

本書は、2003年10月にJoint Market Practices Forumにより公表された、Statement of Principles and Recommendations Regarding the Handling of Material Nonpublic Information by Credit Market Participants の和文参考訳です。翻訳に際しては正確を期すべく注意を払いましたが、ISDA及びワーキンググループ有志メンバーは、内容の正確性につき一切の責任を負うものではありません。

ジョイント・マーケット・プラクティス・フォーラム

2003年10月

クレジット市場参加者による 重要な非公開情報の取扱に関する原則と勧告に関する報告書

序文

ジョイント・マーケット・プラクティス・フォーラムの概要：ジョイント・マーケット・プラクティス・フォーラム(「ジョイント・フォーラム」)は、The Bond Market Association¹、the International Association of Credit Portfolio Managers²、the International Swaps and Derivatives Association³及びthe Loan Syndications and Trading Association⁴(総称して「関係団体」)が共同で運営するフォーラムであり、クレジット・デリバティブ市場及び社債市場に於いて取引を行なう関係団体の会員会社に共通の関心事である問題に対処するために組織された。

ジョイント・フォーラムの最初の取り組みは、ローン・ポートフォリオを維持し(或いはクレジット・エクスポージャーを生み出すその他の活動を行ない)、これに関連して証券及び証券派生スワップ(security-based swap)(一定のクレジット・デリバティブを含む)の取引を行なうクレジット市場参加者による重要な非公開情報の取扱と利用に関する原則と勧告を整理することである。

¹ The Bond Market Associationは、確定利付証券の引受、販売、売買を国内外で行なう証券会社及び銀行を代表する組織である。同協会に関する情報は以下のウェブサイトから入手可能：

<http://www.bondmarket.com>

² The International Association of Credit Portfolio Managers, Inc. (「IACPM」)は、2001年11月に設立された非営利法人である。同協会の目的は、(1)実務的な問題に関する意見交換を行なうフォーラムの場を会員会社に提供することにより、信用リスクに対する理解とその管理の向上を図ること、(2)共通の利益の増進を図るため、相互に共通する問題について他の組織と協力すること、(3)クレジット・ポートフォリオ・マネジメントの参加者に影響を及ぼす立法上及び行政上の展開があった場合には会員会社にこれを伝達し、立法・行政機関、国際的な準公共機関、委員会その他の組織に対して会員会社を代表すること、並びに(4)クレジット・ポートフォリオ・マネジメントの研究を助成することである。IACPMには現在29の会員が加盟している。会員の国籍は8カ国に跨り、世界最大のホールセール商業銀行及び投資銀行もこれに含まれる。IACPMに関する情報は以下より入手可能：<http://www.iacpm.org>

³ The International Swaps and Derivatives Associationは、金利、通貨、商品、クレジット、エクイティの各種スワップに加え、キャップ、カラー、フロア、スワプション等を含むOTCデリバティブ業界の代表的な参加者からなる国際的団体である。ISDAは1985年に設立され、現在6つの大陸に跨る26カ国に600を超える会員を持つ。会員には、店頭デリバティブを取引する世界的大手の金融機関やエンドユーザーに加え、各種バンダーやコンサルタントが含まれる。ISDAに関する追加の情報については以下を参照のこと：<http://www.isda.org>

⁴ The Loan Syndications and Trading Associationは、1995年に設立されたコーポレート・ローン市場の業界団体であり、市場全体の利益を増進し、コーポレート・ローン市場における投資家の信頼を最高位に高めることを目的とする。LSTAは、公正かつ公平な市場原則を推進し、ローン及び関連債権の取引を推進する企業との協力や連携を助長するための方針や市場慣行の発展を促進する様々な活動に従事している。詳しくは以下を参照のこと：www.lsta.org

近年、ローンを組成若しくは取得する企業や、特定の企業に対するクレジット・エクスポージャーを持つ企業は、リスク管理増強のために証券及びクレジット・デリバティブ市場を活用するケースが増えている。こうした状況は、貸し手と借り手の双方の効率を向上させ、クレジット・リスク・ポジションを取ろうとする他の参加者にとっての新しい投資機会を生み出している。それと同時に、クレジット市場参加者が、通常の業務において、また貸付等の他の会社との取引関係における自然な結果として、他社に関する重要な非公開情報入手する可能性があるという事実は、証券及びクレジット・デリバティブ市場に於いて斯かる情報が利用され得るという危険性を惹起している。

謝辞及び作業プロセス

この「原則に関する報告書」は、2002年11月から2003年8月までに複数回行われた会議や議論を経て、ジョイント・フォーラムのメンバーが作成・推敲したものである。これらの会議や議論には、関係団体の会員各社から様々なビジネス及び法務の専門家が参加しており、その中にはクレジット・ポートフォリオのリスク管理担当者も含まれる。本書の起草及び推敲作業における重要なプロセスとして、ジョイント・フォーラムのメンバーは2003年春に連邦銀行、州法銀行及び証券規制当局の代表者と面談し、2003年5月に公表された公開草案に対するコメントを求めた。こうした努力により、ジョイント・フォーラムはこの「原則に関する報告書」の最終稿で取扱われる問題につき、貴重な意見と見解を得ることが出来た。本最終稿は、関係団体の各理事会の承認と支持を得たものである。

ジョイント・フォーラムは、本プロジェクトに直接関与した関係団体の会員及び事務局が提供した時間、労力及び専門知識に対して、またこのプロジェクトの特別外部カウンセラーであるCleary, Gottlieb, Steen & Hamilton及びMilbank, Tweed, Hadley & McCoyによる多大なる貢献に対して、ここに感謝の意を表するものである。

本「原則に関する報告書」の目的：米国の連邦証券法における不正防止条項及びこれに関連する条項は、証券取引又は証券派生スワップ取引を行なう際に重要な非公開情報を使用することを一般に禁じている。更に、市場参加者による単なる不適切又は反道徳的行為の外観から経済的損失又は信頼失墜が発生し得る。そうした不正行為の噂は、関係団体の会員会社がビジネスを行なう場である証券及びクレジット・デリバティブ市場の健全性に対する信頼—引いてはその流動性と効率性—を損なう可能性がある。

斯かる考察に鑑み、本「原則に関する報告書」は、以下に挙げるような重要な目的を持つ。

- クレジット市場参加者によるクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務において、重要な非公開情報の取扱及び利用に関係して発生し得る重要な

ビジネス上及び法律上の問題を特定すること。

- (i)クレジット市場参加者が、クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務に於ける重要な非公開情報の取扱いに関する社内方針及び手続を評価する(及び、必要に応じて補完する)作業を支援し、(ii)適用法令及び健全なビジネス慣行の継続的な遵守を促すことを目的とした提言内容を整理すること。
- クレジット市場参加者が、ある特定の状況下で重要な非公開情報を取扱うために実施し得る手続を、具体例を挙げて示すこと。
- 証券及びクレジット・デリバティブ市場において出現した革新的なリスク管理のための技術や商品が責任を持って利用されており、今後も引き続き金融市場の安定と効率化に資することについて市場参加者を安心させること。
- 重要な非公開情報の不適切な利用を黙認せず、借り手によるより流動的かつ効率的な信用調達先の利用を容易にする効果的なクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務を貸し手が行うことができるような、公正で競争原理の働く市場を推進すること。

多くのクレジット市場参加者は、重要な非公開情報の取扱いについての高度かつ充実した方針や手続を、一般に、また特にクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務に関連して既に定めている。しかしながら、以下に挙げる原則は、各クレジット市場参加者がその方針や手続を継続的に見直し、実施する上で有益であり、またクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務に関連して起こり得る問題の特定及びその対処を行っていない者にとっては、かかる特定を行い、これに対処するためにも有用である。

定義：この「原則に関する報告書」で使用される用語の定義は以下の通りである。

- 「クレジット市場参加者」とは、(i)ローン・ポートフォリオを維持し(貸出の実行によるか取得によるかを問わない)、或いはクレジット・エクスポージャーを生み出すその他の活動に従事し、(ii)斯かるクレジット・エクスポージャー或いはその他の活動に関連して重要な非公開情報を入手することがあり、かつ(iii)クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務を行なう機関をいう。
- 「クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務」とは、クレジット市場参加者が、保有するローン・ポートフォリオ又はその他のクレジット・エクスポージャーに関連するクレジット・リスク、流動性リスク及び関連するリスクに対処するために行う、クレジット・リスク管理及びその他のポートフォリオ・マネジメント業務をいう。これらの業務は特定のカウンターパーティーへのクレジット・エクスポージャーを削減させる目的のこともあれば、場合によっては特定のカウンターパーティーに対するクレジット・エクスポージ

ヤーを拡大させる目的のこともある。

- 「証券派生スワップ(security-based swaps)」とは、米国 1934 年証券取引法（「証券法」）3A(b)に定義される「証券派生スワップ契約(security-based swap agreements)」、即ち米国連邦証券法に基づく「証券」ではないが、同法の不正防止条項の対象となるスワップをいう。
- 「証券派生取引(security-based transactions)」とは、ある企業のクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務を促進するために行なわれる証券又は証券派生スワップの売買をいう。「証券派生取引」という用語には、証券でも証券派生スワップでもない商品の取引（一般的なローンの貸出、取得及び処分を含む）は含まれない(但し、ある企業のクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務を促進するためにかかる取引が行われることはある)。⁵

本「原則に関する報告書」の対象範囲：本「原則に関する報告書」は、クレジット市場参加者による証券派生取引のみを対象としている。本報告書は、クレジット市場参加者のクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務に関係しない他の証券取引業務は対象としていない。加えて、この報告書を作成するにあたり、ジョイント・フォーラムは米国証券法規制に準拠する取引業務に焦点を当てており、従って、この報告者は他の法域で適用される規則に従って行われる米国外の取引業務や米国証券法に準拠しない商品又は債務に関する取引(貸付債権の譲渡等)は対象としていない。

ジョイント・フォーラムは、公正で効率的な市場の推進など、この取り組みの基となっている基本的な目的が、この「原則に関する報告書」が意図する対象範囲を超えて幅広く適用可能であると考えている。故に、クレジット市場参加者には、ここで議論されている原則と勧告がこの報告書の対象範囲を超えた証券活動についても適切であるか、またその範囲についても検討することが望まれる。

* * *

⁵ この「原則に関する報告書」はクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務に重点を置いているため、「証券派生取引」の定義は斯かる活動の一環として行われる証券取引及び証券派生スワップ取引に限定している。但し、本書に別途記載されるように、ジョイント・フォーラムはこの報告書で議論されているインサイダー取引に関する規制が他の証券又は証券派生スワップの売買にも適用され得ると認識している。

原則と勧告に関する報告書

I. 米国の証券法規制は、全てのクレジット市場参加者が遵守しなければならない「インサイダー取引」規制を課している

重要かつ歴史ある一連の米国の法規制は、「インサイダー取引」、即ち、重要な非公開情報に基くある種の証券取引に対し、極めて厳しい規制を課している。⁶

ジョイント・フォーラムは、斯かる法規制が、クレジット市場参加者による重要な非公開情報の取扱に関するあらゆる勧告の基礎となるものと認識している。このセクションでは、クレジット市場参加者によるクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務に適用される可能性のある主要な米国のインサイダー取引規制法の概要を示す。

この分野の法律は複雑であり、多分に各種の法律上及び規制上の制限についての司法解釈によって形成されており、また不確定で発展途上にある部分もある。従って、クレジット市場参加者は、個別の証券派生取引に対する証券法の適用について、各自の法律顧問に相談するべきである。以下の概要は非常に一般的な性質のものであり、如何なる者も法的助言の代わりとして、又は法的助言を構成するものとして依拠してはならない⁷。

A. **規則 10b-5**: 米国のインサイダー取引規制法の柱は証取法に基づく規則 10b-5 である。規則 10b-5 は、証券の発行体、株主又はその他の情報源となる者に対して直接的、間接的又は派生的に負う信認義務に違反して、当該証券又は発行体に関する重要な非公開情報に基き、当該証券の売買を行なうことを禁ずるものと解釈されてきた⁸。

1. **重要な非公開情報の定義**: 規則 10b-5 の規制が適用されるためには、情報は「重要」かつ「非公開」でなければならない。

- 「重要」: 情報は、米国証券法に於いて次のいずれかの状況で「重要」と定義される。(i)「合理的な投資家」が投資判断をするに際しその情報が重要であると考え「蓋然性が極めて高い」こと。(ii)情報の開示が「入手可能な情報の『トータル・ミックス』を実質的に変更したと合理的な投資家によって見做される」⁹こと。又は、(iii)情報の公開が、「当該証券の市

⁶ この原則に関する報告書が対象としていない米国以外の法域における適用法令が、重要な非公開情報に基く取引に対して類似の規制を課している可能性がある点に注意されたい。

⁷ 現行の規制ガイドライン及び先例の多くに倣い、このパートIでは「証券」の取引に於ける規則 10b-5 によるインサイダー取引規制について議論している。しかしながら、パートI.A.3.に注記するとおり、より最近の法規制では証券派生スワップにまで規制対象が拡大されている。

⁸ 規則 10b5-1(a)

⁹ TSC Industries Inc.対Northway, Inc., 426 U.S.438,448-49 (1976)を引用するBasic Inc.対Levinson, 485

場価格に実質的な影響を与える合理的な確実性を持っている」¹⁰こと。

重要性の判断は、理性的な人間が一連の既知の事実から引き出すであろう推定と斯かる推定の重要性の慎重な評価を要する、事実に固有の調査によって行われる¹¹。同じ情報が、ある取引に於いては「重要」であり、別の取引に於いては「重要」ではないということもあり得る。

- 「非公開」：SECは、投資家が一般に入手可能な方法で情報が広められていない場合、その情報は非公開であるとし、インサイダーは開示から取引までに「合理的な」期間待つ必要があり、また何をもって合理的な期間とされるかは情報の広められ方次第で決定されるとしている¹²。

2. **開示又は自製の義務**：規則 10b-5 は、会社又はその証券に係る重要な非公開情報を知る者が適切な開示を行わずに当該証券の取引を行なうことを原則的に禁じている。斯かる者が必要とされる開示を行うことができないか、又は行うことを望まない場合(例えば、当該会社との間の秘密保持契約のため)は、取引を自制しなければならない。この義務は、一定の状況においては「開示又は自制」の義務と表現される。規則 10b-5 によるかかる規制は、重要な非公開情報の利用が信認義務違反となる、いくつかのカテゴリーに属する者に適用されてきている。

- **インサイダー**：旧来のインサイダーは、会社の取締役、役員、支配株主等である。これらの者は、会社及び株主に対してコモンロー上の義務を負い、かかる義務には会社情報を個人的な利益のために利用しないことが含まれる。規則 10b-5 は、斯かるインサイダーが適切な開示を行うことなく重要な非公開情報に基いて会社の持分証券を取引することを禁じていると解釈されている。引受人、弁護士、会計士、その他のコンサルタントなど、会社に対して専門的なサービスを提供するその他の者も、同様の取引規制に服する「一時的なインサイダー」になり得る。
- **義務に違反して行為するその他の人々**：情報源に対する信認義務に違反して証券取引を目的として重要な非公開情報を不正に使用する者は、仮

U.S.224,231-32 (1988)

¹⁰ Elkind対Liggerr & Myers, Inc., 635 F.2d 156, 166 (2d Cir. 1980)

¹¹ Basic Inc., 485 U.S. at 236

¹² 選択的開示とインサイダー取引、65 FED. Reg. 51716, 51721, Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599 (August 24, 2000) (レギュレーション FDと規則 10b5-1 及び 10b5-2 に関するリリースを採用)

にかかると情報源がその証券の買い手、売り手或いは発行体と無関係であっても、適切な開示を行わない場合には、規則 10b-5 に違反するものと見做される場合がある。規則 10b5-2 に於いては、ある者が(秘密保持契約等によって)情報を秘密にすると約束している場合や、かかる者と情報源との総合的な関係が、それまでの両者の経緯並びに秘密情報共有の方法や実態に鑑みて守秘義務を負うものと期待させる場合なども、信認義務を負うとみなされる可能性がある。従って、借手に対して規則 10b5-2 に記述される種類の義務を負う貸手が、かかる借手から重要な非公開情報を入手する場合、貸手は当該情報に関して規則 10b-5 による規制の対象となる可能性がある。

- *内報者*：重要な非公開情報を、自己の直接的又は間接的利益のために、その情報に基づき取引を行う他の者に提供する内報者は、当該情報の受取手による取引が合理的に予見できた場合には、内報者自身がその情報に基いて取引を行わなかったとしても、規則 10b-5 の規制対象になる可能性がある。
- *被内報者*：同様に、重要な非公開情報を保有する被内報者であって、内報者が第三者に対して負う義務に違反してかかる情報を自己に提供したことを知っているか、又は知っているはずの者は、規則 10b-5 の規制対象になる可能性がある。

クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務の遂行に係る特定の種類の情報の使用は、当該情報に関してクレジット市場参加者が信認義務を負わないため、規則 10b-5 の規制対象とならない場合がある。かかる特定の種類の情報とは、クレジット市場参加者が公開情報から生成した情報や、第三者から入手したのではない情報(当該クレジット市場参加者自身のポジションや取引等)などである。加えて、クレジット市場参加者は、ある情報に関して信認義務が不慮に発生することを避けるため、情報源となり得るカウンターパーティーとの契約上の関係又はその他の関係を明確にする方法を検討すべきである。

3. **スワップ取引への適用**：米国連邦証券法に於けるある種のスワップの位置付けは、2000 年商品先物近代化法(「CFMA」)の制定以前は不透明であった。CFMA の Title III に於いて、米国連邦証券法のインサイダー取引規制及びその他の不正防止条項を証券派生スワップに適用する新条項(関係団体の多く

のメンバーによって支持された)が採択されるとともに、広範囲のスワップが「証券」の規制から除外されることになった。その結果、証券派生スワップに該当するクレジット・デフォルト・スワップ取引を行なうクレジット市場参加者は、規則 10b-5 の規制対象となることとなった。

- **クレジット・デフォルト・スワップ**: CFMA には、「スワップ契約」と「証券派生スワップ契約」という用語を定義する条項がある。各々の取引がこれらの定義に基づいて個別に分析される必要があるが、一般論としてクレジット・デフォルト・スワップは、例えば当該スワップの参照債務や引渡可能債務が証券の場合(市場で典型的に取引される多くのクレジット・デフォルト・スワップがこれに当たる)、証券派生スワップと分類される可能性がある。
 - **売買**: CFMA はまた、証券派生スワップの取引執行、(予定満期日前の)解約、譲渡、交換若しくはそれに類似した移転、移譲又は同取引に基づく権利若しくは義務の消滅があった場合に、当該証券派生スワップに関して「購入」又は「売却」が発生したとみなされる(及びその結果として規則 10b-5 の規制が適用される)ことを明確にした。
4. **オプション行使に関するSECガイダンスの影響**: SECスタッフは、規則 10b-5 の目的において、オプションの行使がオプションの購入とは「異なる投資判断」である可能性を示している¹³。この見解に拠れば、オプションを行使しようとする者は、オプションを購入した際に重要な非公開情報を保有していなかった場合でも、その行使の際に重要な非公開情報を持っている可能性を考慮する必要がある。

この解釈は、類推により、クレジット・デフォルト・スワップに関してクレジット市場参加者が後に行うある種の判断(例えば、クレジットイベント発生時の決済権の裁量行使)が、会社の手続上、取引の当初執行時と同じ方法で取扱われるべきであると示唆されているように解釈し得る。従って、斯かる論法によれば、各社の手続ではそうした後の判断が重要な非公開情報に基づいて行なわれないことを断定できるものでなければならないということになる。他方で、この結論は規則 10b-5 の立法目的に沿ったものではない、との強い反論もある。特にカウンターパ

¹³ SECコーポレート・ファイナンス部：一般に入手可能な電話対応のための解釈のマニュアル(第4補足書)(Manual for Publicly Available Telephone Interpretations (Fourth Supplement))、規則 10b5-1、質問5を参照

ーティ(クレジット・プロテクションの売り手)は、提供された情報如何に関わらず、当該スワップに基づき履行義務を負う債務についていかなる投資判断をも行使できる立場にはないためである¹⁴。

B. 情報の利用について起こり得るその他の制限：クレジット市場参加者は以下の例を含む重要な非公開情報の利用に関して適用され得るその他の制限について考慮すべきである。以下はその一例である。

- **連邦証券法に基づくその他の制限：**1933年証券法 Section 17、証券取引法 Section 20A 及び同規則 14e-3 など、重要な非公開情報の利用に関して制限を課しているその他の米国連邦証券法の条項。
- **州証券法：**州証券法には、従来インサイダー取引に適用されてきた広範囲の不正防止条項を含んでいるものがある。
- **銀行法：**連邦及び州銀行監督当局は重要な非公開情報の利用に関する制限を課す可能性がある。例えば、FRBは重要な非公開情報に基く証券の取引を危険かつ不健全な行為であるとして禁止してきた¹⁵。同様に、通貨監督官は、国法銀行に対して信認義務を負う職員が証券の売買に関連して重要な非公開情報を利用しないよう措置を講じることを要求してきた¹⁶。
- **その他の州法或いは契約上の義務：**状況によって、クレジット市場参加者による情報の利用は、州の信認義務、詐欺、その他のコモン・ロー原則など、他の制限を受ける可能性がある。加えて、情報源との間で合意された守秘義務又は類似の制限によっても、クレジット市場参加者によるその情報の利用が制限される場合がある。斯かる州法及び契約上の制限は、その情報がインサイダー取引に於ける重要な非公開情報に該当しなかったとしても適用され得る。

II. 重要な非公開情報の取扱に関する情報管理並びに関連する方針及び手続は、クレジット市場参加者による斯かる情報を基にした証券派生取引を防止しうる

¹⁴ この原則に関する報告書は上記のSECガイダンスに関して、或いは同ガイダンスをクレジット・デフォルト・スワップに拡大適用することの適法性について、見解を示すものではない。

¹⁵ 内部情報の利用に関する方針書(Policy Statement Concerning Use of Inside Information)、43 Fed. Reg. 12,755 (May 17, 1978)

¹⁶ 12 C.F.R. β 9.5(b)

A. **情報管理の必要性**：クレジット市場参加者の日常業務は、ある種の状況下では上述のインサイダー取引規制に触れる可能性がある。ローンの貸出又は購入及びその後の段階において、ローン契約上の標準的な報告条項によって或いは通常のデューデリジェンスや貸出慣行に従って、貸し手であるクレジット市場参加者が借り手から重要な非公開情報を受け取ることがある。斯かる重要な非公開情報が、規則 10b5-2 が意味するところの「信認義務(duty of trust or confidence)」が生じる状況下で伝達された場合は、クレジット市場参加者は適切な開示なしに斯かる情報に基く証券派生取引を行なうことを禁止されることとなる。

B. **情報管理の目的**：ジョイント・フォーラムは、クレジット市場参加者が重要な非公開情報の不適切な流布や使用を管理、制限、監視するために各自のビジネス活動及び組織構造に合った情報管理並びにそれに関連する方針及び手続を定めることを推奨する。斯かる情報管理には、(i)証券派生取引の執行又は執行判断を担当する者による重要な非公開情報へのアクセスを防ぐ「ウォール」の確立、(ii)社内に於ける情報の流布を制限する「知る必要性」に関する方針、(iii)会社が重要な非公開情報を保有している場合に取引の制限、監視、管理を助ける規制対象リスト、監視対象リスト及び取引レビュー(以下のパート IV.F を参照)、並びに／又は(iv)これらの組み合わせを含むことが望ましい。斯かる方針及び手続の主な目的は次の通りである。

- 重要な非公開情報の流布と、適用法令に違反した当該情報に基く証券派生取引の執行を防ぐこと
- 重要な非公開情報の情報源である顧客に対して負う守秘義務の違反を避けること

C. **情報管理についての当局の認識**：情報管理並びにそれに関する方針及び手続は、適用される法規制に則った重要な非公開情報の取扱に関する適切な仕組みであることが、証券及び銀行監督当局によって認識されている。実に、一定の企業は規制により重要な非公開情報の管理につき方針及び手続を維持することを義務づけられている。

- 例えば、米国で登録されたブローカー・ディーラーは、各社の業務特性を勘案して重要な非公開情報の誤用を防ぐように適切に設計された、文書化された方針及び手続を制定し、維持し、施行しなければならない¹⁷。SEC、NYSE及びNASDは、重要な非公開情報の流れを分割し、誤用を防ぐよう

¹⁷ 証券取引法Section 15(f)。同様の条項が 1940 年投資顧問法 Section 204Aにもある。

に設計されたブローカー・ディーラーの方針及び手続の最低基準を明示している¹⁸。

- 同様に、FRBは他者のために投資裁量判断の業務を行なう州法加盟銀行に対して、各行個別の事情に合った形で、保有する当該情報が誤用されないようにするための文書化された方針及び手続を採用するように求めている¹⁹。通貨監督官も信託業務を行なう国法銀行に対し、適用法令に則った信託業務を維持するための適切な文書化された方針及び手続の採用及び遵守を要求している²⁰。

加えて、SECは適切な情報管理を確立した者に対してはセーフ・ハーバー規定による保護を与えている。特に、規則 10b5-1 は、企業が重要な非公開情報を保有していても、次のことを示すことが出来れば、証券の売買が重要な非公開情報に「基いて」行われてはいないことを証明出来るとしている。

- その企業のために証券売買の投資判断を行なう個人が、重要な非公開情報を知らなかったこと、及び
- その企業が、その業務実態を勘案して、投資判断を行なう個人が重要な非公開情報に基く取引を禁じた法律に違反しないようにした適切な方針及び手続を実施していること

当該SEC規則によれば、適切な方針及び手続には、会社が保有する重要な非公開情報に関連する証券のあらゆる売買を禁止するもの、或いは投資判断を行なう個人が重要な非公開情報を知り得るようになることを防止するものが含まれる²¹。

III. 企業の情報管理と関連する方針及び手続は、その業務活動及び運営の実態及び範囲

¹⁸ SEC市場規制部、重要な非公開情報の流れを分割し、誤用を防ぐように設計されたブローカー・ディーラーの方針及び手続(Broker Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Non-Public Information)(Mar 1990) ; NASD及びNYSEのチャイニーズ・ウォール方針及び手続に係る共同覚書(NASD and NYSE Joint Memorandum on Chinese Wall Policies and Procedures)(June 21, 1991)

¹⁹ 内部情報の利用についての方針書(Policy Statement Concerning Use of Inside Information)、43 Fed. Reg. 12,755 (Mar 27, 1978)。トレーディング及びキャピタル・マーケット活動マニュアル(Trading and Capital-Markets Activities Manual)も参照されたい。

²⁰ 12 C.F.R. § 9.5(b)

²¹ 規則 14e-3 は、テンダー・オファーに於いて重要な非公開情報を保有しながら取引を行なうことを禁ずる規則に対する類似のセーフ・ハーバーを規定している。

に応じて作られなければならない

重要な非公開情報の取扱に関する各企業の方針及び手続は、独自のクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務の構造と環境に応じて作られるべきである。例えば、ビジネス活動の形態や領域並びに斯かる活動の拠点及びそれらの関係など、企業ごとの違いが大きいことから、全てのクレジット市場参加者に共通の標準手続を作成することは不可能であり、また望ましくも無い。

適用される当局のガイダンスは押しなべて、情報管理並びに関連する方針及び手続を各企業に個別の環境に応じて作りこむことを奨励している。証券監督当局は、市場参加者による特定の内部手続の採用を推薦することは一貫して拒絶している。その代わりに、規制当局は、各企業が考慮すべき一般的な主題や問題を提示しつつ、各企業が各々のビジネス活動や環境を考慮した特定の方針及び手続を定めて実行することの必要性を説いてきている。

IV. クレジット市場参加者は、各社の情報管理並びに関連する方針及び手続の中に特定の基本要素を織り込むことを考慮すべきである

クレジット市場参加者は、情報管理を設計し、又は見直す際は、効果的な情報管理に関する規制ガイドライン、並びに推奨される市場慣行に関するジョイント・フォーラムの見解を取り入れた、以下の要素を織り込むことを考慮すべきである。

- A. **文書化された正式な方針及び手続**：その企業の情報管理を含む方針及び手続を文書化し定型化することは、当該方針及び手続に関する教育、その遵守及び実施の効果を非常に高める。文書化され、定型化された手続は、クレジット市場参加者が重要な非公開情報に基づく証券派生取引を行っていないことを(当局及びその他の者に対して)示す際に重要な支援材料となる可能性がある。
- B. **独立したコンプライアンス機能**：独立した内部コンプライアンス機能は、当該企業の情報管理の整備、実施、監視に有効である。コンプライアンス機能の鍵となる責務には、以下の要素が含まれる。
 - 当該企業の方針及び手続に関する教育並びにその解釈の提供
 - 部署間の情報交換(一時的なものであるか否かを問わない)及び情報の「ウォール」を越えた人事異動の検討、監視、或いはその管理
 - 「規制対象リスト」及び「監視対象リスト」の維持、並びに斯かるリス

ト上の証券又は発行体に関係した証券派生取引の監視、検閲(Part IV.Fを参照)

- その企業の業務並びに方針及び手続の遵守に関する記録の作成と維持
- C. **部署の機能的及び物理的分離**：企業が重要な非公開情報へのアクセスを有する可能性のある部署とそうではない部署との間に情報隔壁を確立しようとする場合、斯かる部署を機能的かつ物理的に分離することがこの隔壁の設定及び維持には有効である。機能的分離には、例えば従業員、権限系統、データベース、記録並びにサポート・グループを別にすることなどがある。物理的分離には、ファイル、オフィス、コンピュータ及びデータへのアクセスを制限したり禁止したりすることなどがある。
- D. **情報隔壁を跨いだ情報伝達の手続**：情報隔壁を跨いだ情報伝達の監視と取扱いの手続を定めることにより、斯かる隔壁の維持が容易になる。これには、例えば次のような内容が含まれる。
- 重要な非公開情報を持つ部署が、重要な非公開情報の伝達を行なうことなく他の部署から情報を入手し又は他の部署に情報を提供することの許可
 - ある個人の知識や専門技術を必要とする部署にその個人が「ウォールを越えて」行かなければならないような状況における措置
 - 公開する前にコンプライアンス部署による審査を経る必要が無い情報の種類の明確化
 - 特定の情報が重要な非公開情報ではなく、情報隔壁の一方から他方に伝達可能であることについての判断
 - 情報隔壁の両側に位置する部署又は者の間で伝達される重要な非公開情報には該当しない情報の承認された公開についての検査、監視、或いは管理
- E. **記録管理**：その企業の手続に則って取られた行動を文書化するという記録管理を義務付けることにより、斯かる手続実施の検査と監視が容易になる。例えば、ある種の状況下では、情報隔壁を跨いで発生する情報伝達の種類を記録することで、クレジット市場参加者が情報隔壁を確立するための手続を遵守したこと、具体的な場合においては、投資判断を行った個人が重要な非公開情報を保有していなかったことの証明が容易になる可能性がある。文書化することが有意義と思われるその他の行為には、その企業の情報管理の検査結果やその企業の方針及び手続へ

の違反に対して取られた正式な処置の記録などがある。

F. 規制対象リスト、監視対象リスト及びトレーディング・レビュー：多くの企業は、ある種の取引を規制し情報管理の遵守状況を検査するために、「規制対象リスト」及び「監視対象リスト」の組み合わせが有効であると考えている。但し、斯かるリストの特性及びそのカバー範囲は企業によって様々である。

- 「規制対象リスト」は、一般的にはその企業が規制すると決めた、自己取引、従業員取引及びある種の勧誘による顧客取引の対象となる証券又は発行体のリストである。さらに(規則 10b-5 違反を防ぐ方法として)原証券が規制対象リストに載っている証券派生スワップ取引を規制する企業もある。規制対象リストは、概して、不適切な取引を防止するのに必要なものとしてセールス及びトレーディング関係スタッフに配布される。証券や発行体が規制対象リストに掲載される理由は様々であり、適用法令の遵守や紛争若しくはその発生防止といったものが含まれる。
- 「監視対象リスト」は、一般的には取引することが制限されているわけではないが、その企業のコンプライアンス部署による厳重な検査の対象となっている証券又は発行体のリストである。通常、監視対象リストの配布は、従業員にその企業が重要な非公開情報を保有する可能性を知らせることなく、トレーディング活動を検査するため、法務又はコンプライアンス機能を果たす者に限られる。

さらに斯かるリストを保持する企業は、証券や発行体のリストへの追加及びリストからの削除並びに監視対象リストへのアクセス制限についての基準及び手続を定めておく必要がある。

加えて、証券派生取引(規制対象リスト又は監視対象リスト上の証券又は発行体に関する取引を含むが、それに限定されない)の定期検査や「スポット・チェック」(抜き打ち検査)は、その企業の情報管理の遵守の監視と執行並びにそうした管理の潜在的弱点を発見するのに便利なツールとなる。

G. 教育及び訓練の必要性：従業員に対してその企業の情報管理の仕組及び目的に関する教育及び訓練を行うことで、こうした管理の効果を高めることができる。斯かる教育及び訓練は、特に、機密に属するエリアの従業員に対し、その入社時、企業内での異動時、関連する証券法改正時、及び企業の方針の重要な変更若しくは

は違反があったときに有効である。

教育プログラムの開発及び評価に際して考慮すべき問題として次のような例が挙げられる：

- 「重要性」及び「非公開」の概念の定義を含む、重要な非公開情報に基づく証券派生取引を行うことに関する法的な制限の説明
- 重要な非公開情報の誤用がもたらす評判及び対顧客関係への影響
- 企業との雇用関係への影響(例えば、解雇の可能性)など、方針違反が従業員に対してもたらす可能性がある非常に重大な影響についての説明
- 証券派生取引を行う時や方法を制限したり、重要な非公開情報の流れを管理したりする手続に関する説明
- 手続の適用に不明な点がある場合に企業内の適切な人間に助言を求めることの重要性
- その企業の情報管理の遂行に責任を持ち、その企業の方針及び手続に関する質問に答えたり、例外の承認を行ったりすることが出来る担当者又は担当部署(一般的にはコンプライアンス部署)

訓練プログラムへの参加が文書化されるような方法についても考慮されるべきである。

H. 上位管理者による方針及び手続の検討と承認：クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務に携わる営業部署の上位の若しくはそれから独立した管理者がクレジット市場参加者による情報管理の検査と承認を担当することにより、斯かる管理が十分であるかどうかについての独立したチェック機能が働く。同様に、上位管理者に対してその企業の情報管理の実施及び有効性に関する報告手続について定めることにより、斯かる管理の重要性を明確にし、継続的な妥当性を担保することができる。

I. 企業のその他の手続との調整：企業はその状況により、あらゆる証券取引活動に関する情報管理システムを確立する手続を既に定めている場合がある。斯かる企業は、クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務における重要な非公開情報の取扱のために新たに別個の情報管理システムを構築したり、採用したりする必要は必ずしもない。しかし、企業が一般的な情報管理システムを見直す際には、クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務のために特別な手続を定める必要があるかどうかについて考慮すべきであろう。加えて、クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務について別個の手続を定めている場合には、他の証券

取引活動に適用される一般的な手続との整合性が図られている必要がある。

V. クレジット市場参加者は、クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務が情報隔壁の「プライベート・サイド」或いは「パブリック・サイド」のいずれで行われたかによって提起されうる以下の特別な問題について対処する必要性について考慮すべきである

上記のように、情報管理には、重要な非公開情報を入手し得る者による取引に対する制限のほか、一定の個人やグループが証券又は証券派生スワップ取引を行う際に課され得る制限を最小化するために、これらの者を斯かる情報から「隔絶する」ための手続を含むことが考えられる。斯かる情報隔壁を確立するクレジット市場参加者は、クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務が、隔壁の「プライベート」サイドの従業員によって行われるのか、「パブリック」サイドの従業員によって行われるのか、又は両方の従業員の組み合わせによって行われるのかを決める必要がある²²。こうした目的のため、以下の点に留意すべきである。

- 「プライベート・サイド」とは、情報隔壁の両サイドのうち、個人が重要な非公開情報を入手し得る側を指す。斯かる個人は、通常は、企業が重要な非公開情報を保有する可能性がある発行体の証券に関して実行する取引を事前に明確にし、パブリック・サイドに対して斯かる情報を伝達又は合図してしまう可能性がある接触や情報交換を制限する必要がある。例えば、恒常的にローンの貸出を行ったり、アドバイス業務に従事したりするクレジット市場参加者の営業部署は、こうした業務が重要な非公開情報の受領に繋がるため、情報隔壁のプライベート・サイドに位置する可能性が高い。
- 「パブリック・サイド」とは、情報隔壁の両サイドのうち、個人が重要な非公開情報を入手する可能性がない側を指す。即ち、そうした個人は、プライベート・サイドの斯かる情報や従業員から「隔絶」されているということである。従って、斯かる個人が重要な非公開情報を保有するために取引が制限されるような状況は限られている。顧客との間の伝統的な証券売買及びトレーディング業務は、通常パブリック・サイドから行われる。

²² 一般論として、情報隔壁を確立しないことを選択した企業は、Part V.Aに定める特別な問題(即ち、プライベート・サイド・アプローチを選択した企業に適用される問題)を検討する必要があるだろう。

このセクションは、クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務を包括的に又は部分的に担当する従業員がプライベート・サイドとパブリック・サイドのいずれに位置するかによってクレジット市場参加者に起こり得るいくつかの問題を特定しようとするものである。こうした問題を特定し議論するにあたり、この原則に関する報告書はある特定の手法が他よりも優れていることを示唆しようとするものではない。むしろ、クレジット市場参加者によるクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務並びに関連する情報管理の手段の企画及び検査に関連して考慮されるべき問題の特定を支援するというのがジョイント・フォーラムの趣旨である。また、クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務の責任がパブリック・サイドとプライベート・サイドの両方に跨るような方法を選択する企業もある。そのような方法も、その企業のプライベート・サイド又はパブリック・サイドの活動に関連する下記の問題を考慮するのであれば、等しく適切であるといえる。

A. プライベート・サイドから遂行されるクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務

1. **示唆されること**：企業のクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務を通じて管理されるクレジット・リスクに関する情報は、その企業のローン・ポートフォリオ・マネジメント及びそれに関連する業務の一環として、従来プライベート・サイドに属している。当初のクレジット判断を行うプライベート・サイドの従業員は、借手から提供される重要な非公開情報を入手し得る立場にある(また銀行は、規制によって一定の斯かる情報へのアクセスを持つことを要求される場合がある)。企業は、クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務を担当する従業員が、その管理するリスクに関係する全ての情報を容易に入手出来るようにするため、及び当初の貸出判断を行う者と継続的に連絡が取れるようにするために、かかる従業員をプライベート・サイドに配置することがある。このプライベート・サイドの情報は重要な非公開情報を含む場合があるので、クレジット市場参加者の手続は、斯かる重要な非公開情報にアクセス可能なプライベート・サイドのポートフォリオ・マネジメント関係者が、かかる情報に基づいて証券派生取引に関する投資判断を行うことがないように作成されるべきである。

2. 手続の評価又は作成に際して考慮されるべき項目

- *取引実行の決定が重要な非公開情報に基づいてなされたものではないことを判定する手続*：クレジット市場参加者の手続は、プライベート・サイドの従業員による証券派生取引実行の判断が重要な非公開情報に基づくものではないことを、ケースバイケースで判定できるように作成されるべきである。

この目的を達成するため、当該手続はその企業が、関係するプライベート・サイドの従業員が証券派生取引に関する重要な非公開情報を知っていたか否かを判断できるものでなければならない。加えて、クレジット市場参加者の手続では、特定の情報が重要かつ非公開であるか否かの判断を担当する従業員を明確にすべきである。このプロセス、特に重要性の判断が複雑な場合に於いては、コンプライアンス又は法務担当部署が重要な役割を果たす。企業は、この判断に関わる従業員が関係する重要性の判断を行うための資格と十分な経験を持つことを確保するよう適切な手段を講じるべきである。

状況によっては、(業務上の柔軟性を維持しつつ、法的義務を遵守するために)「隔壁の中の隔壁」、即ちクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務を担当するプライベート・サイドの特定の個人をある種の重要な非公開情報から「隔絶する」手続の実施が有用となる。こうした個人は、斯かる情報がプライベート・サイドの他の個人には入手可能な場合でも、その情報に基づいて取引しているとは見做されないことになる。斯かる「隔壁の中の隔壁」の手続を設けようとする企業は、対象となる個人をパブリック・サイドから、及び規制された情報に対して恒常的にアクセスすることができる他のプライベート・サイドの従業員から物理的に分離すること等、上記 Part IV に記載する種類の情報隔壁を採用すること、並びに企業内のこうしたエリア間の情報の流れを管理し、制限する関連手続について検討すべきである。

- *承認された取引の執行及びその他のプライベート・サイドとパブリック・サイドの間の情報伝達の取扱いに関する手続*：クレジット市場参加者は、証券派生取引に関連してプライベート・サイドとパブリック・サイドの間で発生し得る情報伝達を取扱う特別な手続が必要かどうか検討すべきである。

例えば、クレジット市場参加者は、証券派生取引を行うためのタイミ

ングやストラテジーの判断の材料としてプライベート・サイドの従業員がパブリック・サイドの従業員から価格その他の一般的な市場情報を徴求する場合に起こり得る情報伝達等、取引に先立って行われるあらゆる情報伝達の取扱に配慮すべきである。同様に、手続には、特にパブリック・サイドの取引執行デスクが使われる場合には、取引注文がどのように伝達され執行されるかを定める必要がある。企業は重要な非公開情報を含むかこれを示唆する情報伝達に対する防護を備えるため、例えば、かかる情報伝達若しくはその他の種類の情報伝達又はそれらに付随する取引を、コンプライアンス部署が検査、監視又は管理すべきかどうかなどを検討すべきである。

3. **その後の投資判断が示唆する事柄**：クレジット市場参加者は、手続の作成に当たり、証券派生取引に関連して実行しようとするその後の行為が取引実行の最初の時点で適用されるものと同等の手続の適用が要求されるような(規則 105b-5 における)独立した投資判断を伴うかどうかを考慮すべきである²³。関連するその後の行為には、例えば、既存のクレジット・デフォルト・スワップの条件に従ってクレジット・プロテクションの権利を行使するか否かの判断や、斯かるスワップを予定満期以前に終了させることの判断などが含まれるであろう。

クレジット市場参加者がこの問題に取り組むにはいくつかの方法が考えられる²⁴。他の市場で取られている一つの方法は、規則 10b5-1(c)(1)に規定される「取引計画書」によるセーフ・ハーバーに依拠するというものである。このセーフ・ハーバーに従えば、個人が取引の時点で重要な非公開情報を保有していたとしても、情報を知り得る以前に取引の執行に関する裁量権を実質的に排除するような取引計画を採用している限りに於いては、重要な非公開情報に基づいて取引を実行したとは見做されない²⁵。証券派生取引に関してこのセーフ・ハーバーに依拠しようとするクレジット市場参加者は、クレジット・デフォルト・スワップに基づく債務を引き渡す権利の行使を可能にするあらゆる「クレジットイベント」の発生に際して、その企業が行う行為が社内手続によって委任されるような手続を採用することを検討すべきである。

²³ 前記Part I.A.4 参照。

²⁴ 前記の脚注 14 で述べたように、この原則に関する報告書は、脚注 14 が付された文章において記載されるSECガイダンスのクレジット・デフォルト・スワップに拡大適用することについての適法性についての見解を示すものではない。

²⁵ このセーフ・ハーバーの適用に関する全ての要件については、規則 10b5-1(c)(1)を参照。

クレジット市場参加者は、クレジット・プロテクションの権利行使の時期
或いは行使すべきか否かに関する判断について(斯かる行使が独立した投資
判断と見做される場合に適用され得るあらゆる制限に従うことを前提とし
て)最大限の自由度を確保したい場合など、様々な理由により上記の「取引計
画書」による方法を採用しないことを選択することがある。「取引計画書」
の方法を採用するクレジット市場参加者は、債務が引き渡されるか否か(即ち、
スワップが現物決済か否か)、どの債務が引き渡されるのか、またその債務を
現に保有していない場合はセーフ・ハーバーに抵触しない形でどのようにし
て取得するのかなど、クレジット・デフォルト・スワップの行使に際して行
われるべき関係するあらゆる判断をセーフ・ハーバーの中にどのようにして
入れ込むかを考慮する必要がある。

B. パブリック・サイドから行われるクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業 務

1. **関連性**：クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務を担当する従業員
がパブリック・サイドに属する場合、通常は重要な非公開情報を入手可能な
立場にはない。一般論として、斯かる従業員は、特定の取引に関して自己或
いは会社が重要な非公開情報を保有しているか否かをその都度判断する必
要なく、証券派生取引を執行することが認められるはずである。

しかし、上述のとおり、証券派生取引を通じて管理されるクレジット・エ
クスポートに関する情報の多くは、概して情報隔壁のプライベート・サ
イドに位置する。このためクレジット市場参加者は、パブリック・サイドか
らクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務を行う場合は、パブリッ
ク・サイドの従業員に重要な非公開情報を伝達することなく、斯かる活動を
効率的に行うために必要な情報をパブリック・サイドの当該従業員に提供す
るといった実務的な問題に直面することになる。

2. 手続の評価又は作成に際して考慮されるべき項目

- **クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務の範囲の判定**：クレジ
ット市場参加者は、パブリック・サイドの従業員が行うクレジット・ポ
ートフォリオ・マネジメント業務の範囲、並びに斯かる活動を行うため
にこうした従業員に対して提供される情報の種類について定める必要が

ある。クレジット市場参加者が定めるべき目標には、次のようなものが含まれる。(i)パブリック・サイドの従業員に対して出来る限り多くの関連情報を提供するなど、パブリック・サイドの従業員があらゆる種類のクレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務を行える能力を可能な限り高めること、及び(ii)情報が(重要な非公開情報を含んでいたり、それに基づいていたり、それを示唆していたりするために)斯かる従業員に対して提供されず、従って斯かる従業員がこれを利用できないために、当該業務に混乱を来すような状況を最小限に抑えること。

これらの目標を調和させるため、企業は、重要な非公開情報を伝達或いは示唆することなく一定の情報をプライベート・サイドから関連するパブリック・サイドの従業員に伝達することが不可能である場合に考えられる、クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務に対する実務的な影響を考慮すべきである。例えば、以前にパブリック・サイドに提供された情報が更新されて、斯かる更新された情報の伝達が重要な非公開情報を示唆する場合は、その不適切な使用を防止する手順又は手続(例えば、斯かる情報の伝達があった場合には、パブリック・サイドは関連するあらゆる証券派生取引の実行を差し控えることを義務付ける等)を踏むことなしにパブリック・サイドに対して斯かる更新された情報を届けることは出来ない可能性がある。

- *パブリック・サイドに伝達される情報の重要性または非公開性の判断及び斯かる情報伝達の取扱に関する手続*: パブリック・サイドからのマネジメント業務を行うクレジット市場参加者は、(i)クレジット・ポートフォリオ・マネジメント業務の実行のためにプライベート・サイドからパブリック・サイドに移転される予定の情報が重要かつ非公開の情報であるか否かの判断、及び(ii)斯かる情報の伝達の管理(又はそのプロトコルの確立)のための手続を定める必要がある。

プライベート・サイドからパブリック・サイドへの情報伝達の取扱に関してクレジット市場参加者が採用する手続は、情報の性質など幾多の要素に基づいて様々に異なり得る。例えば、企業は、管理対象となっているエクスポージャーの金額など、一定の種類情報は、通常はパブリック・サイドに伝達可能であると判断し得る(但し、エクスポージャーの存在或いは金額そのものが重要な非公開情報となる状況においては、これに対処した手続に従う必要がある)。

しかし、他の種類の情報の伝達は、重要な非公開情報の示唆或いはその他の不適切な伝達を防止するように作成されたより詳細な手続を必要とする可能性がある。例えば、企業がプライベート・サイドで設定又は修正した内部格付(或いは、斯かる格付から派生するエクスポージャー・リミットなどのその他の情報)に関する情報を伝達しようとする場合には、企業の手続は、重要な非公開情報を保有する従業員によってなされた可能性のある内部格付の変更がパブリック・サイドに伝達されても重要な非公開情報の存在が示唆されないように、かかる内部格付の変更について適切に対処するものでなければならない。

格付情報の伝達に対処する方法として考えられるのは次のようなものである(但し、同様に効果的な手段が他にもあり得る): 格付変更が重要な非公開情報に基づいて行われたか否かを判断する(コンプライアンス担当者等による)格付変更の検閲; 格付の変更が重要な非公開情報に基づいて行われている場合には、その変更に関するパブリック・サイドへの伝達若しくは関連する証券に係るあらゆる取引の実行を管理、規制、又は遅延(証券派生取引のための事前クリアランスを義務付ける等); 若しくは斯かる重要な非公開情報に基づく証券取引を禁止するように作られたその他の適切な手続。別の方法として、企業は、パブリック・サイドで内部格付を行うことができる(従って重要な非公開情報に基づかない格付の設定又は変更ができる)十分な能力の開発を目指すことも考えられる。

企業は、パブリック・サイドの従業員がクレジット・ポートフォリオ・マネジメントを担当している場合に発生し得るプライベート・サイドとパブリック・サイドの間の情報伝達の性質や頻度によっては、重要な非公開情報の不適切な伝達を防止するための規制又は管理(或いはそのプロトコルの確立)を行う特別な手続を定めることが望ましい場合があるかどうかについても検討すべきである。

* * *