

保険とクレジット・デリバティブ取引の 法的区別をめぐる議論の基礎的考察(前編)

— 2007年頃までのアメリカの議論を中心として —

嘉 村 雄 司

●アブストラクト

わが国の学説では、保険とクレジット・デリバティブの法的区別を、損害てん補の目的の有無という基準を用いて説明する考え方が支配的見解である。この点、アメリカにおいても、同様の考え方にに基づき、保険とクレジット・デリバティブが区別されてきた。しかし、近時は、その考え方を再構築する試みが始まっており、その妥当範囲の限界が指摘されるに至っている。このようなアメリカの議論は、わが国の支配的見解を再検討するにあたって参考になると思われる。

もっとも、従来のわが国の学説では、アメリカの議論が参照されることがほとんどなく、未だ十分に認識されていないのが現状である。このような中、近時のアメリカの議論を参考にするためには、その基礎的理解が欠かせないと思われる。そこで、本稿は、近時のアメリカの議論をわが国の解釈論の参考にするための基礎的作業の一環として、それ以前のアメリカの議論を検討することとした。

本稿の前半では、わが国の議論状況を概説した上で、上記の支配的見解の基礎となったPotts意見書、および、ニューヨーク州保険法上の議論を検討する。

●キーワード

保険の意義、クレジット・デリバティブ取引

目 次

- 1 はじめに
- 2 保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別をめぐる Potts 意見書の見解
- 3 保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別をめぐるニューヨーク州の議論
 - (1) ニューヨーク州保険法における議論の概要
 - (2) ニューヨーク州保険法の適用対象に関する規定
 - (3) クレジット・デリバティブ取引と関連のある取引に関する意見書
 - (4) CDS 取引に関する意見書 (2000年6月16日の意見書)
 - (5) 2004年のニューヨーク州保険法第69節の改正 (以上, 本号)
- 4 保険と天候金融商品の法的区別をめぐる全米保険監督長官協会と国際スワップ・デリバティブズ協会の論争
 - (1) 全米保険監督長官協会の見解と国際スワップ・デリバティブズ協会の反論の概要
 - (2) 保険の定義に関する白書 (2000年の白書)
 - (3) 天候金融商品に関する白書草案 (2003年の白書草案)
 - (4) 国際スワップ・デリバティブズ協会の反論の書簡 (2004年の書簡)
- 5 保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別をめぐる学説の議論
 - (1) 学説における議論の概要
 - (2) Nirenberg & Hoffman 論文の見解
 - (3) Schwartz 論文の見解
- 6 むすび

1 はじめに

近年では、代替的リスク移転取引 (Alternative Risk Transfer) と呼ばれる取引の登場により、保険と金融の融合が進みつつあり、このことを視

野に入れて「保険に関する法規制（保険契約法・保険監督法）が適用される取引とは何か」を検討することが必要であると指摘されている¹⁾。このような問題意識からなされている議論の1つが、「保険に関する法規制がクレジット・デリバティブ取引に適用されないのか」という点である²⁾。

クレジット・デリバティブ取引とは、金銭債権に対応する信用リスクの移転を目的とした金融派生商品の総称である³⁾。たとえば、クレジット・デフォルト・スワップ（以下、「CDS」）と呼ばれる取引では、プロテクションの買い手（リスクをヘッジする側）と売り手（リスクをとる側）の2当事者が契約関係に入り、プロテクションの対象主体となる企業等（以下、「参照組織」）が指定される。買い手は、参照組織の信用リスクを売り手に移転し、その対価として手数料を支払う。参照組織に破産や元金金の不払い等の信用悪化事由（以下、「クレジット・イベント」）が発生した場合には、売り手から買い手に支払いが行われる。

クレジット・デリバティブ取引は、「リスクの移転」を目的とする点で保険と極めて類似する取引であることから、保険に関する法規制の適用範囲との関係が問題とされてきた⁴⁾。このような問題を検討するに際して、学説では、「クレジット・デリバティブ取引は保険であるか（保険とクレ

1) 山下友信『保険法』3頁（有斐閣，2005年）参照。

2) 代表的な先行文献として、吉澤卓哉「保険商品と金融商品の交錯」保険学572号43頁以下（2001年）、山下・前掲注1)19頁以下、同「保険・保険デリバティブ・賭博 リスク移転取引のボーダー」江頭憲治郎＝増井良啓編『融ける境 超える法3 市場と組織』227頁以下（東京大学出版会，2005年）、古瀬政敏「保険業法上の保険業と保険デリバティブ」生保156号1頁以下（2006年）参照。

3) クレジット・デリバティブ取引に関する説明については、河合祐子＝糸田真吾『クレジット・デリバティブのすべて〔第2版〕』（財経詳報社，2007年）および木野勇人＝糸田真吾『ビッグバン後のクレジット・デリバティブ』（財経詳報社，2010年）を参考にした。

4) このような議論においては、主として「損害保険」に関する法規制の適用範囲との関係が念頭に置かれてきたと思われる。山下・前掲注2)228頁注1参照。

ジット・デリバティブ取引の法的区別)」、すなわち、「クレジット・デリバティブ取引は保険の要素を具備しているか」という点が主として議論されてきたと思われる⁵⁾。

保険の定義（保険の要素）については、保険法および保険業法において明確に定める規定はなく、解釈によるほかないが、次のような複数の要素で構成されるという点については、学説上、概ね意見の合致があると指摘されている⁶⁾。すなわち、①一方当事者の金銭の拠出（保険料）、②他方当事者の偶然の事実の発生による経済的損失を補てんする給付（保険給付）、③要素①と②が対立関係に立つこと、④収支相等原則、⑤給付反対給付均等原則のもとに要素①と②の対価関係を形成すること、という5つの要素である⁷⁾。

このような理解を前提として、学説では、損害てん補の目的の有無という基準を用いて判断する見解（以下、「損害てん補基準」⁸⁾）と保険技術の利

5) もっとも、学説では、「保険の要素の具備の有無」という点だけが議論の対象とされてきたわけではない。後記6のとおり、「保険に関する法規制を適用する必要があるか」という観点からの検討も若干ながら行われてきたと思われる。この点については、拙稿「クレジット・デリバティブ取引に対する保険契約法・保険監督法の適用可能性の検討」損保76巻2号27-29頁（2014年）参照。

6) 山下・前掲注1)6頁以下、同・前掲注2)228頁以下参照。

7) 保険契約法については、平成20年に保険法が新たに制定されているが、同法の下でも、要素①～⑤を具備する取引が「保険」であるという理解が一般的であると思われる。山下友信「保険の意義と保険契約の類型——定額現物給付概念について」竹濱修＝木下孝治＝新井修司編『中西正明先生喜寿記念論文集 保険法改正の論点』3頁（法律文化社、2009年）、山下友信＝竹濱修＝洲崎博史＝山本哲生「保険法〔第3版〕」3頁、6-7頁〔洲崎博史〕（有斐閣、2010年）参照。なお、平成20年改正前商法の下で展開された「保険」概念と保険法の下で新たに設けられた「保険契約」の定義規定（保険法2条1号）との関係を詳細に検討するものとして、村田敏一「保険の意義と保険契約の類型、他法との関係」落合誠一＝山下典孝編『新しい保険法の理論と実務』28頁以下（経済法令研究会、2008年）、山下友信＝永沢徹編著『論点体系 保険法1』6頁以下〔伊藤雄司〕（第一法規、2014年）参照。

8) 山下・前掲注2)234頁、241頁、244頁。同旨の見解として、田中輝夫「ク

用の有無という基準を用いて判断する見解(以下、「保険技術基準」)⁹⁾が主張されている。これらの基準の下では、クレジット・デリバティブ取引は、損害てん補の目的あるいは保険技術の利用といった保険の要素を具備しているとはいえないため、保険ではない、ということになるだろう。このため、保険に関する法規制はクレジット・デリバティブ取引に適用されないと解されることが一般的であると思われる¹⁰⁾。このように、損害てん補の目的の有無あるいは保険技術の利用の有無で判断するという基準が確立されたことにより、保険とクレジット・デリバティブ取引との法的区別の問題は、既に解決されてしまったもののようにもみえる。

しかし、デリバティブ取引の分野で国際的にも実務的にも影響力の強いアメリカの議論に鑑みると、これらの基準で保険とクレジット・デリバ

クレジット・デフォルト・スワップの法的問題」金法1655号16頁(2002年)、吉澤卓哉『保険の仕組み——保険を機能的に捉える——』12頁注20、14頁、215頁(千倉書房、2006年)、松尾直彦『金融商品取引法〔第4版〕』83頁(商事法務、2016年)参照。

- 9) 保険業法上の保険とクレジット・デリバティブ取引との法的区別の問題について保険技術基準を主張する見解として、古瀬・前掲注2)36頁がある。また、保険技術基準に触れるものとして、山下・前掲注1)20頁、同・前掲注2)234頁、239頁および吉澤・前掲注8)43頁、188-190頁、209頁がある。もっとも、山下教授は、保険技術基準を積極的に主張しているわけではなく、理論的にありうる選択肢の1つとして指摘するに留まっている。
- 10) 前掲注8)の諸文献参照。もっとも、古瀬・前掲注2)36頁は、「指数型の保険デリバティブであれ、損害填補の給付を行う保険デリバティブであれ、前述した保険の特性(リスクの団体的処理の仕組み)を備えていない点に保険との相違があると考え(したがって、保険デリバティブといわれるものであっても、保険の実質を備えていれば、それは保険であるということになる)」(傍点筆者)と指摘し、保険技術基準の下ではクレジット・デリバティブ取引が保険として構成される可能性があることを明らかにしている。しかし、その一方で、同・前掲注2)40頁注28は、「クレジット・デリバティブは、その沿革と現状から見て、金融取引としての地位を確立しており、保険規制を行う必要はなく、後述の金融商品取引法による規制でよいと思われる」とも指摘しており、たとえクレジット・デリバティブ取引が保険として構成される場合であっても、保険業法を適用する必要性はないと解しているようであり、結論としては本文の理解と一致している。

イブ取引との区別を十分に根拠づけることができるのかについては、検討の余地が残ると思われる。アメリカでは、損害てん補基準に基づいて保険とクレジット・デリバティブ取引を区別する考え方が広く普及していたが、2008年頃から損害てん補基準を再構築する試みが始まっており、その妥当範囲の限界が指摘されるに至っているからである¹¹⁾。このようなアメリカの議論の進展は、これまでのわが国の学説を再検討するにあたって参考になるとと思われる。

もっとも、従来のわが国の学説では、アメリカの議論が参照されることがほとんどなく、アメリカにおいて損害てん補基準が支配的見解として確立されるに至った経緯についてすら、未だ十分に認識されていないのが現状である¹²⁾。このような中で、近時のアメリカの議論を参考にするためには、損害てん補基準が再構築される以前の2007年頃までの議論に関する基礎的理解が欠かせないと思われる。そこで、本稿では、保険とクレジット・デリバティブの法的区別に関する近時のアメリカの議論を、わが国の解釈論の参考にするための基礎的作業の一環として、2007年頃までのアメリカの議論を検討することとした¹³⁾。

11) 拙稿「ニューヨーク州保険法における保険契約とクレジット・デフォルト・スワップ」島法56巻1・2号1頁以下(2012年)参照。

12) たとえば、山下・前掲注2)237頁では、「保険と保険デリバティブとの法的区別をどう考えるかについては、保険法学説は諸外国も含めて沈黙しているといってよい状況にある」と指摘されており、従来の学説において保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別をめぐる英米の議論が参考にされることはあまりなかったと思われる。

13) これまでに、筆者は、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別をめぐるニューヨーク州保険法上の議論の検討を目的とした拙稿を公表してきた。前掲注5)および11)の文献参照。しかし、これらの拙稿においては、ニューヨーク州保険法に焦点を当て、かつ、2008年以後の損害てん補基準の再構築に関する議論を中心に取り扱ってきたことから、2007年以前のアメリカ法全般にわたる議論を十分に捕捉し切れていなかった。本稿は、このような不足部分を補うことを目的としている。

なお、以下で参照する先行文献については、重要性が認められるものの、現在では入手困難なものはいくつか存在する。具体的には、Potts意見書

本稿の構成は以下のとおりとなっている。まず、2において、損害てん補基準を示した先行文献としてしばしば引用される「Potts 意見書 (Potts Opinion)」を検討する。同意見書は、クレジット・デリバティブ取引のイギリス法上の取扱いを検討したものであり、アメリカ法上の取扱いの検討を行ったものではない。しかし、アメリカにおいても大きな影響力を持つものとなっているため、アメリカの議論を理解する上で重要な先行文献であると思われる。その上で、3～5において、アメリカの議論を検討する。具体的には、ニューヨーク州保険法上の議論(3)、全米保険監督長官協会 (National Association of Insurance Commissioners : NAIC) と国際スワップ・デリバティブズ協会 (International Swaps and Derivatives Association : ISDA) の論争(4)、および、学説上の議論(5)に関する検討を行う。最後に、6において、このようなアメリカの議論とわが国の議論との類似点・相違点に関する若干の検討を行い、むすびとする。

2 保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別をめぐる Potts 意見書の見解

保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別の問題について、損害てん補の目的の有無という基準を用いて判断する見解は、英米の議論の中で生まれたものである。このような考え方が示された先行文献として、英米の学説においてしばしば引用されているのは、「Potts 意見書」と呼ばれる意見書である¹⁴⁾。

Potts 意見書は、Robin Potts というイギリスの弁護士 (Queen's Coun-
 (後掲注14)), カタストロフィ・オプション取引およびインデックス・スワップ取引に関するニューヨーク州保険監督局の意見書 (後掲注42)および47)), 天候金融商品に関する全米保険監督長官協会の白書草案 (後掲注72)), Nirenberg & Hoffman 論文 (後掲注38)) である。本稿がやや詳細に説明を行っているのは、そのような文献の紹介という点も目的としているからである。

14) Opinion prepared for the ISDA by Robin Potts QC, Erskine Chambers (June 24, 1997) (on file with author) [hereinafter Potts Opinion].

sel) によって1997年に作成された私的な意見書である。同意見書では、クレジット・デリバティブ取引のイギリス法上の取り扱いが検討されている。

当時のイギリスでは、クレジット・デリバティブ取引は、経済的機能としては保険と同様であると認識されていたが、法的に保険契約として解釈されるとは一般的に考えられていなかった。しかし、このような取扱いは、判例および制定法で明らかにされておらず、法的裏づけがない状況であった。そこで、このような問題を検討するために、国際スワップ・デリバティブズ協会がスポンサーとなり、Potts意見書が作成された¹⁵⁾。

Potts意見書で検討されている事項は、「クレジット・デリバティブ取引の締結は、1982年保険会社法（Insurance Companies Act 1982）の下で保険事業となるか」および「クレジット・デリバティブ取引は、1982年保険会社法またはコモンローの下で保険契約となるか」という問題である¹⁶⁾。前者の問題については、1982年保険会社法の付則において保険事業として具体的に列挙された種目にクレジット・デリバティブ取引が該当するかが検討されており、保険契約との関係が直接取り扱われているわけではない¹⁷⁾。このため、本稿の問題意識からは、とりわけ後者の問題にかかる

15) Oskari Juurikkala, *Credit Default Swaps and Insurance: Against the Potts Opinion*, 26 J. INT'L BANKING L. & REG. 128, 129(2011).

16) Potts Opinion, *supra* note 14, at 1. また、Potts意見書においては、本文の問題に加えて、「クレジット・デリバティブ取引は、賭博法（wagering or gambling laws）の下で無効となるか」という問題も検討されているが、この点についても「no」という答えが示されている。Id. at 1, 8-10.

17) 「クレジット・デリバティブ取引の締結は、1982年保険会社法の下で保険事業となるか」という問題に関するPotts意見書の概要は、以下のとおりである。

1982年保険会社法2条(1)項は、第3条または第4条に基づく営業認可を受けない限り、何人も英国内において保険事業を行ってはならないと規定する。Insurance Companies Act 1982 (c.50) s.2(1)。同法は、保険事業の意義について明確に定めていないが、同法1条(1)項は、保険事業が長期事業（long term business）と一般事業（general business）に大別されると規定している。Insurance Companies Act 1982 (c.50) s.1(1)。このような規定により、同法は、長期事業あるいは一般事業にのみ適用され、これらに該当しない事業には適

Potts 意見書の見解が重要となる。

Potts 意見書は、後者の問題を検討するに当たって、まず、コモンロー上の保険契約とクレジット・デリバティブ取引を以下のように整理する。すなわち、イギリスのコモンロー上の定義において、保険契約とは、「保険契約者 (insured) が不利な影響を被ると予期する危険 (perils) に関する利害関係 (interests) を有する場合において、同人の損害をてん補する契約」のことをいう。したがって、受取人 (payee) の被る損害に応じた支払いを行う契約であれば、当該契約は保険契約となる。これに対し、クレジット・デリバティブ取引においては、プロテクションの買い手が損害を被ったか、または、現実には損害を被るリスクにさらされていたかにかかわらずなく、売り手による支払いが行われる¹⁸⁾。

用されないことが明らかにされている。Potts Opinion, *supra* note 14, at 2-3.

1982年保険会社法における保険事業とクレジット・デリバティブ取引との法的区別に関して問題となるのは、一般事業との関係である。一般事業とは、同法の付則2の第1部に定める種目のうちのいずれかの種目の保険事業をいう。Insurance Companies Act 1982 (c.50) s.1(1), 付則2の第1部には、17の種目が定められているが、Potts 意見書で検討されているのは、種目14の信用 (credit), 15の保証 (suretyship) および16の各種財務上の損失 (miscellaneous financial loss) という3つの種目との法的区別である。Potts Opinion, *supra* note 14, at 3-4.

Potts 意見書によれば、いずれの種目も損害のてん補を目的とした契約として構成されているのに対して、クレジット・デリバティブ取引においてはそのような契約として構成されていないという。したがって、同意見書は、クレジット・デリバティブ取引がこれらの種目に該当しないため、1982年保険会社法が適用されないと結論づけている。Id.

ここで検討されているのは、保険事業との法的区別についてであるが、その区別の理由づけとしては、本文で述べる保険契約との法的区別についてのそれと同様のものが示されているといえよう。なお、1982年保険会社法の翻訳については、小池真治「英国の1982年保険会社法 (Insurance Companies Act 1982)」損保46巻4号35頁以下 (1985年)、石山卓磨「英国保険会社法概説 (I・II) — 英国会社法との交錯領域について —」文研論集76巻43頁以下、77巻45頁以下 (1986年) を参考にした。

18) Potts Opinion, *supra* note 14, at 5-6. なお、Potts 意見書では、保険契約の定義について様々な裁判例が引用・分析されているが、本文の記述は、同意

次に、Potts 意見書は、保険契約とクレジット・デリバティブ取引とを区別する際の指針について、以下のように述べる。クレジット・デリバティブ取引の経済的機能の中には、保険契約の経済的機能と類似する点が存在する。しかし、保険契約とクレジット・デリバティブ取引との法的関係を検討する際には、契約の経済的機能の類似性を指摘するだけでは十分ではなく、契約で定められた権利や義務が検討されなければならない。すなわち、契約当事者が契約条項に従って権利義務を誠実に履行することを意図しているならば、このような権利義務が契約の特徴を決定づけることになる。これに対し、契約当事者がそれを意図していなければ、裁判所が契約当事者の真の目的を参照することにより取引の特徴を判断することになる。この点について、現在のクレジット・デリバティブ取引の実務においては、契約条項に従って履行することが意図されていると推測される¹⁹⁾。

その上で、Potts 意見書は、保険契約とクレジット・デリバティブ取引との相違点について、以下のように指摘する。すなわち、クレジット・デリバティブ取引は、①プロテクションの売り手の支払義務が買い手の被る損害またはそのリスクを条件としていないこと、したがって、②買い手の被保険利益を保護するためのものではなく、買い手の権利は被保険利益の存在に依存しないこと、という重要な点で保険契約とは明らかに異なる²⁰⁾。

なお、Potts 意見書は、1982年保険会社法上の保険契約の意義——同法

見書で引用されている裁判例のうちの一部 (*Wilson v. Jones*, (1867) 2 Exch. Div. 150) を引用したものである。See also Arthur Kimball-Stanley, Note, *Insurance and Credit Default Swaps: Should Like Things Be Treated Alike?*, 15 CONN. INS. L. J. 241, 247 (2008).

19) Potts Opinion, *supra* note 14, at 7.

20) *Id.* ②に対しては、被保険利益の要件は保険契約が有効か否かを判断する基準であって、ある取引が保険契約か否かを判断する基準ではないとの批判がなされている。Juurikkala, *supra* note 15, at 132. もっとも、Potts 意見書では、被保険利益の必要性は損害リスクの必要性（保険契約が損害リスクに対する契約でなければならないということ）を別の表現で言い換えたものに過ぎないとも指摘されている。Potts Opinion, *supra* note 14, at 5. このため、Potts 意見書は、主に①を区別の基準として考えているものと思われる。

は、保険契約の定義に関する規定を設けていない——について、同法とコモンローとの間に相違はなく、同法上も「保険契約は、損害のリスクから保護することを目的とした契約」であり、「損害が発生したかどうかにかかわらず、また、損害のリスクにかかわらず支払義務が生ずる場合には、当該契約は保険契約ではない」という点でコモンローと共通すると指摘する²¹⁾。このため、同意見書は、コモンロー上の保険契約とクレジット・デリバティブ取引の法的区別の問題についてのみ検討を加えており、1982年保険会社法上の保険契約との法的区別の問題については別段の検討を行っていない。

以上が Potts 意見書の概要である。同意見書によれば、クレジット・デリバティブ取引に損害を補および被保険利益の双方が存在しないことは、クレジット・デリバティブ取引と保険との間の異なる法的取扱いを正当化する重要な相違ということになる²²⁾。したがって、クレジット・デリバティブ取引は、プロテクションの買い手が損害を被るかどうかにかかわらず、デフォルトおよびその他のクレジット・イベントの発生を条件に支払いがなされるものとして構成されているため、保険契約として位置づけられるべきではない、と結論づけられることになる²³⁾。

このような Potts 意見書に対しては、単なる私的な意見書に過ぎないこと、クレジット・デリバティブ取引の市場参加者が広くこれを受け入れていることそれ自体には何の法的意義も存在しないこと、および、デリバティブ市場の主たる擁護者であり、主要な投資銀行の代理人である国際スワップ・デリバティブズ協会がスポンサーになっていることから公平性に疑いがあること、という批判がなされている²⁴⁾。しかし、その一方で、同意見書は、クレジット・デリバティブ取引の市場参加者から幅広い支持を得

21) Potts Opinion, *supra* note 14, at 8.

22) Kimball-Stanley, *supra* note 18, at 247.

23) *Id.* at 246.

24) Juurikkala, *supra* note 15, at 130.

て、市場のコンセンサスを示すものとなっており²⁵⁾、また、後記のとおり、アメリカにおいても大きな影響力を持つものとなっている。

3 保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別をめぐるニューヨーク州の議論

(1) ニューヨーク州保険法における議論の概要

Potts 意見書で示された見解を積極的に展開する法域として、アメリカのニューヨーク州を挙げることができる。ニューヨーク州は、アメリカのトップクラスの保険会社の多くが免許を受けている州であり、ニューヨーク州法のもつ実務的意義は大きく、また、規定内容の面でも他州のものとは比べて整備されている²⁶⁾。さらに、ニューヨーク州は世界の主要な CDS 市場の 1 つを形成しており、多くの CDS 取引はニューヨーク州法の下で締結されているのが現状である²⁷⁾。このため、ニューヨーク州法は、保険およびクレジット・デリバティブ取引の双方の面から重要な州であるといえよう。

ニューヨーク州法の下においても、前記のイギリス法と同様に、クレジット・デリバティブ取引生成当初から保険契約との法的区別、すなわち、クレジット・デリバティブ取引は保険契約であるかという点が問題とされてきた。そこで、以下では、ニューヨーク州保険法上の保険契約の定義およびその他の適用対象に関する規定内容を確認した上で、保険契約とクレジット・デリバティブ取引の法的区別に関する同州の議論をみていくこととしたい。

25) *Id.* See also Letter from Richard Metcalfe, Senior Policy Director, ISDA, to the Law Commission (Apr. 18, 2006) (Potts 意見書の幅広い普及により、市場参加者は、保険契約とクレジット・デリバティブ取引の法的区別の問題が与えるインパクトについてほとんど関心を持ってこなかったと指摘する)。

26) 山下友信 = 米山高生編『保険法解説——生命保険・傷害疾病定額保険』69頁〔山下友信〕(有斐閣, 2010年)。

27) Juurikkala, *supra* note 15, at 133.

(2) ニューヨーク州保険法の適用対象に関する規定

ニューヨーク州保険法は、保険契約の定義規定を設けており、同法1101条(a)項(1)号は、以下のように定めている。

「『保険契約 (insurance contract)』とは、『保険者 (insurer)』である一方の当事者が『保険契約者 (insured)』または『保険金受取人 (beneficiary)』である他方の当事者に対して、後者が、偶発的の事故の発生 (the happening of a fortuitous event) によって不利な影響を受ける実質的な利害関係 (a material interest) を、その事故発生の際に有し、または有すると期待される場合において、その事故の発生を条件として金銭的価値の給付 (benefit of pecuniary value) を付与する義務を負う一切の合意またはその他の取引をいう²⁸⁾。」

また、「偶発的の事故」という用語の意味について、ニューヨーク州保険法1101条(a)項(2)号は、「『偶発的の事故 (fortuitous event)』とは、その発生または不発生が相当な程度に、いずれの当事者からもその統制 (control) の範囲外にあるか、またはそのように両当事者から想定されているものをいう」と規定している²⁹⁾。このように、同法は、保険契約の定義を、偶発的の事故の発生に基づいて保険給付をする契約と定めており、保険料の支払いの点を除けば、平成20年改正前商法629条 (損害保険契約の定義規定)³⁰⁾

28) N. Y. Ins. Law § 1101(a)(1). 翻訳は、今井薫 = 梅津昭彦監訳『ニューヨーク州保険法 (2010年末版)』52-53頁 (生命保険協会, 2012年) を参考にした。

29) N. Y. Ins. Law § 1101(a)(2). 翻訳は、今井 = 梅津・前掲注28)53頁を参考にした。

30) 平成20年改正前商法629条は、損害保険契約の定義について、「損害保険契約ハ当事者ノ一方カ偶然ナル一定ノ事故ニ因リテ生スルコトアルヘキ損害ヲ填補スルコトヲ約シ相手方カ之ニ其報酬ヲ与フルコトヲ約スルニ因リテ其効力ヲ生ス」と定めていた。山下友信教授は、この規定から、保険の要素①～③ (前記1参照) を導き出すことができると指摘していた。山下・前掲注1) 6頁, 同・前掲注2)228頁。

と構造的には極めて類似する定義規定であると指摘されている³¹⁾。

さらに、ニューヨーク州保険法1101条(b)項(1)号は、「保険事業を営むこと (doing an insurance business)」の定義を定めており、その中核である同項(A)は、「保険者として、本州内居住者もしくは本州内で営業認可を受けた組合企業、非営利団体もしくは法人に対し、保険証券もしくは保険契約の発行もしくは交付またはそのような保険証券もしくは保険契約の申込の勧誘のいずれかを含め、保険契約を締結し、もしくは締結の申込を行うこと」としている³²⁾。このような規定により、同法は、基本的な構造として、保険者として保険契約を締結することが保険事業を行うことであると定義していることがわかるだろう³³⁾。

また、ニューヨーク州保険法1102条(a)項は、「いかなる個人、組合企業、非営利団体、法人またはジョイント・ストック・カンパニーも、本法の規定に従った有効な免許 (a license) により認可されない限り、または本法の規定によりこの免許要件を免除されない限り、本州において保険事業を営むことができない」と規定しており³⁴⁾、事業形態のいかんを問わず、保険事業を行うには、同法により免許を免除されているか、それとも同法により免許を受けていることを要する旨を明定している³⁵⁾。

このようなニューヨーク州保険法の構造からすると、基本的には、ある取引が同法1101条(a)項(1)号の要素を具備し、保険契約に該当すると解され

31) 山下友信「保険業の意義」商事1434号5頁(1996年)。

32) N. Y. Ins. Law § 1101(b)(1)(A). 翻訳は、今井=梅津・前掲注28)53頁を参考にした。

33) 山下・前掲注31)5頁。なお、同法1101条(b)項(2)号、(3)号および(3-a)号は、「保険事業を営むこと」に該当しない行為または取引を具体的に限定列举している。N. Y. Ins. Law § 1101(b)(2)(3)(3-a). これは、同法が包括的に規制対象を定めているからこそ必要とされる除外規定であり、解釈上の疑義を極力防止しようとしているものと指摘されている。竹内昭夫「保険と共済」同『手形法・保険法の理論』273頁(有斐閣、1990年)。

34) N. Y. Ins. Law § 1102(a). 翻訳は、今井=梅津・前掲注28)56頁を参考にした。

35) 竹内・前掲注33)271-72頁。

たならば、同法の規定が適用されると解されることになろう。もっとも、上記のような定義規定により、保険ないし保険業とそうでないものとの区別が明確になされているとまではいえず、現在までに繰り返し判例において争われているのは周知のとおりである³⁶⁾。同法の下において、判例は、解釈上様々な要素を考慮して保険ないし保険業に当たるかどうかを判断しており、契約において偶発的事故の発生にかかる給付が約束されている場合にはすべて保険として構成されるとは考えられていないと指摘されている³⁷⁾。

以上がニューヨーク州保険法の適用対象に関する規定の概要である。上記のような保険契約の定義規定の下では、クレジット・デリバティブ取引が保険契約と共通する特徴を有することは否定できない³⁸⁾。このため、クレジット・デリバティブ取引は保険契約であるかという問題が生じることとなったのである³⁹⁾。

この点について、ニューヨーク州保険監督局 (New York State Insurance Department) — 現在は金融サービス局 (Department of Financial

36) 保険ないし保険業の定義に関するアメリカの学説・判例については、岩崎稜「保険事業の定義」竹内昭夫編『保険業法の在り方(下巻)』143頁以下(有斐閣、1992年)参照。

37) 山下・前掲注31) 5頁。

38) See e.g., David Z. Nirenberg & Richard J. Hoffman, *Are Credit Default Swaps Insurance?*, 3 DERIVATIVE REP. 7, 9 (Dec. 2001) (on file with author); Robert F. Schwartz, *Risk Distribution in the Capital Markets: Credit Default Swaps, Insurance and a Theory of Demarcation*, 12 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 167, 181 (2007); Sherri Venokur, Matthew Magidson & Adam M. Singer, *Comparing Credit Default Swaps to Insurance Contracts: Did the New York State Insurance Department Get It Right?*, 28 FUTURE & DERIVATIVES L. REP. 1, 6 (Dec. 2008).

39) なお、ニューヨーク州保険法の上記各規定の内容は、保険契約とクレジット・デリバティブ取引の法的区別が議論され始めた当初から、基本的には変更されていない。1997年当時のニューヨーク州保険法の翻訳として、藤田勝利監訳『ニューヨーク州保険法(1997年末版)』45頁以下(生命保険文化研究所、2000年)参照。

Service)⁴⁰⁾ — は、クレジット・デリバティブ取引と関連のある取引について、いくつかの意見書の発行を通じてその立場を明らかにしてきた。そして、2000年6月16日に、CDS取引を直接の対象とした意見書を発行することにより、その立場を明確にした。さらに、ニューヨーク州は、2004年に、保険契約とクレジット・デリバティブ取引との法的区別について同州保険法の重要な改正を行っている。そこで、以下では、ニューヨーク州保険監督局の意見書および2004年のニューヨーク州保険法の改正の概要を示すことにより、ニューヨーク州法の立場を明らかにしたい。

(3) クレジット・デリバティブ取引と関連のある取引に関する意見書

ニューヨーク州保険監督局が発行した意見書の中で、クレジット・デリバティブ取引と関連のある取引として学説においてしばしば言及されているのが、カタストロフィ・オプション取引、インデックス・スワップ取引および天候デリバティブ取引に関する意見書である⁴¹⁾。以下では、順にこれらの意見書の概要をみていくこととしたい。

カタストロフィ・オプション取引に関する意見書は、1998年6月25日に発行されたものである⁴²⁾。同意見書が検討対象としたカタストロフィ・オプション取引の内容は、発行者 (Issuer) と買い手 (Purchaser) とがカタストロフィ・オプション契約を締結し、特定のカタストロフィ・イベント

40) ニューヨーク州保険監督局は、2011年にニューヨーク州銀行局 (New York State Banking Department) と統合し、現在は金融サービス局となっている。本稿は、2007年以前になされた議論を中心に取り扱っていることから、統合前の名称である「ニューヨーク州保険監督局」を用いている。

41) See e.g., Venokur et al., *supra* note 38, at 6; Andrea S. Kramer, Alton B. Harris & Robert A. Ansehl, *The New York State Insurance Department and Credit Default Swaps: Good Intentions, Bad Idea*, 22 J. TAX'N. & REG. FIN. INST. 22, 28 n. 54(2009).

42) New York State Insurance Department, *Re: Catastrophe Options ("Cat Options")*, Office of General Counsel Opinion (June 25, 1998) (on file with author) [hereinafter Catastrophe Options Opinion].

の発生を条件として、発行者が買い手に特定金額を支払うことになる取引である。なお、当該イベントは買い手が不利な影響を被るかどうかとは関係のないものであり、また、当該特定金額は買い手が実際に被った損害とは関係のないものとなっていた。

このようなカタストロフィ・オプション取引がニューヨーク州法の下において保険契約となるか、または、保険者として免許が要求されるかという問題について、カタストロフィ・オプション取引に関する意見書は、以下のように述べる。すなわち、「上記カタストロフィ・オプションが、トリガー・イベントに付加してまたはその一環として、買い手への支払いが同人の被る損害に依存することを定めない限り、当該契約は、ニューヨーク州保険法の下で保険（または再保険⁴³⁾）契約とならない⁴⁴⁾とした上で、「上記カタストロフィ・オプションに関する取引は、当該契約が保険または再保険契約とならない限り、ニューヨーク州において、保険者または再保険者として免許を得ることを……（発行者に）……要求しない」（括弧内筆者⁴⁵⁾）という見解を示している。そして、同意見書は、このような結論に至った理由について、以下のように述べる。

「上記の結論における重要な要素は、上記カタストロフィ・オプションが買い手の損害のてん補を発行者に義務づけていないという事実である。このような契約の下では、発行者は、買い手が損害を被るかどうかにかかわらず、買い手への支払いを義務づけられる。カタストロフィ・オプション（その他のデリバティブ）が保険契約となるためには、当該契約が、発行者（保険者のように）に、買い手（保険契約者のように）

43) カタストロフィ・オプション取引に関する意見書では、発行者の親会社が発行者に投資することが再保険契約に該当するか、という点も検討対象とされている。このため、本文にあるような「再保険」という文言が付け加えられている。*Id.*

44) *Id.*

45) *Id.*

が実際に被った損害を同人にてん補することを義務づけなければならない。損害のてん補は保険契約の不可欠な特徴であり、裁判所はこれに依拠して、ある契約がニューヨーク州法の下で保険契約であるかどうかを分析している。そのような契約条件がないならば、当該契約は保険契約ではない⁴⁶⁾。」

次に、インデックス・スワップ取引に関する意見書は、カタストロフィ・オプション取引に関する意見書の発行日の翌日である1998年6月26日に発行されたものである⁴⁷⁾。インデックス・スワップ取引に関する意見書が検討対象とした取引の内容は、変動支払人 (Index Payer) と固定支払人 (Fixed Rate Payment Payer) とがインデックス・スワップ契約を締結し、ある一定の対象指数 (Underlying Index) がトリガーされた場合に、変動支払人が固定支払人に定額 (以下、「想定元本 [Notional Amount]」) の支払いを行うことになる取引である。なお、変動支払人は、固定支払人が実際に損害を被ったかどうかにかかわらず、想定元本の支払いを行うことになっていた。

このようなインデックス・スワップ取引について、当該取引に関する意見書は、「上記インデックス・スワップが、トリガー・イベントに付加してまたはその一環として、固定支払人への支払いが同人の被る損害に依存することを定めない限り、当該契約は、ニューヨーク州保険法の下で保険 (または再保険⁴⁸⁾) 契約とならない⁴⁹⁾」とした上で、上記インデックス・ス

46) *Id.*

47) New York State Insurance Department, *Re : Index Swap Transaction*, Office of General Counsel Opinion (June 26, 1998) (on file with author) [hereinafter *Index Swap Opinion*].

48) インデックス・スワップ取引に関する意見書では、変動支払人の親会社が変わ動支払人のインデックス・スワップにかかる支払義務を保証することが再保険契約に該当するか、という点も検討対象とされている。このため、本文にあるような「再保険」という文言が付け加えられている。*Id.*

49) *Id.*

ワップの変動支払人は、当該契約が上記引用部分と同条件である限り、「ニューヨーク州において、保険事業を営むこと (doing an insurance business) とはみなされない⁵⁰⁾」という見解を示している。そして、同意見書は、このような結論に至った理由について、以下のとおりカタストロフィ・オプション取引に関する意見書において提示された理由と同様のことを述べている。

「上記の結論における重要な要素は、上記インデックス・スワップが固定支払人の損害のてん補を変動支払人に義務づけていないという事実である。このような契約の下では、変動支払人は、固定支払人が損害を被るかどうにかかわらず、固定支払人への支払いを義務づけられる。インデックス・スワップ (その他のデリバティブ) が保険契約となるためには、当該契約が、変動支払人 (保険者のように) に、固定支払人 (保険契約者のように) が実際に被った損害を同人にてん補することを義務づけなければならない。損害のてん補は保険契約の不可欠な特徴であり、裁判所はこれに依拠して、ある契約がニューヨーク州法の下で保険契約であるかどうかを分析している。そのような契約条件がないならば、当該契約は保険契約ではない⁵¹⁾。」

最後に、天候デリバティブ取引に関する意見書は、2000年2月15日に発行されたものである⁵²⁾。同意見書は、検討対象とした天候デリバティブ取引の内容について特に言及していないが、当該取引が保険として構成されるかという問題について、「天候デリバティブは、ニューヨーク州保険法

50) *Id.*

51) *Id.*

52) New York State Insurance Department, *Weather Financial Instruments (derivatives, hedges, etc.)*, Office of General Counsel Opinion (Feb.15, 2000) [hereinafter *Weather Financial Instruments Opinion*].

の下で保険とならない」⁵³⁾という見解を示している。なお、同意見書では、上記の各意見書とは異なり、保険事業との関係については言及されていない。

天候デリバティブ取引に関する意見書は、このような結論に至った理由について、以下のように述べる。

「天候デリバティブは、ニューヨーク州保険法1101条(a)項(1)号の下で保険契約とならない。なぜなら、当該契約条件が、トリガー・イベントに付加してまたはその一環として、天候デリバティブの買い手への支払いが同人の被る損害に依存することを定めていないからである。そのような契約の下では、天候デリバティブの発行者は、買い手が損害を被るかどうにかかわらず、買い手への支払いを義務づけられる。天候デリバティブにおける支払金額またはトリガー・イベントは、買い手の損害と関係をもたない。そのような関係が求められないならば、当該契約は保険契約ではない⁵⁴⁾。」

以上がクレジット・デリバティブ取引と関連のある取引に関する意見書の概要である。上記の各意見書は、カタストロフィ・オプション取引、インデックス・スワップ取引および天候デリバティブ取引のいずれにおいても保険契約に該当しないと結論づけており、その理由もほぼ共通した内容となっている。このような各意見書の理由付け部分から、ニューヨーク州保険監督局は、クレジット・デリバティブ取引と関連のある取引と保険契約とを区別する際に、損害てん補の要素が存在するか否かという点を基準として考慮していることがわかるだろう。

なお、上記の各意見書の中では、留意すべき点として、金融商品の性質や当事者の利害関係および権利義務関係によっては、当該金融商品が保険

53) *Id.*

54) *Id.*

契約として構成されることがありうると指摘されている⁵⁵⁾。具体的にどのような場合であれば保険契約として構成されるのかについては何も触れられていないが、その可能性のあることが指摘されている点は、後記 CDS 取引に関する意見書との比較において留意が必要である。

(4) CDS 取引に関する意見書 (2000年 6月16日の意見書)

これまでに発行された意見書の内容から、ニューヨーク州保険法上の保険契約とクレジット・デリバティブ取引の法的区別に関する同州保険監督局の見解はある程度推測できたかもしれないが、同州保険監督局は、2000年 6月16日に CDS 取引に関する意見書 (以下、「2000年 6月16日の意見書」) を発行することにより、その見解を明らかにしている⁵⁶⁾。

2000年 6月16日の意見書が検討対象とした CDS 取引の内容は、前記 1 で示した内容と基本的に同様であるが、具体的に想定されているのは、市場価格参照型の現金決済⁵⁷⁾であり、プロテクションの買い手が実際に損害を被ったかどうかにかかわらず売り手が支払いを行うことになる取引である。このような CDS 取引に関して同意見書が検討した問題は、以下のような内容である。なお、同意見書においても、保険事業との関係については言及されていない。

55) Catastrophe Options Opinion, *supra* note 42; Index Swap Opinion, *supra* note 47; Weather Financial Instruments Opinion, *supra* note 52.

56) New York Department of Insurance General Counsel Opinions, *Re: Credit Default Option Facility*, 2000 NY Insurance GC Opinions LEXIS 144 (June 16, 2000) [hereinafter Credit Default Option Opinion].

57) CDS 取引における標準的な決済方法には、現物決済、現金決済およびオプション決済がある。これらのうちの現金決済においては、プロテクションの売り手が買い手に、融資や社債の市場価格と額面100%の差額を支払う方法 (市場価格参照型) と、あらかじめ定めた一定額を支払う方法 (定額決算型) とがある。2000年 6月16日の意見書が検討対象とした CDS 取引は、前者の決済方法をとるものである。CDS 取引の決済方法の詳細については、河合 = 糸田・前掲注3) 293頁以下、木野 = 糸田・前掲注3) 181頁以下が詳しい。

「カウンターパーティー（売り手）がクレジット・イベントの発生を条件として買い手に支払いを行うが、その支払いが買い手の被る損害に依存しない場合において、クレジット・デフォルト・スワップ取引は、保険法の下で保険契約となるか⁵⁸⁾。」

このような問題に対して、2000年6月16日の意見書が示した見解は、以下のとおりである。

「売り手がクレジット・イベントの発生を条件として買い手に支払いを行うが、その支払いが買い手の被る損害に依存しない場合において、クレジット・デフォルト・スワップ取引は、保険契約とならない⁵⁹⁾。」

その上で、2000年6月16日の意見書は、このような結論に至った理由について、以下のように述べる。

「上記クレジット・デフォルト・スワップは、ニューヨーク州保険法1101条(a)項(1)号の定義を満たさない。なぜなら、当該取引条件の下では、売り手はクレジット・イベントの発生を条件として買い手に支払いを行うが、その支払いが買い手の被る損害に依存しないからである⁶⁰⁾。」

また、2000年6月16日の意見書は、インデックス・スワップ取引に関する意見書を引用しつつ、以下のように続ける。すなわち、「これまでに、ニューヨーク州保険監督局は、インデックス・スワップ取引が保険契約とならないという公式な見解を公表してきた。その理由は、インデックス・スワップが固定支払人の損害をてん補することを変動支払人に義務づけて

58) Credit Default Option Opinion, *supra* note 56.

59) *Id.*

60) *Id.*

いないからである。それどころか、変動支払人は、固定支払人が損害を被ったかどうかにかかわらず、同人への支払いが義務づけられる」と述べている⁶¹⁾。

以上のような2000年6月16日の意見書の発行により、ニューヨーク州保険監督局は、同州保険法の下で、ある契約が保険契約に該当するかどうかは損害てん補という要素の有無が基準となり、この基準に照らすとCDS取引は保険契約に該当しないことを明らかにした。このような2000年6月16日の意見書の見解は、Potts意見書と基本的に同様の立場にたつものといえよう。

なお、2000年6月16日の意見書には、前記の各意見書とは異なり、金融商品の性質や当事者の利害関係および権利義務関係によっては保険契約として構成されうることを指摘する文言は存在しない。このため、同意見書が発行されたことにより、市場関係者が、ニューヨーク州においてはCDS取引が保険契約として構成される可能性がなくなったと理解したことには相当の理由があったものと思われる⁶²⁾。

(5) 2004年のニューヨーク州保険法第69節の改正

ニューヨーク州保険監督局が2000年6月16日の意見書を発行したことにより、同州保険法の下でクレジット・デリバティブ取引は保険契約とならないという理解が広まったが、2004年になされた同州保険法第69節の改正

61) *Id.*

62) 2000年6月16日の意見書の発行後にこのような理解が広まったことを指摘するものとして、Testimony to the United States House of Representatives Committee on Agriculture, *Hearing to Review the Role of Credit Derivatives in the U.S. Economy*, at 4-5 (by Eric Dinallo, Superintendent, New York Insurance Department (Nov. 20, 2008)) 参照。しかし、ニューヨーク州保険監督局は、2008年9月22日にCircular Letter No. 19を発行することにより、このような理解が間違いであったことを明らかにすることになる。See New York State Insurance Department, Circular Letter No. 19 (Sept. 22, 2008). この点については、拙稿・前掲注11) 10頁以下参照。

において、このような理解をより一層明確にする規定が設けられている。

ニューヨーク州保険法第69節は、金融保証保険会社（Financial Guaranty Insurance Corporations）について定めるものである。金融保証保険会社は、いわゆるモノライン会社として知られており、金融保証保険契約の発行のみしか許容されておらず、その他の種類の取引を行うことはできない。このため、金融保証保険会社がCDS取引におけるプロテクションの売り手の経済的リスクを引き受けるためには、まず金融保証保険会社が特別目的事業体を設立した上で、当該事業体がCDS取引の売り手として活動し、買い手に対する当該事業体の支払いを保証する金融保証保険を金融保証保険会社が発行する、という形式で行わなければならなかった。ニューヨーク州保険監督局は、金融保証保険会社がこのような金融保証保険を発行することを認めていたが、同州は、2004年に同州保険法を改正することにより、このような金融保証保険会社の活動を制定法上許容するに至った⁶³⁾。その際に同時に設けられたのが、CDS取引の定義について定める同州保険法6901条(j-1)項である。

ニューヨーク州保険法6901条(j-1)項は、CDS取引の定義について、「クレジット・デフォルト・スワップとは、国際スワップ・デリバティブズ協会、または保険庁長官（superintendent）が承認するその他の機関が、随時公表するクレジット・デリバティブ取引の定義を参照する合意をいう。当該合意に準拠して、一方当事者は、特定証券その他の証券の発行者に、支払不履行、支払不能その他のクレジット・イベントが生じた場合には、他方当事者に補償することを合意するものとする」と規定する⁶⁴⁾。その上で、同項は、「ただし、そのような合意は保険契約とならず、そのようなクレジット・デフォルト・スワップ取引を行うことは保険事業を営むこととはならない」と定めており、CDS取引にニューヨーク州保険法が適用

63) N. Y. Ins. Law § 6901. See Venokur et al., *supra* note 38, at 5-6 & n. 19.

64) N. Y. Ins. Law § 6901(j-1).

されないことを明定している⁶⁵⁾。なお、同項は、2004年10月19日に施行されている。

このようなニューヨーク州保険法6901条(j-1)項に対しては、単にCDS取引が保険契約でないことを定めただけあり、CDS取引が保険契約とは異なる取扱いを受けることの理由は不明であること⁶⁶⁾、および、2004年の改正の際に同項にかかる法的問題の十分な検討がなされていないこと⁶⁷⁾、が指摘されている。しかし、アメリカの学説において、同項は、2000年6月16日の意見書の見解がニューヨーク州保険法の中に制定法化されたものとして理解されているようである⁶⁸⁾。

ところで、ニューヨーク州保険法6901条(j-1)項が制定された後も、ニューヨーク州以外の州で同様の規定が設けられた例は存在しないようである⁶⁹⁾。そもそもニューヨーク州以外の州法の下では、議論があまりなされていないようであり、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別がどのように考えられているのかは明らかでない。しかし、後記のように、保険の定義規定を設けている州においては、ニューヨーク州保険法の保険契約の定義規定と同旨の内容を定めていることが多く、また、そのような規定を設けていない州においても、判例において同旨の理解がなされているようである。このため、ニューヨーク州以外の州法の下でも、ニューヨーク州保険監督局が示した考え方と同様の基準で判断されるのではないかと推測される⁷⁰⁾。

(筆者は鳥根大学法文学部准教授)

65) *Id.*

66) Schwartz, *supra* note 38, at 183; Kramer et al., *supra* note 41, at 29.

67) Kimball-Stanley, *supra* note 18, at 252.

68) See Kramer et al., *supra* note 41, at 29.

69) Schwartz, *supra* note 38, at 173.

70) なお、保険とCDS取引の法的区別の問題が直接の争点となったものではないが、*AON Financial Products, Inc. v. Societe Generale*, 476 F.3d 90, 96

(2nd Cir. 2007)では、CDS取引がプロテクションの買い手の損害をてん補することを目的としたものではないことから、保険契約とは著しく異なると指摘されている。これは、国際スワップ・デリバティブズ協会が提出した意見書 (amicus curiae brief) に基づいてなされた指摘であるが、ニューヨーク州保険監督局と同様の考え方を示したものであるといえよう。本件については、森下哲朗「クレジット・デフォルト・スワップ」金融法務研究会『金融取引における信用補完に係る現代的展開 (金融法務研究会報告書(20))』50頁および52-53頁 (2012年) が詳しい。

その一方で、*Merrill Lynch Int'l v. XL Capital Assurance et al.*, 564 F. Supp. 2d 298, 300 (S.D.N.Y. 2008) では、プロテクションの買い手が売り手に支払う手数料と保険契約者が保険会社に支払う保険料との類似性に着目しつつ、CDS取引は保険契約と類似するアレンジメントであるとも指摘されており、現時点において裁判所の立場は明確ではないと思われる。