

シンジケートローンの米国法上の 証券該当性が争点となった 近時の判決について

～ Kirschner v. J.P. Morgan Chase Bank, N.A. の検討と
日本法への示唆～

掘越 秀郎*

鶴岡 勇誠**

宮國 尚介***

はじめに

2020年5月、シンジケートローン（以下「シローン」という）の米国法上の証券（security）該当性が争われた事案（以下「本事案」という）において、米国のニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所（United States District Court for the Southern District of New York）（以下「本裁判所」という）がこれを否定し、原告の主張を退ける判決（以下「本判決」という）¹を下した。証券該当性が争われた先例として、要求払い式の約束手形（demand note）に関する連邦最高裁判所（Supreme Court of the United States）の判決（Reves v. Ernst & Young）（以下「Reves 判決」という）²や、ローン・パーティシペーションに関する連邦第二巡回区控訴裁判所（United States Court of Appeals, Second Circuit）の判決（Banco Espanol de Credito v. Security Pacific National Bank）（以下「Banco 判決」という）³が存在するが、本判決はこれらの判決で用いられている法理に沿って、シローンが米国法上の証券に該当しないと判断したものである。

仮に、シローンの証券該当性が肯定されると、米国におけるシローンの組成・販売は米国の証券法上の義務や手続に服することとなり、現状の実務に比して一層時間・コストを要するものとなる。そのため、本件の帰趨は、米国のシローン実務に重要な影響を与え得るとされ、大きな注目を集めていた。本邦では、金融商品取引法（以下「金商法」という）上の有価証券に該当する金融商品は法令上列挙されており（同法2条1項及び2項）、ローン（として発行されている）金融商品の有価証券該当性が裁判で争われることは少ないと思われるものの、金商法の施行に際して制定された政令において、学校法人等に対する貸付債権のうち一定の要件を満たすものが有価証券とみなされる権利に追加されており⁴、米国におけるシローンの証券該当性の議論は本邦においても参考になる。

本稿は、このような問題状況を踏まえて、本事案及び本判決を概観すると共に、本判決の意義や日本法への示唆に関する考察をすることを目的とする。なお、本稿において意見にわたる

— も く じ —

はじめに

I 事案の概要

II 判旨

III 本判決の検討

IV 日本法への示唆

*ほりこしひでお、弁護士、西村あさひ法律事務所

**つるおかたけのぶ、弁護士、西村あさひ法律事務所

***みやくに なおすけ、弁護士、西村あさひ法律事務所

部分は、筆者ら個人の見解であり、筆者らが所属している組織の見解ではない。

I 事案の概要

本件は、原告⁵が、後に定義する本件シローンの組成・販売を行った J.P. Morgan Chase Bank, N.A. 等複数の金融機関を被告とし、本件シローンの借入人に関する情報の不開示等を理由として、カリフォルニア州やマサチューセッツ州等の証券法（以下総称して「証券諸法」という）の違反やアレンジャー・エージェントの責任等を主張した裁判である（時系列に沿った事実経過の概要については、図表1参照）⁶。

尿サンプルの診断検査等の事業を行っていた Millennium Laboratories LLC（以下「本件借入人」という）は、2011年頃から、連邦医療法違反に関して米国司法省（以下「DOJ」という）による調査を受けたり、スターク法（the Stark Law）や反キックバック法の違反等を理由として競合他社から訴訟を提起されている状況にあった。

被告の一部の金融機関は、2012年3月に、本件借入人との間でローン契約を締結し、3億1,000万ドルのローン（以下「2012年ローン」という）を実行していたが、DOJによる調査の状況を考慮して、これをリファイナンスすることを計画した。具体的には、機関投資家を募って本件借入人に対するシローン（以下「本件シローン」という）を組成し、これにより2012年ローンの元本残高（3億400万ドル）を完済させるというものである。本件シローンの他の資金用途は、本件借入人の役員に対する報酬の支払い、株主に対する特別配当・債務の償還であった。

2014年3月16日に、本件シローンに係るコミットメントレターが締結され、被告は当初レンダーとして本件シローンを実行することに同意すると共に、被告の一部は本件シローンのアレンジャーの指名を受けた。

2014年4月16日に、被告は17億7,500万ドルのローンを実行し、その後、約70の投資家（約

400のミューチュアルファンド、ヘッジファンドその他の機関投資家から構成される）に対してこれを売却した。

本件借入人は、その直後の2014年6月16日に競合他社からの訴訟に敗訴して損害賠償を命じられ、また、2015年10月16日にはDOJとの間で2億5,600万ドルを支払う旨の和解を行った。本件借入人は、同年11月10日に本件シローンにつきデフォルトに陥り、連邦破産法第11章に基づく手続開始を申し立てた。

以上のような状況を受けて、原告は、被告に対して、本件借入人の連邦医療法違反等の事実が不開示であったことを理由に、証券諸法に基づき虚偽記載と不作為の責任を求めて提訴した。

図表1 事実経過の概要

2011年頃	DOJによる本件借入人に対する調査等
2012年3月	2012年ローンの締結
2014年3月16日	本件シローンに係るコミットメントレターの締結
2014年4月16日	本件シローンの貸付実行、その後、投資家への売却
2014年6月16日	本件借入人が、競合他社との訴訟に敗訴
2015年10月16日	本件借入人がDOJに対して2億5,600万ドルを支払う旨の和解
2015年11月10日	本件借入人が、連邦破産法第11章に基づく手続開始を申立て
2017年8月1日	原告の被告に対する提訴

II 判旨

証券諸法に基づく責任の主張は、本件シローンが証券諸法上の「証券」に該当することが前提となる。本裁判所は、以下の理由に基づき本件シローンの証券該当性を否定し、原告の主張を退けた。

まず、本件シローンの証券該当性については、Reves判決において採用された家族的類似性テスト（family resemblance test）に従って判断されるとした。家族的類似性テストとは、証券

の定義について定める証券諸法の規定を踏まえ、問題となっている金融商品が、「ノート」(note)であれば証券該当性が推定されるが、ノートであっても証券に該当しないとされる種類のもの(例えば、消費者金融において交付されるノートや住宅抵当により担保されるノートなど)に強い家族的類似性を有するものであれば推定が覆され、証券該当性が否定されるという規範である。そして、Reves 判決は、家族的類似性を検討する際には、①取引に入る売主と買主の動機(motivations)、②分売計画(plan of distribution)、③一般投資家の合理的な期待、④対象商品のリスクを軽減させ、証券諸法の適用を不要とするような他の制度の有無の4つの要素が考慮されるとする⁷。その上で、本裁判所は、本件シローンに関して、以下のとおり、上記①の要素は、証券該当性を肯定する方向にも否定する方向にも働かないが、上記②乃至④はいずれも証券該当性を否定する方向の要素となると判断した。

① 売主と買主の動機⁸

Reves 判決は、売主と買主の取引の動機には投資(investment)の場合と商取引(commercial)の場合があるとし、前者は証券該当性を肯定する方向の要素であるのに対し、後者はこれを否定する方向の要素であるとした。

本件では、上記Iのとおり本件シローンの資金用途は、2012年ローンの返済、本件借入人の役員への報酬の支払い、株主に対する特別配当・債務の償還であり、売主の動機は商取引である一方、資金提供者である投資家の多くは、本件シローンを投資ポートフォリオとして購入した年金ファンドや退職年金ファンドであり、買主の動機は投資であるとされた。そのため、本裁判所は、本件シローンの動機には投資と商取引が混在しており、本事案では、本①の要素は証券該当性を肯定する方向にも否定する方向にも働かないと判示した。

② 分売計画

この要素は、対象取引が投機又は投資のための一般取引(common trading)の対象となる

か否かを含め、当該取引の分売計画を考慮するものである。

本裁判所は、以下の諸点を理由として、本件シローンの分売計画は証券該当性を強く否定する方向の要素になると結論付けている。

- ・本件シローンに譲渡制限が存在すること
- ・数百の資産運用管理者(investment manager)に対して購入の勧誘が行われたが、一般公衆(the general public)と比べれば比較的小数であること
- ・勧誘対象が機関投資家と法人のみであったこと
- ・最低投資額は100万ドルとされ、本件シローンの規模に比べれば低いものの、洗練された投資家(sophisticated investor)のみが参加可能な高い金額であること
- ・当初に購入した投資家の関連会社に対して譲渡される際には最低投資額の制限はなく、数十万ドル単位で取得している法人も存在するが、これは洗練された投資家の複雑な企業構造によるものであり、かかる関連会社は一般公衆には該当しないこと

③ 一般投資家の合理的な期待

この要素は、一般投資家が対象商品の証券該当性を合理的に期待するか否かを考慮するものである。

Reves 判決と同じく家族的類似性テストを採用した Banco 判決は、問題となった取引に関する書類において使用されていた用語に着目したが、本判決でも、潜在的投資家に配布されたインフォメーション・メモランダムや、本件シローンに係るローン契約において、「loan documents」、 「loan」及び「lender」等の用語が用いられ、「investor」という用語が用いられていなかったことからすれば、合理的な投資家は、本件シローンが証券投資取引ではなく貸付取引であると認識したはずであるとした。

また、原告は、上記書類中の非公開情報に関する守秘義務条項に関して、本件シローンに証券諸法の適用があり得るという当事者の認識を反映したものであると主張したが、本裁判所は、

これは単にローンの実行と管理に関する場合を例外として定めた非公開情報の不使用合意にすぎないとして、この主張を退けている。

以上を理由に、本裁判所は、本③には証券該当性を否定する方向の要素が認められると結論づけている。

④ 証券諸法の適用を不要とするような他の制度の有無

被告は、通貨管理局、連邦預金保険公社及び連邦準備制度理事会間のガイドライン (inter-agency guideline) 等の存在を理由に証券諸法の適用は不要であると主張したのに対し、原告は、これらは銀行のリスクに関するもので、非銀行の投資家のリスクを対象としたものではないと争った。本裁判所は、Banco 判決において、ローン・パーティシペーションに関して通貨管理局のガイドラインの存在を理由にかかると「他の制度」の存在が認められたことに基づき、本件でもこれが肯定されると判示し、本④については、証券該当性を否定する方向の要素が認められると結論づけている。

上記の検討に基づき、本裁判所は、本件シローンの証券該当性を否定し、本件シローンの投資家は、限定された範囲の洗練された投資家であり、証券の発行に伴う開示や証券諸法の保護を受けない、金銭の貸付を行ったものと考えるのが合理的であるという考え方を示している。

III 本判決の検討

1 シローンの証券該当性が問題となる理由

(a) 本件は、本件シローンを購入し損失を被った投資家より信託を受けた原告が、本件シローンのアレンジャー及びエージェントを担った被告の責任を求めた訴訟である。原告は、その前提として本件シローンが証券諸法上の「証券」に該当すると主張したが、仮に本件シローン（ひいては、シローン一般）が米国の連邦証券法 (Securities Act of 1933)、証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) 及び各州の証券法上の「証券」に該当すると判断される

と、原告側は、それらの法律に基づき被告側の責任を追及することが可能になる。すなわち、米国の連邦証券取引所法や各州の証券法上、証券を売却し、又はその購入・売却を勧誘した者が、その取引に際して重要な事実等を開示せず又は当該事実につき不実の表示又は誤解を招くような表示をした場合には、当該証券を購入・売却した者は、購入・売却に係る契約を取り消し又は損害の賠償を請求することができる⁹。

証券該当性が否定される場合には、本件でも主張されているように、原告側は、不法行為 (tort) の1つである過失による不実表示 (negligent misrepresentation) や具体的な契約条項の違反を根拠として責任追及を行わなければならない。もっとも、当事者間の契約においてこれらの責任を否定・制限する規定が存在する場合には、ケースバイケースであるが、これらの主張が認められるのは容易ではない。

(b) 被告は本件シローンは「証券」に該当しないと主張した。本件シローンのような、米国におけるシローンの証券該当性を否定する理由として、一般に以下のようなものが挙げられている¹⁰。

(i) 商品設計等の相違点

米国において資金調達的手法としてシローンと比較されることの多いハイイールド債においては、無担保、固定金利で、期限前償還が制限されており、発行後の条件変更は難しい。これに対して、シローンの場合は、有担保のことも多く、変動金利で、期限前返済は基本的に許容される。また、貸付実行後の契約内容の変更も行われており、条件変更の再交渉が社債に比して容易である。

(ii) 組成・流通に関連する相違点

シローンは融資を行う金融機関によって組成された上で、洗練された投資家に対して販売されるのが通常であり、社債と異なり、一般公衆に対して販売されない。この際、シローンの借入人やローン条件の概要を含むインフォメーション・メモランダムがシローン参加者に提供されることが一般的であるが、そこには目論見

書等の証券法に基づく開示書類のような包括的な情報が含まれることは予定されておらず、シローン参加者も、自らデューデリジェンスを行い又はローン契約上の表明保証に依拠して与信しなければならないことを認識している。また、社債の場合と異なり、シローンの借入人は、契約上一定の属性の者をシローンに参加させないよう交渉することもできる。さらに、シローンにおいては、証券法上の重要な非公開情報(material non-public information)にも該当し得る情報に依拠して取引が行われる点も社債の取引と異なる。

(iii) 実務への影響

シローンの証券該当性が肯定されると、証券法上の様々な規制の遵守が必要になる結果、シローンの非証券性を前提として長年かけて形成されたシローン市場の実務や規範が通用しなくなり、同市場の性質が根本から変わってしまう恐れがある。

例えば、仮にシローンの証券該当性が肯定されると、他人又は自らの勘定で証券に関する取引を行うことを業とする者(Broker-dealer)は証券法に基づきライセンスを取得しない限り当該取引を行うことができないという規制(例えば、California Corporations CodeのSection 25210(a)に服し、シンジケーションに際して証券法に従ったライセンスの取得が必要になり得る。また、プライマリー市場における規制(公募開始前の証券の登録手続や開示書類の提出(連邦証券法5条及び6条))や、セカンダリー市場における規制(証券の登録維持義務や年次報告書の開示義務(連邦証券取引所法12条など))などが適用され得る。また、前述のとおり、重要事実の不開示等の場合に一定の責任を負う可能性がある。

これらの規制を前提とすると、シローンの証券該当性が肯定されることにより、これまでの実務に従ったシローン取引よりも、追加的な事務負担、時間、その他のコストが生じると考えられる。その追加コストは、金利や手数料の形で借入人に転嫁される可能性があるのみならず、

迅速な資金調達に支障を来し、今までシローンによる資金調達を行ってきた者にとっても資金調達が困難になる恐れが生じる。さらに、シローンの借入人は、市場に対して情報を公開しなければならない、非公開情報を取引の相手方だけに開示して資金調達を行うことができなくなり、貸付人としてもかかる情報に基づいて信用リスクを評価できなくなる不都合も指摘されている。

(c) LSTAは従前よりシローンのセカンダリー取引の標準契約書を公表していたが、2017年にはプライマリーのローン取引の標準契約書を公表するなど、近年、米国ではシローン取引の標準化が進んでおり、同時にシローン市場も拡大している¹¹。このような背景もあり、シローンの証券該当性を肯定する判断がなされると、実務に大きな影響を与える恐れがあると主張されており、本件についてどのような判断がなされるかが、米国のシローン市場では注目を集めていた。脚注10で言及したように、LSTAとBank Policy Instituteからamicus briefが提出されたこともその関心の高さの現れということができる。

2 本判決の意義

本判決は、結論としては証券該当性を否定しているが、家族的類似性テストによる証券該当性の判断はケースバイケースであり、本判決も、Banco判決と同様に、本件の具体的な事実関係に即して証券該当性を判断している。そのため、本判決の証券該当性に関する判断は、直ちに一般化できるものではなく、あくまでも事例判断である。また、下級審(District Court)レベルの判断に過ぎない。

しかし、本件シローンは米国のシローン市場で広く取引されているタームローンと同種・同内容のものであると思われる、本件シローンの証券該当性を否定した本判決の意義は大きく、実務への影響は大きいように思われる。

また、本判決は、シローンのセカンダリー取引に関する事案であるという点で、ローン・パーティシペーションの証券該当性について判

断した Banco 判決に近い事案ということが出来る。Banco 判決の事案は、銀行が自ら組成したシローンをローン・パーティシペーションの形で機関投資家に販売したが、その後に当該シローンの借入人が倒産したため、ローン・パーティシペーションを購入した機関投資家が売主である銀行に対して連邦証券法に基づく責任を追及したというものである。同判決は、家族的類似性テストを用いて、前記の4要素について全て証券該当性を否定する方向の評価を行い、証券該当性を否定した¹² (Reves 判決も含めた各判決の判断の概要は図表2のとおりである)。本判決では、Banco 判決と異なり、①の要素につき、取引の動機が混在しており、証券該当性を肯定する方向にも否定する方向にも働かないと判断したが、②から④の要素については Banco 判決と同様に証券該当性を否定する方向の要素と評価している。特に②及び③の要素については、市場における投資家の期待等に左右される可能性がある要素であるが、前記1(c)のとおり、シローン市場が拡大し、Banco 判決当時よりもシローンの流動性が高まっている状況でもなお、約30年前の Banco 判決と同様に、証券該当性を否定する方向での判断がなされ、シローンの性質に関する理解が再確認されたことの意義は大きいということが出来る。本判決の結論については米国のシローン市場の参加者や関係者にも好意的に評価されているようである¹³。

もっとも、家族的類似性テストにおける前記4要素は、常に同じ結論となるような客観的かつ明確な基準とはいえないという評価があり¹⁴、①乃至③の要素においては、投資家の目的や期待・認識といった点も考慮されるため、シローン市場における投資家の期待等に変化が生じた場合には、今後の裁判所の判断に影響を及ぼす可能性もあろう。

図表2 各判決の判断の概要

	Reves 判決	Banco 判決	本判決
結論	要求払い式の約束手形の証券該当性を肯定	ローン・パーティシペーションの証券該当性を否定	シローン譲渡取引の証券該当性を否定
①当事者の動機	売主：一般的な事業運営のための資金調達(投資) 買主：手形による利益への期待(投資) →証券該当性を肯定する要素	売主：貸付リスクの減少(商取引) 買主：余剰資金の一時運用(商取引) →証券該当性を否定する要素	借入人：リファイナンス、役員報酬や特別配当等の支払い(商取引) 投資家：投資ポートフォリオ(投資) →証券該当性を肯定する方向にも否定する方向にも働かない
②分売計画	協同組合の組合員23,000人と非組合員が保有。一般の幅広い層に販売。 →証券該当性を肯定する要素	転売制限あり。機関投資家のみが相手方であり、一般公衆が相手方とならない。 →証券該当性を否定する要素	転売制限あり。勧誘対象が少数。機関投資家と法人のみ。最低投資額が高額等。 →証券該当性を否定する要素
③合理的な期待	広告において手形が「投資」と特徴付けられており、買主がそれに疑問を抱く要因がない。 →証券該当性を肯定する要素	締結した契約の内容からすると貸付への参加であることが明らか。 →証券該当性を否定する要素	関連書類の記載から貸付取引であると認識する。守秘義務規定は本件シローン以外に非公開情報を使用しないという合意にすぎない。 →証券該当性を否定する要素
④他の制度	無担保、無保険であり、他の制度は存在しない	通貨管理局のガイドラインの存在	通貨管理局のガイドラインの存在

	→証券該当性を肯定する要素	→証券該当性を否定する要素	→証券該当性を否定する要素
--	---------------	---------------	---------------

IV 日本法への示唆

1 家族的類似性テストとの関係

本邦においては、金商法上の有価証券に該当する金融商品は法令上列挙されており（同法2条1項及び2項）、現状、学校法人等に対する貸付債権のうち一定の要件を満たすもの（金融商品取引法施行令1条の3の4）を除き、貸付債権は有価証券に該当するものとされていない¹⁵。そのため、米国における家族的類似性テストのような実質的な基準を適用して、シローンの有価証券該当性が争われることは基本的に想定されない。もっとも、当時の金商法の立案担当官によれば、実務の進展により貸付債権の譲渡性が増してきたような場合には、政令指定により有価証券に該当するものとすることもあり得べしとのことであり¹⁶、また、利息が債務者の利益に連動するような種類の貸付けや、責任財産を特定の事業主体に限定した貸付けなどを集団投資スキーム持分（金商法2条2項5号）として規律することの是非についての議論も存する¹⁷。そのため、本邦におけるシローンが、証券法制を適用して規律することが適当と評価されるような実態を備えているものであるかは、なお検討に値する。家族的類似性テストはあくまで米国において発展してきた基準であるが、同基準に照らした場合に、本邦のシローンがどのように評価されるかは、かかる観点から意義がある。

そこで、前述の4要素について検討すると、まず、①当事者の動機という点は、本事案と同様に、一般に本邦のシローン取引については、投資と商取引という動機が混在しており、決定的な要素にはならないと思われる。次に、②分売計画についてみると、本事案では、約70の投資家（約400のミューチュアルファンド、ヘッジファンドその他の機関投資家から構成され

る）に対して分売されているが、本邦の実務においては、参加する投資家の数は、それよりも遙かに少ないことが大宗である。また、一般的なシローンにおいては、その参加者は金融機関に限られている。分売計画という点からは、本事案に比してもより強く、証券該当性は否定される。さらに、③一般投資家の合理的な期待という点についても、本判決の判示と同様に、一般に本邦のシローンについて、証券取引であるとの期待は有しておらず、証券該当性は否定される。最後に、④金商法の適用を不要とするような他の制度という点についてみると、本邦においては、シローンを含む貸付取引について投資家の利益を保護するような法制やガイドライン等は、存在しない。むしろ、銀行法や貸金業法などのように、シローンの投資家を規律する法制が設けられており、貸付取引においては、資金の拠出主体（投資家）ではなく、貸金の調達主体（借入人）の保護が重視されている。もっとも、この点は、本邦の貸付取引が、一般に、融資を業とする金融機関によって担われており、条件や開示内容について個々に交渉を行うことが可能であるという実態を反映したものと思われる。この点をもって、本邦におけるシローンの証券該当性を肯定する方向での要素になると捉える必要はないであろう。

以上からすると、家族的類似性テストという米国の基準に照らしてみても、本邦の一般的なシローンについては、これをもって証券として取扱い、それに伴う規律を課すような実態は、本事案にも増して認められないことができる。

2 学校法人に対する貸付債権について

前述のとおり、学校法人等に対する貸付債権のうち一定の要件を満たすものは、有価証券に該当するとされている。この趣旨は「学校債」が多数の一般投資家向けに発行されている事例があるといった実態に鑑み、投資者保護の徹底を図ることにあ」とされる¹⁸。そして、有価証券に該当するとされる要件を具体的にみると、

学校法人に対する貸付債権であって、①貸付にかかる利率、弁済期が同一で、複数の者が行う貸付けであること、②一定の利害関係者（その学校の在学者や在学者の父母、卒業生など）以外の者が行う貸付けであるか、利害関係者以外の者に対する譲渡が禁止されていないこと、③銀行等以外の者が行う貸付けであるか、銀行等以外の者に対する譲渡が禁止されていないことなどである。

上記趣旨及び要件は、本判決において、譲渡制限や投資単位制限による一般公衆への売却可能性の低さや、勧誘対象・その数等において一般公衆が対象とされていない点が、証券該当性を否定する方向での要素として重視されている点と通底するものがある。他方、在学者やその父母等は洗練された投資家には必ずしも該当しないが、そのような者を対象とする場合であっても、資金調達者（発行体）との一定の関係を踏まえて有価証券該当性を否定しているところが着目される。

3 小括

本邦においても、仮に、シローンが有価証券に該当するとされた場合、米国における上記Ⅲ1の議論と同様に、金商法に従った（登録金融機関としての）ライセンスや説明書面の交付が必要とされ得るなど、現行の実務慣行とは異なる対応が要求され、追加的な事務負担、時間・コストが生じ、本邦のシローン市場の発展が大きく阻害される恐れがある。本判決の背景として指摘されるところと同様、本邦において貸付債権を有価証券として規律することについては、極めて慎重な姿勢が要求されよう。

〔注〕

- 1 Kirschner v. J.P. Morgan Chase Bank, N.A., No. 17 Civ.6334 (PGG) 2020 WL 2614765 (S. N.D.Y May 23, 2020)
- 2 Reves v. Ernst & Young, 110 S Ct. 945 (1990)。Reves 判決の内容については、川口恭弘「連邦証券法におけるノートの意義」旬刊商事法務1304号 (1992) 37頁参照。
- 3 Banco Espanol de Credito v. Security Pacific

National Bank, 973 F. 2d 51 (2d Cir. 1992)。Banco 判決の内容については、川口恭弘「Banco Espanol de Credito v. Security Pacific National Bank, 973 F. 2d 51 (2d Cir. 1992) - 銀行が保有する短期貸付債権を機関投資家に売却した場合に、当該債権への参加証書は、1933年証券法にいう「証券」に該当しないとされた事例」アメリカ法1994年1号221頁参照。

- 4 この経緯については、日本ローン債権市場協会 (JSLA) による公表文 (https://www.jsla.org/file_dl.php?filename=320081203172608.pdf) を参照。
- 5 原告は、本件のシローンを譲り受けた投資家そのものではなく、当該投資家から信託を受けた訴訟信託 (litigation trust) である Millennium Lender Claim Trust の受託者 (trustee) である。
- 6 本事案では、Banco 判決と同様、原告は被告に対して、証券諸法に基づく請求と同時に、本件シローンのアレンジャーやエージェントの責任に関する一般法理に基づく複数の請求 (アレンジャーの不実表示 (negligent representation), エージェントの信託義務 (fiduciary duty) 違反・契約違反) をしているが、本裁判所は、免責合意 (disclaimer) 等のシローン契約の規定を重視して、これらの主張をいずれも排斥している。一般に、この種の主張が裁判所において認められることが容易ではないことが、本事案においてシローンの証券該当性が主張された背景にあると考えられる。本稿はシローンの証券該当性を検討することに焦点を当てているため、これらの論点に関する記載を割愛している点に留意されたい。
- 7 本文記載のとおり、本判決は、本事案において①の要素は証券該当性を肯定する方向にも否定する方向にも働かないと評価していることからすると、証券該当性を否定する要件として、①から④の全てが証券該当性を否定する方向の要素であることを要するという考えをとっているわけではない。もっとも、各要素の評価の比重や、否定する方向の要素と肯定する方向の要素が併存する場合にどのような結論となるのかは本判決からは必ずしも明らかではない。
- 8 Reves 判決は、農業協同組合がノートを組合員に対して発行した事案に関するものであり、ここでは農業協同組合がノートの「売主」(seller)、組合員がノートの「買主」(buyer) とされている。本判決でもこれらの用語がそのまま用いられ、本件シローンに係る資金調達者である本件借入人が「売主」、資金提供者であり、ローンの分配を受ける投資家が「買主」の位置に立つものとして論じられている。
- 9 例えば、連邦証券取引所法10条(b)及びSEC規則10(b)-5。また、本件で原告が主張したのは、証

券諸法に基づく被告の責任であるが、例えば、カリフォルニア州の証券法の規定 (California Corporations Code の Section 25401 及び 25501) は、それぞれ以下のような内容である。

25401. It is unlawful for any person to offer or sell a security in this state, or to buy or offer to buy a security in this state, by means of any written or oral communication that includes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact necessary to make the statements made, in the light of the circumstances under which the statements were made, not misleading.

25501. Any person who violates Section 25401 shall be liable to the person who purchases a security from him or sells a security to him, who may sue either for rescission or for damages (if the plaintiff or the defendant, as the case may be, no longer owns the security), unless the defendant proves that the plaintiff knew the facts concerning the untruth or omission or that the defendant exercised reasonable care and did not know (or if he had exercised reasonable care would not have known) of the untruth or omission. (後略)

10 本件では、Loan Syndications and Trading Association (LSTA) 及び Bank Policy Institute が、本裁判所に対して、連名で amicus brief (訴訟当事者以外の第三者が、裁判所に提出する情報・意見書) を提出しており、本稿で紹介している点を含め、証券該当性を否定すべき理由が詳論されている。その内容については LSTA のホームページ (会員向け) (<https://www.lsta.org/content/kirschner-v-jpmorgan/>) を参照。

11 特に米国のシロンのセカンダリー市場は、1995年には約400億ドルの規模だったが、2003年から2007年に取引量が急増し、2014年の取引量は約6,280億ドルの規模となったとの指摘がある (森下哲朗=道垣内弘人編『シンジケート・ローンの法的課題』(商事法務, 2019) 67頁以下〔森下〕を参照)。また、2019年のシンジケートローンのうち investment grade のものが9,500億ドル、leveraged loan が約8,070億ドルに達しているとのことである (Bridget Marsh & Tess Virmani, Loan Syndications and Trading: An Overview of the Syndicated Loan Market (Lending & Secured Finance Laws and Regulations 2020) (ICLG.com)) (<https://iclg.com/practice-areas/lending-and-secured-finance-laws-and-regulations/01-loan-syndications-and-trading-an-overview-of-the-syndicated-loan-market>)。

12 もっとも、同判決の反対意見においては、ロー

ン・パーティシペーションの参加者には、銀行だけでなく非金融機関も含まれていたこと、参加した銀行も、貸付部門でなく投資・取引部門が取引を行っていたこと、伝統的なローン・パーティシペーションと異なり、最小限の情報と利率を除き、重要な情報の開示が全く行われず、証券法が適用される CP (コマーシャル・ペーパー) に極めて類似する取引であるとの意見が述べられている。

13 例えば、海外の法律事務所によるニューズレター等の中には、コロナウィルスの影響で、ローンのデフォルトが増加し、かつ資本市場へのアクセスが制限されるおそれが高まり、潜在的な借入人の流動性ニーズが高まっている中で、既存シロンのパフォーマンスに影響し得る無意味な訴訟を回避できる可能性がある点で重要とするもの (<https://www.clearygottlieb.com/-/media/files/alert-memos-2020/sdny-holds-syndicated-loans-are-not-securities.pdf>) や、シロンは証券ではないという市場全体の理解を再確認し、兆単位規模の市場を混乱に陥れるおそれのある訴えを排斥したとするもの (<https://www.natlawreview.com/article/kirschner-decision-implications-closed-syndicated-loans>) などがある。

14 前掲脚注2・川口・37頁参照。また、前掲脚注13の2点目の記事は「Neither the Reves test nor the Second Circuit's application of the Reves test in Banco Espanol provides objective, bright line rules that originators and lenders can rely on to ensure the same result if challenged.」と指摘する。

15 金融庁が2005年12月22日付で公表した「—投資サービス法 (仮称) に向けて—金融審議会金融分科会第一部会報告」においては、「シンジケートローン及び ABL については、現状、資金の出し手の太宗 (原文ママ) が融資を業とする金融機関であるとの実態や、条件や開示内容について個々に交渉を行う余地があることなどから、法制的にも通常の相対の貸付けと切り分けて規定することが困難であり、今回の法改正においては投資サービス法による規制対象とはしない」とされている (40頁)。

16 財団法人日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会による研究記録第25号「有価証券の範囲」(<http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/025.pdf>) 41頁の松尾直彦発言。

17 前掲脚注16・「有価証券の範囲」24頁の藤田友敬発言。

18 金融庁より2007年7月31日付で公表された「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」17頁63番など。