

U.S. Law Update

2017年2月

米国連邦証券取引所法の域外適用 – 発行企業である米国外企業の同意を得て米国で発行、店頭取引されていたADRに係る米国連邦証券取引所法の適用を認めた裁判例

■ はじめに

1. はじめに

米国の証券取引所に株式を上場していない米国外企業の株式に係るADRが、当該企業の同意を得ることなく米国で発行、店頭取引されていた場合に、当該ADRを購入した私人が当該米国外企業に対して、開示情報の虚偽記載等を理由として米国連邦証券取引所法に基づく損害賠償請求をすることができるか、という点について、2016年6月発行の本ニュースレター第30号にて紹介したStoyas判決¹において、米国連邦地方裁判所はこのような訴えを却下する判断をしていました。

これに対して、2017年1月4日、米国外の株式発行企業の同意を得て当該企業の株式に係るADRが米国で発行、店頭取引されていた場合に、当該ADRを購入した私人が当該米国外企業に対して、開示情報の虚偽記載等を理由として米国連邦証券取引所法に基づく損害賠償請求をすることができるか、という点について、このような訴えの提起を認める米国連邦地方裁判所の裁判例 (*In re: Volkswagen “Clean Diesel” Marketing, Sales Practices, and Products Liability Litigation*²、以下「Volkswagen判決」) が出されました。そこで、今回は、Stoyas判決との対比の観点から、当該裁判例について解説します。

■ Morrison判決とStoyas判決

2. Morrison判決³とStoyas判決⁴

(1) Morrison判決

米国では、企業の不実開示により損害を被ったとして、投資家らがSecurities Exchange Act of 1934（以下「証券取引所法」）10条(b)項（及び同条項のもとで米国証券取引委員会（以下「SEC」）が制定したRule 10b-5）に基づき当該企業に対して損害賠償請求をすることが認められています。

証券取引所法10条(b)項の適用範囲については、リーディングケースであるMorrison判決において、連邦最高裁が、(i)米国内の証券取引所に上場されている証券の取引

¹ *Mark Stoyas v. Toshiba Corporation*, No. 2:15-cv-04194 (C.D. Cal. May 20, 2016)

² MDL No. 2672 CRB (C.D. Cal. Jan. 4, 2017)

³ *Morrison v. National Australia Bank Ltd.*, 561 U.S. 247 (2010)

⁴ Morrison判決とStoyas判決の詳細については、本ニュースレター第30号をご参照下さい。

(以下「第一基準」)、及び(ii)その他の証券についての米国内で行われた取引(以下「第二基準」)、に対してのみ同項が適用されると判断しています。

(2) Stoyas判決

Stoyas判決においては、米国の店頭(Over-the-Counter (OTC))市場で取引されていた株式会社東芝(以下「東芝」)のADRを購入した投資家らが、東芝の有価証券報告書等の虚偽記載による東芝の株価下落によって損害を被ったとして、証券取引所法10条(b)項に基づき、東芝に対する損害賠償請求を行いました。Stoyas判決で問題となった東芝のADRは、東芝の同意を得ずに預託機関がADRを発行し、店頭取引により流通していた、いわゆるレベル1スポンサーなしADRと呼ばれるものでした⁵。

上記のMorrison判決の基準に基づき、Stoyas判決において、カリフォルニア州中部地区連邦地方裁判所は、以下の理由から、証券取引所法10条(b)項の適用を否定しました。

- i. 証券取引所法は、証券取引所とOTC市場を区別していることから、東芝のADRの店頭取引は「米国内の証券取引所に上場されている証券の取引」に該当せず、第一基準に該当しない。
- ii. Morrison判決が、「証券取引所法10条(b)項は、米国の証券取引所に上場されている証券の売買又はその他の証券の米国内で行われた売買のみに関する、操作的又は詐欺的な方法又は計略に適用される」と判示していることからすると、たとえ東芝のADRが米国のOTC市場で購入されたものだとしても、証券取引所法10条(b)項の適用を認めるためには証券の売買に関する何らかの積極的な行為が必要であるところ、原告らは、東芝が米国内で行われた証券の売買に関して操作的又は詐欺的な方法又は計略を用いたことを主張しておらず、また、東芝が米国において自己の証券を上場していること、あるいは当該証券のスポンサーとなっていること、勧誘を行っていること、又は米国における証券の販売に関してその他の積極的な行為をしていることも主張しておらず、東芝のADRの店頭取引は第二基準に該当しない。

■ Volkswagen判決

3. Volkswagen判決

(1) 事案の概要

2015年9月にドイツ企業であるVolkswagen Aktiengesellschaft(以下「Volkswagen」)がディーゼル車の排ガス規制を不正に免れていたことが発覚し、米国で店頭取引されていたVolkswagenのADRを購入した投資家らは、Volkswagenが排ガス規制への適合性等について重大な不実表示を行った結果ADRの価値が下落し損害を被ったとして、Volkswagenに対して、カリフォルニア州北部地区連邦地方裁判所に証券取引所法10条(b)項に基づく損害賠償請求を提起しました⁶。Volkswagen判決で問題となったADRは、発行企業であるVolkswagenの同意を得て発行され、店頭取引により流通していた、いわゆるレベル1スポンサーありADRと呼ばれるものでした。

証券取引所法10条(b)項の適用について、Volkswagenは、原告らが購入したVolkswagenのADRに関しては、Morrison判決で示された二つの基準のいずれも該当せず、本件で証券取引所法10条(b)項の適用は認められないと主張しました。

5 ADRの分類の詳細については、本ニュースレター第30号をご参照下さい。

6 なお、証券取引所法10条(b)項に加えて、原告らは証券取引所法20条(a)項に基づく損害賠償請求も行っています。また、原告らは、Volkswagen及びそのグループ会社に加えて、Volkswagen及びそのグループ会社の役員らも被告として訴えを提起しています。

(2) 第一基準

まず、裁判所は、Morrison判決の第一基準について、Stoyas判決と同様に、証券取引所法は証券取引所とOTC市場を区別していることから、VolkswagenのADRの店頭取引は「米国内の証券取引所に上場されている証券の取引」に該当しないと判示しました（“Defendants first argue that the over-the-counter market on which the Volkswagen ADRs trade, the OTCQX market, is not a “domestic exchange” and therefore does not satisfy the first prong of *Morrison*. The Court agrees.”）。

(3) 第二基準

Morrison判決の第二基準について、Volkswagenは、「原告らによる米国でのADRの購入は米国内での取引に該当する」という点については争わなかったものの⁷、第2巡回区連邦控訴裁判所のParkcentral判決⁸に基づき、米国内の取引であったとしても、証券取引所法10条(b)項は、「外国性のかなり強い (predominately foreign)」取引には適用されず、原告らによるVolkswagenのADRの購入は「predominately foreign」な取引に該当する旨主張しました⁹。

Parkcentral判決においては、ドイツ企業であるPorsche Automobil Holding SE（以下「Porsche」）がVolkswagenのコントロールを取得する意図はない旨開示したことに依拠して、Volkswagenの株価下落を予測して米国でVolkswagen株式に係るスワップ契約を購入した原告らが、後にPorscheがVolkswagenの買収を発表したことによりVolkswagenの株価が上昇したことについて、Porscheの不実開示により損害を被ったとして、Porscheに対して証券取引所法10条(b)項に基づく損害賠償請求を提起しました。本判決において、裁判所は、米国内の取引であったとしても、それだけでは証券取引所法10条(b)項を適用するのに十分ではなく、原告らの請求は、主にドイツでなされた、ヨーロッパの取引所でのみ取引されているドイツ企業の株式に係る開示に関連するものであり、原告らのスワップ契約の購入は「predominately foreign」なものであるとして証券取引所法10条(b)項の適用は認められないと判示しました。

この点、Volkswagen 判決において裁判所は、Parkcentral判決と本件とでは事情が異なる旨指摘しました¹⁰。（“As noted, Defendants rely heavily on the Second Circuit’s *Parkcentral* decision, but that case is distinguishable.”）すなわち、Parkcentral判決の場合、Porsche はVolkswagenの株式に係るスワップ契約の当事者ではなく、当該スワップの市場に参加しておらず、原告らの取引に何の関与もしていなかった一方、本件では、原告らの購入したADRはVolkswagenの株式又はVolkswagenそれ自体から独立したのではなく、VolkswagenはADRのスポンサーとなり、ADRの米国での発行に直接関与していました。

7 原告らは、原告らの購入したADRは、米国に居住する原告らの利益のために米国の投資顧問に対して販売されたものであり、米国の主要な証券決済システムであるDTCを経由して、米国の金融機関の口座に送付され、その権利は米国内で移転したものであると主張しました。

8 *Parkcentral Global Hub Ltd. v. Porsche Automobile Holdings SE*, 763 F.3d 198 (2d Cir. 2014)

9 この他に、Volkswagenは、本ニュースレター第30号でも紹介した*Société Générale*判決（*In re Société Générale Securities Litigation*, No. 08 Civ. 2495 (RMB) (S.D.N.Y. Sept. 29, 2010)、レベル1スポンサーありADRに関して、「外国性のかなり強い証券取引であること (predominantly foreign securities transaction)」を理由に証券取引所法10条(b)項の適用を否定したもの）も引用していますが、裁判所は、当該判決はMorrison判決によって否定されたMorrison判決以前の裁判例の基準に依拠したものであること等から、当該判決は採用しない旨判示しました。

10 なお、Volkswagen判決で裁判所は、（カリフォルニア州中部地区連邦地方裁判所を管轄する）第9巡回区連邦控訴裁判所はこの「predominately foreign」テストを採用しておらず、原告らによる米国でのADRの購入が米国内での取引であることについて争いがない場合は（「predominately foreign」な取引であるかどうかにかかわらず）Morrison判決の第二基準に該当するとも思われるものの、「predominately foreign」テストによっても、Morrison判決の第二基準に該当するという判断に達したことから、「完全を期すために」 「predominately foreign」テストについて判示する旨述べています。

また、裁判所は、以下の事実からすると、Volkswagen のADRと米国との間に十分な関係性があり、原告らによるVolkswagenのADRの購入はMorrison判決の第二基準に該当する旨判示しました。

- ・ Volkswagenはニューヨークの預託銀行との間で、契約及びADRの準拠法をニューヨーク州法とする預託契約を締結していたこと。
- ・ VolkswagenはADRを米国で流通させるためForm F-6という登録書類をSECに提出していたこと。
- ・ Volkswagenは、SECの規則上米国外のADRの発行者に要求されている、自社ウェブサイトでの英語での開示書類の提供を行っていたこと。
- ・ Volkswagenは、訴訟提起前に、Volkswagenの株式が取引されている「exchanges」のうちの一つはニューヨークの証券取引所である旨表明しており、このことから、Volkswagenには米国内の投資家の利益のためにADRの発行を行う意図があったことが合理的に推測されること。

■ Stoyas判決と Volkswagen判決の影響

[執筆者]
塚本 宏達 パートナー
hironobu_tsukamoto@noandt.com

達本 麻佑子 アソシエイト
mayuko_tsujimoto@noandt.com

[当事務所の連絡先]
NAGASHIMA OHNO &
TSUNEMATSU NY LLP

Carnegie Hall Tower
152 West 57th Street, 37th Floor
New York NY 10019-3310
T: 212-258-3333
F: 212-957-3939
<http://www.noandt.com>

4. Stoyas判決とVolkswagen判決の影響

Stoyas判決では、Volkswagen判決でVolkswagenが主張した「predominately foreign」テストについては明確に言及されていませんが、証券取引所法10条(b)項の適用を認めるためには、発行企業が証券のスポンサーとなっていること等証券の売買に関する何らかの積極的な行為が必要であるとしており、この点は、Volkswagen判決においてVolkswagenがADRのスポンサーとなっていたこと等をpredominately foreignな取引ではないこと（Morrison判決の第二基準に該当すること）の理由として挙げているのと整合的であると思われます。これらの判決からすると、米国外企業が発行するレベル1ADRの取引に係る証券取引所法10条(b)項の適用可能性については、当該企業がADRのスポンサーとなっていたかどうか重要な判断要素となっているものと思われ、Volkswagen判決は、レベル1スポンサーありADRを発行する米国外企業に対する、自国での開示に関する米国での損害賠償請求の提起が認められるリスクを確認するものといえます。

もっとも、両判決においては、Morrison判決の第二基準への該当性を判断するに当たって、被告企業がADRのスポンサーとなっていたかどうか以外の事実も考慮されており、本ニュースレター第30号で記載しているとおり、レベル1スポンサーなしADRであっても、被告である米国外企業が当該ADRの米国における発行・流通に関与していた場合等には、当該企業に対する証券取引所法10条(b)項に基づく米国での損害賠償請求の提起が認められる可能性があることに留意する必要があります。

以上

本ニュースレターは一般的な情報提供を目的とするものであり、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、弁護士助言を求めていただく必要があります。また、本項に記載の見解は執筆者の個人的見解であり、必ずしも当事務所の見解ではありません。