, supra note. 格付けが非NRSROによって付与され、届出書で開示される場合、§11責任を受ける。

(15) 連邦証券法ではなく、コモドルのネグリジェンスや虚偽表示だけであれば、州裁判所を選択ほうが証明負担が厳しくない場合が見られるが、クラスアクションの場合には、移送を求められることが許される。New Jersey Carpenters Vacation Fund v. Royal Bank of Scotland/Greenwich Capital: Harborview Mortgage Loan Trust (Mortgage Pass-Through Cert. Ser. 2006-4, Class B1: Ser. 2007-7, Class 2A1A), Moody's, S&P, at al., 08-cv-5093 (SDNY May 2009) は、同州州地裁から2008年6月に移送された証券法違反をめぐるクラスアクションで、Countrywideの貸し付けたローンを担保としたRMBSをめぐって、RBS/GCや格付機関がローンの一部が届出書に説明される引受貸付基準に不適格な問題ある欠陥ローンであることの開示を怠ったこと、格付機関がローンが譲渡適格を満たしている前提でそれについて全くDD調査することなくRMBSに高格付けを付与したことを理由として格付機関と引受証券会社を訴えた。投資家が格付機関の責任を求めて訴えた最初の頃の事件のひとつとみられる。2010年3月、格付機関に対する請求原因は棄却され、証券会社の募集に関する請求については、当事者適格が無いとして棄却された。証券会社と格付機関の利益相反に関する請求は、主張不十分で棄却され、引受基準無視に関する請求の審理は続行する命令がでた。

(16) *Computware Corp. v. Moody's Inv. Servs.*, 499 F.3d 520 (9th Cir. 2007). 発行者は否定的格付けについて名譽毀損、契約違反、詐欺で格付機関を訴えた。発行者は、契約違反請求について、格付機関が現実の害意(虚偽の認識あるいは然るべき注意をわざと欠いて)をもって格付けしたことの証明を要したが、害意の十分な証拠を示せなかった。格付機関にはニュースの収集を超える関与があったとの主張がなかった。同判決の現実の害意の基準の評釈として、執行秀幸・アメリカ法 2009-2, 391 (2010-06)。

格付機関の民事責任と言論の自由の抗弁に関する概説につき、前掲・野田耕志83頁以下参照。野田は、structured

- finance) について言及しておらず、裁判例から格付機関は、民事責任から隔離されるべき存在であると結論付け、ルール436⁽⁶⁾を脚注にて引用する。CDO格付けが一般社債と如何に異なるかについては、Hyson Tak Shim, *Legal Liabilities of Credit Rating Agencies in Structured Finance*, U.C. Berkeley J.S.D. dissert., 90-113 (fall 2009). Mark Anchor Albert, *Rating agency liability*, 32-7 LA. Lawyer (LACBA), 38-40, 42-44 (Oct 2009)
- (17) *Lasalle Nat'l Bank v. Duff & Phelps Credit Rating Co.*, 951 F. Supp. 1071, 1092 (SDNY 1996) では、診療債権を購入にあたり、大量の詐欺があり、不適格な債権を取得し、投資家に売られたことが発覚し、投資家はネグリジェンスある不実表示を理由に格付機関を提訴した。裁判所は、会計士(弁護士、不動産鑑定士、建築家などに適用される)専門家の第三者責任を認めるかどうかのCredit Alliance 裁判ナースを検討し、証券格付機関の投資家とのプライバシーに適用できなく理由を見出せなかった。Credit Alliance Corp. v. Arthur Andersen & Co., 65 NY 2d 536 (1985)。分析については、Joseph G. Bunn, *A justified "Assault upon the citadel of privacy" and the first amendment: A theory of liability for investors seeking recovery from credit rating agencies*, n.44, 46, 56, Berkeley Electronic Press (fall 2009)
- (18) *In re Fitch, Inc.*, 330 F. 3d 104 (2d Cir. 2003)。銀行のためにタイラーメイドされたローンを担保とするCLOの証券を購入した銀行は、規制当局によりCLOが投資適格を満たさず、流動性もなるとして売却を迫られた。証券会社に規制を満たさない取引だと主張して解約・返還を求めたが受け入れなかった事件で、Fitchは当事者ではなかったが、ディスカバリーからストラクチャリングに関与があることがわかり、召喚状を受けたが、NY州民事法の79-bによるニュース収集特権を主張して文書提出を拒絶した。同判決の評釈は数多いが、Theresa Nagy, *Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation*, 94 Minn.L.Rev. 140, 151 (2009)。
- (19) 前掲 *Abu Dhabi and King County*。MBSを保有資産として高格付けだけに依存するSIV (Cheyne Capital) の投資家が格付けの虚偽表示を請求原因として、販売した投資銀行と格付機関に対して訴えた事件である。特定の限られた投資家にタイラーメイドされた金融商品を私募と同様に販売された証券の格付けは広く売られた社債格付けのような言論自由の保護には値しないと裁判官が意見した初めての事件のひとつになり、注目を集めた。投資家が限定される場合に

修正第一條の保護を受けられなくする。 *In re Nat'l Century Fin. Enter., Inc., Inv. Litig.*, 580 F. Supp. 2d 630, 640 (S.D. Ohio 2008).

Abu Dhabiらの請求には、コモンロー詐欺、ネグリジェンスある虚偽表示、フィデューシヤリ義務違反、不当利得、aiding and abettingが含まれ、さらに原告は、被告らが虚偽及び誤りであることを知りつつ共謀して商品をつくりあげたと共同行為を主張した。格付けは担保のMBSとSIV共に高格付けを取得していたが、SIVの資本構造やMBSから高格付けが保証されるものではない。格付機関らは損失の因果関係及びサイエンターの主張が十分ではないとして却下申立てしたが、コモンロー詐欺請求の却下申立ては2009年9月に棄却、それ以外の却下請求は認容された。原告は契約違反、不法行為上の介入、先行条件及び善意ウイナント違反、それら請求の共同行為(aiding and abetting)、コモンロー詐欺の請求について補正が許された。2010年4月、コモンロー詐欺と共同責任にてクラスアクション第三回補正申立てがなされた。

Abu Dhabiの「評釈」Caleb Deats, Talk that isn't cheap: Does the first amendment protect credit rating agencies' faulty methodologies from regulation? 110 Coll.Rev.1818, 1838-54 (2010). Deatsの枠組みのなかで「キーパーとしての格付機関のDDO、検証の責任の点から論ずる(1860頁以下)。

証券発行者の虚偽表示詐欺において、銀行、会計士、弁護士など二次的役割 aiding and abetting fraudを担う補助者に対する訴えは取引所法§10(b)では許されないが、詐欺の陰謀に加担した場合に10(b)違反とみなしうる賠償責任法理のストラクチャリングに加担する格付機関への適用を期待した実務家だったが、*Stoneridge Inv. Part. v. Scient. Atlanta*, 552 U.S. 148 (2008)で否定されて使えなくなつた。Jonathan S. Sack and Stephen M. Juris, Rating Agencies: Civil Liability Past and Future, 238-88 NYLJ (Nov.5, 2007). Coffeeは「gatekeeperの民事責任を免責する」ことが「届け出証券に係る専門家」のネグリジェンス責任を課す証券法の11の備えた虚偽表示の効果的抑止力を放棄する傾向にあると述べる。Testimony on The Liability for Aiding and Abetting Securities Violations Act (Sept. 17, 2009), supra note at 4.

*In re Nat'l Century*で格付機関に対する請求は詐欺、ネグリジェンスある不実表示、aiding and abetting fraudだったが、原告は訴答で詐欺の要件としての現実の善意の具体的事実を述べることができず、詐欺請求に失敗したが、投資家とい

う特定のビジネス聴衆は公共の利益に当たらないとして修正第1条抗弁を却下し、不実表示と詐欺補助請求の却下請求を棄却した。Id. at 634-636, 656.

Lisbeth Freeman は「取引所法全ての違反に適用される」20(a)によって証券法及び取引所法の control する者の責任を追求すべきならぬの理論構成を試みる。Who's guarding the gate? credit-rating agency liability as "control persons" in the subprime credit crisis, 33 *Verm.L.Rev.* 585, 611-618 (2009)

- (20) *Ohio Police & Fire Pension Fund, Ohio Public Employees Retirement System, et al. v. S&P, Moody's and Fitch*, 09cv1054 (S.D. Oh.) の原告は「*In re Nat'l Century Fin. Enter., Inc. Inv. Litig.*」を重要先例として「*依拠*」したと主張した。被告格付機関の訴えの却下申請に対する原告の反論 memo of law, Mar. 2010)。

- (21) *Abu Dhabi*, supra at 176

- (22) *CalPERS v. Moody's, S&P, Fitch*, CGC-09,490241 (Cal. Sup. Ct. May 2010) は SIV 格付けに対する訴えを SIV の発行が言論自由の公共の利益の問題ではなく、金融け目並みだけの経済活動にすぎないとして *Abu Dhabi* を引用して発展させた。格付機関は金融報道会員に類似点はなく(8頁)。CalPERS の訴えの請求原因については、花井路代「格付機関の注意を欠いた不実表示に表現の自由の抗弁が認められず一穴の開いた米国憲法修正第1条の防波堤」NBL913号(2009.9.15)、「同」カルパース、不実表示により巨額の損害を被ったとして大手格付機関の社を提訴NBL910号(2009.8.1)。

- (23) 格付機関と言論自由のこれらの事件及び SIV や CDO で格付機関がなぜ誤ったかについては、前掲 *Deats* の他 John Crawford, *Hitting the Sweet Spot by Accident: How Recent Lower Court Cases Help Realign Incentives in the Credit Rating Industry*, 42 *Conn.L.Rev.* 13, 19 (Fall 2009); Rachel Jones, *The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies*, 1 *Wm.&Mary Bus.L.Rev.* 201, 217 (2010).

- (24) 前掲 *Abu Dhabi* 事件では、共同行犯 (aiding and abetting) 法理の適用を求めず請求しなかった。

- (25) *Concept Release No.33-9071*, 9071: 34-60798; IC-28943

- (26) *Fitch Releases Market Letter with Perspectives on Implementing Dodd-Frank Act* (July 23, 2010). それ以外の大手「社」DIBR のも追隨するコメントを発表した。D/F 法制定前だが、「ムーティース」は「撤廃が制定されても、格付の公

表を続けるが、更なる検討無しに届出書を田論見書に格付を含めると同意できなくも表明した (Moody's to Begin Implementing Changes Related to U.S. Regulatory Reform Act, July 15, 2010). Stacy-Marie Ishmael, Rating agencies to debt issuers: don't cite us, FT Alphaville (July 19, 2010); Stacy-Marie Ishmael, Rating agencies, Dodd-Frank and the ABS market, FT Alphaville (July 21, 2010)

- (27) 前掲注 Fitch Releases Market Letter
- (28) D.F.法 933(a) (15 D.S.C. 878-07(1)).
- (29) 証券法 7(a) は、届出書に関連して使われる報告・評価を専門家が作成あるいは検証したとして指名されていれば、同意が著しく登録困難だと SEC が判断して免除しない限り、同意の登録を義務付ける。
- (30) Ford Motor Credit Company LLC, SEC No-Action Letter (July 22, 2010); Ford Credit Auto Receivables Two LLC 共同の Ford Credit Auto Owner Trusts (Commission File No. 333-167489) の証券の届出書面の登録に関する問い合わせ、7月22日、Ford は SEC の Corporate Finance Division への一定の暫定期間中、田論見書に格付けを含めなくとも法執行を勧告しないことを求める書面を送り、SEC は迅速に no action を回答した。その効力は 2011 年 1 月 24 日に消滅する。
- (31) 格付機関は D.F.法制定後、格付けの同意を与えたくないとして、その方針をとり続けた。その SEC 主任特別顧問は、証券化市場の混乱をさけるため、2010 年 11 月 23 日 no action 書簡により、当初の 1 月 24 日の期限を期日を限定するのとなく延長されるとして、登録書面の一部である目論見書に Reg. AB の 11003(a) 及び 11200 項の求める格付け開示がななくとも、当局はその SEC に対して法執行を勧告しないとの立場を表明した。Ford Motor Credit Company LLC, SEC No-Action Letter (Nov. 23, 2010).
- (32) Securities Act Rules, C&DI Questions 233.04, 233.05, 233.06, 233.07, 233.08 (July 27, 2010)
- (33) D.F.法 933(e) (15 D.S.C. 878-07(1)).
- (34) Federal Rules of Civil Procedure 612(d)(9) 申すを言へ。
- (35) D.F.法 933(d) (15 D.S.C. 878-07(2)(B)).

- (36) *In re IBM Corp. Securities Litig.*, 163 F.3d 102 (2d Cir. 1998)
- (37) S&Pは7月16日、無料会員を含むオンライン登録投資家向けメールを発信し、先例のない証券詐欺訴訟の訴答基準緩和が格付機関に対する連邦証券法の訴を認めることから、増大するだろう knowingly or recklessly 注意義務違反の訴に対応する必要があると述べた。
- (38) Asset-Backed Alert, Dodd-Frank Wrinkle Reshapes Rating Process (Aug. 6, 2010)
- (39) Darrell Preston and Matthew Leising, Moody's bid for rating-lawsuit protection meets challenge from u.s. States, Bloomberg (Sep 2, 2010)
- (40) *Stonbridge Inv. Partners v. Scientific-Atlanta*, 552 U.S. 148 (2008). 私的訴権はそれ以前にも認められなかった。Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164 (1994). 判例評釈として、黒沼悦郎「不実開示をした発行者の取引相手の責任」商事法務1800号42頁 (2008-5-25)
- (41) D.F.法§929 M (15 U.S.C. 77o-80 a-48)
- (42) D.F.法§929 O (15 U.S.C. 78 t(e))
- (43) ロモンローの一般的説明として、悪意のレベルの心的状況は、purposely, knowingly, recklessly, and negligently に移るに従って、濃淡が下がっていくが、同時に証明のラインが下がっていくを意味する。特定の結果が引き起こされることを望んでいるか信じている心的状況 purposely と望まないが起こる危険を確かであることをわかっているのが knowingly で、結果として重大なリスクがあることを認識するだけが reckless で、重大なリスクを意図的に無視する心的状態を要件とする。下位の2つが注意義務で negligence は通常人の注意からして重大にずれた過失とみなせ、他の3つと違って、状況が見えておらず、重大なリスクを察知すべきであったが察知していない不作為の態様を意味する。他の上位は状況が見えているので、そのことが帰責につながる。共謀者の範囲を広げると、reckless まで入れるという線引きは、注意義務のレベルまで当事者適格テスト基準が緩くなる。Model Penal Code, §2.02 (有責性の要件から)
- (44) 前掲注 First Alliance Mortgage の格付けのケース参照。
- (45) Division of Corporation Finance, Outdated or Superseded Compliance and Disclosure Interpretations: Questions 233,04-

- 08.198.08 (July 22, 2010). 7月27日、適用は証券化に拡張されるよう修正された。
- (46) C&D1 Question 23304
- (47) Reg. S-X, Item 503c べ、募集をリスクに晒す最重要要因についての必要記載を定める。
- (48) Reg. S-X, Item 303 に関する登録様式の標準指示に含まれる MD & A を言う。
- (49) Reg. S-X, Item 303a1
- (50) Free Writing Prospectus 44、2005年の証券法の募集改革に関連して設けられた証券法ルール405に規定される。SEC Release 33-8591, 34-52056, IC-26993, Securities Offering Reform (July 19, 2005)
- (51) 証券法は目論見書に関して2つの代替的要件を定める。§ 10(a)目論見書はSECが不開示を同意する以外の届出書情報を含まなければならない。届出書の一部とされ、§ 11責任に服す。§ 10(b)目論見書は、§ 10(a)目論見書からの概要で一部情報の不開示があり、§ 11責任に服さず、SECの規則でFWPとされる。目論見書、FWPに関しては、FWPの証券法§ 12(a)(2)責任を論じた Steve Thal, Free Writing, 33 J. Corp. L. 945 (2008) 参照。
- (52) 届出書に含まれない情報を含むルール433(a)の要件を満たすFWPは、§ 2(a)(10)及び5(b)(1), (2)の目的上§ 10(b)に従って許可される目論見書となる。
- (53) 証券化に関する Reg. A B C の free writing prospectus, term sheet の扱については、Jason H. P. Kravitt, Securitization of financial assets, 11-192-195. 証券化では法定目論見書以外の募集情報が使われることが許され、クラス分けされたそれぞれの証券に関し、担保プールに発生するさまざまな貸倒率や期限前返済などの規模とタイミングを想定し、ストレスを加味したときのクラス分けされた証券のそれぞれの償還額予定表を引受証券会社がシミュレーションした電子媒体上の計算情報は、証券化募集では投資家との間で双方向の対話式の red herrings (予備的目論見書) で利用されるが、将来予測に関するもので、SECのセーフ・ハーバー規則によりFWPに含まれない。S-3 Form の募集について、証券化情報及び電子媒体情報の登録と利用に関しては、Reg. A B ルール167及び426に依拠して使われる。FWPが証券化情報及び電子媒体情報だけを含んでいる場合には、FWPの規則に従って情報は登録されることができ。
- (54) 証券法 § 10(a)目論見書に関し、ルール405が目論見書を定義する。

- (55) C&D.I: Question 233.06
- (56) C&D.I: Question 233.07
- (57) C&D.I: Question 233.05, 233.08
- (58) N.C. R. 9B.03.11.
- (59) Release Nos. 33-9146; 34-63003; IC-29448; Final rule, Removal From Reg. FD of the Exemption for Credit Rating Agencies (Sept. 29, 2010)
- (60) Exchange Act Release No. 61050 (Nov. 23, 2009), 74 FR 63832 (Dec. 4, 2009)
- (61) 証券法第17(c)(1)の適用: Jennifer O'Hare, Institutional Investors, Registration Rights, and the Specter of Liability Under Section 11 of the Securities Act of 1933, 1996 Wis. L. Rev. 217, 226 n.36 (1996). 証券法の損害賠償(禁煙)の適用: Marc I. Steinberg, Securities regulation: liabilities and remedies, 6-5.
- (62) *Merry Lou Shaw v. Digital Equip. Corp.*, 82 F.3d 1194, 1220 (1st Cir. 1996).
- (63) 証券法第11及び17(c)の請求を拒否する抗弁の適用: Todd R. David, Jessica P. Corley, & Ambreen A. Delawalla, Heightened Pleading requirements. Due diligence, Reliance, Loss Causation, and Truth-on-the-market-available defenses to claims under sections 11 and 12 of the securities act of 1933, 11 Transactions: Tenn. J. Bus. L., 53 (2010)
- (64) *In re Flag Telecom Holdings, Ltd. Sec. Litig.*, 411 F.Supp.2d 377, 382 (SDNY 2006)
- (65) *In re Stac Electronics Sec. Litig.*, 89 F.3d 1399, 1405 (9th Cir. 1996) [cert. denied, 520 U.S. 1103 (1997)]
- (66) *Wagner v. First Horizon Pharm. Corp.*, 464 F.3d 1273, 1277 (11th Cir. 2006); *Rombach v. Chang*, 02-7907 (L.), 02-7933 (XAP) (2d Cir. Jan 20, 2004); Scott D. Woller, Rombach v. Chang: To 9(b) or not to 9(b), 49 NY L.Sch.L.Rev. 809 (2004) は、請求がネグリジエンスではなく詐欺を述べた場合、証券法第11及び17(c)(2)の適用を提起される請求者の民事訴訟規則の(9)の適用についての法理を検討する。
- (67) *In re NationsMart Sec. Litig.*, 130 F.3d 309, 314, ¶13 (8th Cir. 1997). 証券法第11の証券基準として、取引所法第17(c)の課税を含む証券法の(9)基準を適用するべきかどうかの適用をめぐって、Krista L. Turnquist, Pleading

Under Section 11 of the Securities Act of 1933, 98 Mich. L. Rev. 2395, n.16, n.28, n.33, n.40, n.44 (June, 2000). Turnquist はまず条文に忠実であるべきで、詐欺・錯誤の主張にだけ適用される9(b)の高めた基準の適用を§11に広げるべきではないと説く。

- (68) クラスアクションの濫訴抑止のための1998年証券訴訟ユニフォーム基準法(SLUSA)は、証券法§16に定められる請求について排他的連邦管轄権を創設して§22(a)を修正し、取引所に上場するなど特定の証券のクラスアクションについては連邦裁判所への移送を認めた。15 U.S.C. §§77p(b)-(c), 77v(a)。しかしながら証券法§11請求がその変更後も移送禁止条項の適用を受けるかの適用範囲をめぐって、裁判所の見解は割れていた。In re Waste Management Sec. Litig., 194 F. Supp. 2d 590, 596 (S.D. Tex. 2002); Brody v. Homestore, Inc., 240 F. Supp. 2d 1122 (C.D. Cal. 2003); Alkow v. TXU Corp., 2003 WL 21056750 (N.D. Tex. May 8, 2003); Hawaii Structural Ironworkers Pension Trust Fund v. Calpine Corp., 03-cv-00714 (S.D. Cal. Aug. 27, 2003)。

2005年クラスアクション公正法(CAFA)が制定され、連邦裁判所に移送が許可される州籍相違管轄権の認められる下限(訴額50万ドル超で100人以上の請求者)が広げられた。それによってSLUSAによって移送できない証券法請求が、CAFAでは移送が認められるかと問題が生じてきた。

巡回区裁判所で見解が割れた。第9巡回区では、RMBBSで証券法§11及び§12(a)(2)違反を問う事案について、一般原則としてのCAFAに対して、裁判所は証券法§22(a)の個別条項が限定的に優先するとして、証券法請求の移送を許可しなかった。Luther v. Countrywide Home Loans Servicing LP, 533 F.3d 1031 (9th Cir. 2008)。それとは反対に、Rd ITの併合をめぐる第7巡回区控訴審は、第9巡回区の意見に依拠せず、その性格決定を退けて一般原則の優位を認めて§22(a)がCAFAに基づき証券法請求の移送の障害にはならぬと判決した。Katz v. Gerardi, 552 F.3d 558 (7th Cir. 2009)。RMBBSの社債権者の訴えを受理したNew York州裁判所は原告の主張を退け、連邦地区裁判所への移送を許可した。N.J. Carpenters Vacation Fund v. Harborview Mortgage Loan Trust 2006-4, 581 F. Supp. 2d 581 (SDNY 2008)。

- (69) DF法§29Eは証券法§22(a)と取引所法§27を修正し、SECが連邦地区裁判所で起こした訴えあるいは手続きで審

- 問にて証人の出席や書証・物証の提出を強いる召喚状は米国内に送達されなければならぬとした。829 F.1.
- (70) rescissory damages については Mark W. Zeno, *Securities law — consideration of tax benefits in private damage actions under rule 10b-5 — Salcer v. Envicon equities*, 744 F.2d 935 (2d cir. 1984), 88-2 Western N.E. L.Rev. 275, 285, 291 (1986).
- (71) *Gustafson v. Alloyd Co.* 判例で、購入者は12(a)に従い取消権があるとして取消を求めた。115 S.Ct. 1061, 1071 (1995). Peter v. Leisou は、契約で12(a)(2)違反の補償上限額を予め定めていても、不実表示を原因とする訴訟が開始されれば、その表明が争われるので、意味を持たず、全額の還付が求められると述べる。The Scope of Section 12 (2) of the Securities Act of 1933: A Legal and Economic Analysis, 45 Emory L. J. 95, 140-141, n.227 (1996).
- (72) Financial Standards Accounting Board の Statement 157
- (73) 藤井真理子・竹本遼太、証券化と金融危機—A B S C D O のリスク特性とその評価、金融庁金融研究センター・ディスカッションペーパー (2009.3.5)
- (74) 十分なD.D.をあり、担保財産について虚偽表示で、譲渡当初から担保価値が無く、譲渡適格を欠いて契約違反とする訴えは、*Luther v. Countrywide Home Loans Servicing L.P.*, et al., BC380698 (Calif. Super. Ct. Nov. 2007 filed); *Plumbers' Union Local No.12 Pension Fund v. Nomura Asset Acceptance Corp.*, et al., 08-0544 BLS (Mass. Super. Ct., Jan. 2008 filed); *Luminant Mortgage Capital Inc. v. Merrill Lynch, 2: 2007 cv05423* (E.D.P.A., Dec. 2007 filed); *City of Ann Arbor Employees' Retirement System v. Citigroup Mortgage Loan Trust*, et al., 08Civ1418 (EDNY Mar. 2008 filed).
- サベトラインの条で証券法上に請求権を規定した一覽は、Bethel, Jennifer E.; Ferrell, Allen; and Hu, Gang, "Law and Economics Issues in Subprime Litigation", Har. L. Sch., John M. Olin Cent for L. Econ. and Bus. Discuss. Paper Ser. 612 (Mar. 2008) の Table I (pp.67-72) にあるが、2008年2月8日現在、その責任のみの訴えは4件にすぎず、そのほか同法の12(a)(2)を訴訟原因に伴う事件が19件数えられる(10件の重なる事件を除く)。
- 前掲 *Greenwich Fin. Serv. Distressed Mortgage Fund 3 LLC v. Countrywide Financial Corp.*, et al., 650474/2008 (Sup. Ct. NY County, Oct. 2010) は、虚偽表示を理由として証券法の賠償請求を拒否し、サービサーの公表保証条項

の契約違反によるローンの買取りを求めた事例で、証券ではなく、証券化信託財産の譲渡の解約を選択した。

(75) Del. Code. Ann. tit. 8, *§* 102 (b) (7) (2009) の解釈法則として Robert T. Miller, *Lyondell Chemical Co. v. Ryan*: The duty of good faith comes to Revlon-Land, 11.1 Engage, 14, (Mar. 2010)

(76) *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 382 (1983).

(77) *In re The Walt Disney Company Deriv. Litig.*, No. 15452, 2004 Del. Ch. LEXIS 132 (Del. Ch. Sept. 10, 2004)

(78) 私募発行では登録届出書に含まれる記載事項を含む証券投資の prospectus に替えて、株式会社同様の Offering Memorandum (offering circular など) が使われ、実際には特定の投資家への配布である。

(79) *Metromedia Co. v. Fugazy*, 983 F.2d 350, 361 (2d Cir.1992); *Pacific Dunlop Holdings, Inc. v. Allen & Co.*, 993 F.2d 578, 587 (7th Cir.1993). 他は巡回区管轄の判決である。

(80) *Gustafson v. Alloyd Co.*, 513 U.S. 561 (1995). 判例研究として田真徳「1995年証券法の条令の『目録見書』の意味」商事法務141-12号。

(81) *Gustafson* 判決では、株式の売買契約は、表明保証された会社の財務情報に虚偽記載があったと主張する請求として、売買契約が広く配布される目録見書には当たらないとして、回請求を棄却した。513 U.S. at 567, 571, 579, 584

(82) 私募の offering memorandum が公募とまた異なるかの事実認定として *Dean G. Vanzest v. Ruffy & Co.*, 960 F. Supp. 651 (W.D.N.Y. 1997). *In re Refco, Securities Litig.*, plaintiff's memo. of law, 05 Civ. 8626 (S.D.N.Y. 2005) は私募の offering memorandum を目録見書と区別するとして主張する。Id. at 51.

(83) Elliott J. Weiss, *Securities Act Section 12 (2) after Gustafson v. Alloyd Co*: what questions remain? 50 Bus. Law. 1209-29 (1995); Stephen M. Bainbridge, *Securities Act Section 12 (2) After the Gustafson Debacle*, 50 Bus. Law. 1231 (Aug. 1995); Ted J. Fiflis, *Gustafson v. Alloyd Co.*, *Judicial vs. Legislative Power*, 23 Sec. Reg. L.J. 423 (1996). 判例はローヤル・裁判官の間でも大々く見解が割れて、Thomas & Ginsburg 判事のみが、厳格な批判が投げかけられた。513 U.S. at 596

(84) Natasha Guinan, *Nearly a decade later: Revisiting Gustafson and the Status of Section 12 (a) (2) liability in the courts? Creative judicial developments and a proposal for reform*, 72 *Fordham L. Rev.* 1053 (2004). 巻への解説書は Gustafson

判例の異様さを指摘しながらも、それに拘束されなかった。Yung v. Lee BDO BDO LLP, 04-3130 CV (L), 04-3320 CV (XAP) (2d Cir. 2005) は、会計士のネグリジエンスに関して、私募の募集合意が如何なる目論見書の配布義務もなげ、目論見書に於ける証券販売に当たらず、*§ 12(a)(2)*救済の権利を認める事実の証明がないうちで請求棄却した。

- (85) *Sloane Overseas Fund Ltd. v. Sapiens International Corp.*, 941 F. Supp. 1369 (SDNY 1997) は、証券法*§ 12(a)(2)*責任の適用範囲を拡張しようと、1958年 Ralston Purina 判例が確立した公募の基準が何かを探したがそうとするなか、準公募概念をつくりだしている点で突出しており、他の裁判では、ルール144A募集が12(a)(2)責任を服さないと判決している。Peter Letson は証券法*§ 12*の立法史と議会意思を研究し、目論見書記載情報について、公募されたかどうかわかなべ、1958年 Ralston Purina 判例が確立した自身で防衛判断 (fend for themselves) ができるか否か*§ 12(a)(2)*の救済を再構成すべき主張した。The Scope of Section 12 (2) of the Securities Act of 1933, supra note. 同主旨張り Janet E. Kerr, Ralston Redux: Determining Which Section 3 Offerings Are Public Under Section 12(2) After Gustafson, 50 SMU L. Rev. 175 (1996).

- (86) *In re WorldCom, Inc. Securities Litigation*, 346 F. Supp. 2d 628 (SDNY 2004) は、社債発行にかかり引受証券会社の証券法*§ 11*のDD抗弁(登録開示文書が重大な点において正確であることをいって積極的に信じられる。)についての基準を検討するが、それまで40年間の第2巡回区管轄(証券会社の本拠地で営業のなされる New York を含む)の地区裁判所の先例となっていた解釈法理を補った。*Escot v. BarChris Construction Co.*, F. Supp. 643 (SDNY 1968); *Phillips v. Kidder, Peabody & Co.*, 933 F. Supp. 303, 318-19 (SDNY 1996); *Ades v. Deloitte & Touche*, 90 Civ. 4959 (RWS), 1993 WL 362364, **20-21 (SDNY Sep. 17, 1993). *In re WorldCom* は、専門家意見、非専門家意見、専門家の同意の報告、コンフォート・レターに関して、発行者データの検証にあたり何が注意のある調査か、DD調査の立証のためのDD報告文書の作成の(証明負担)義務と証券発行後のDD文書の3年保存期間、DD調査の主幹事への委託について示した。判決では、引受証券会社は自らが正確性について注意をもった調査をしないで、コンフォート・レターや未監査財務諸表にただ依拠するだけでは、DD抗弁の成立を認められず、監査済み財務諸表についても、正確性について調査すべき注意義務を喚起する赤旗が上がっている限り、盲目的な信頼の抗弁は成立しない。In *WorldCom*, at 672, 677. 裁判所は非

専門家意見について、専門家意見かどうかで線引きしない証券法 § 12 (a) (2) で求められる注意義務抗弁は § 11 抗弁より緩く、注意のある調査まで求められないと述べ、⁸⁷ *reasonable care* と *reasonable investigation* を分けた。Id. at 663. ルール 436 (c) は未監査の財務情報項目の報告は専門家意見ではないと定める (17 C. F. R. § 230.436 (c))。

迅速に資本市場にアクセスできるように公募の準備に必要な時間と費用を削減するため、シエルフによる一括登録及び参照情報の組み入れにより短い開示メカニズムが利用されるようになり、状況によつて証券法と取引所法の開示義務を分ける意味が薄れ、統合する契機が生まれていた。SEC はそうした変更で引受会社が従来数週間を費やしていた DD 調査にかける時間が限られ影響が及ぶことを認識した (SEC Rel. 6335, 1981 WL 31062)。そうした懸念のなか SEC は 1981 年ルール 176 を導入し、証券法 § 11 (b) 使われる信じるための注意のある調査や注意の根拠が何であるかを決定するに關係する状況が何を言うかを明確にしよとしたが、引受証券会社の DD 義務の基本的性格の高い基準を変更する意図はなかった (Rel. 6335)。他方の EC はシエルフ登録を導入するより、短い様式の利用を認められる登録者の DD 調査の方法がそれ以外の状況の調査と異なることを認めた (SEC Rel. 6499, 1983 WL 408321)。裁判所はルール 176 の解釈について求められていなかった。Donald C. Langevoort, *Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment*, 63 *Law & Contemp. Probs.* 45, 65 (2000). 学者はシエルフ登録の時間的制約⁸⁸もはや引受証券会社に伝統的なネットキーパーの役割を期待するよりか不透明だと述べ、John C. Coffee, Jr., *Brave New World? The Impact (s) of the Internet on Modern Securities Regulation*, 52 *Bus. Law.* 1195, 1211 (1997). 別の学者は § 12 のネグリジェンス基準を適用するのが明らかに困難になると述べ、Langevoort, *supra* at 65)。証券会社の DD 責任について、伝統的 DD、DD 抗弁、シエルフ登録や短い様式の影響⁸⁹についての法理の史的考察、Worldcom 事件の分析は、Joseph K. Leahy, *What due diligence dilemma? Re-envisioning underwriter' continuous due diligence after Worldcom*, 30 *Cardozo L.Rev.* 2001 (2009)。

(87) 証券法 § 11 (e) で、証券が他の理由により価値が下落したことを証明する消極的抗弁も認められる。