

ドイツ法における適時開示規制

——フェア・ディスクロージャー・ルールとの関係を中心に——

島田 志帆*

目 次

1. はじめに
2. 沿革と基本構造
 - (1) 沿 革
 - (2) 基本構造
3. 内部者取引規制と適時開示義務との関係
 - (1) 規制の目的
 - (2) 「公表されていない」内部者情報
 - (3) 内部者情報の「不正な」開示
4. 適時開示義務と FD ルールとの関係
 - (1) 基本的枠組みと特色
 - (2) FD ルールの意義と適用範囲
 - (3) FD ルールを巡る諸問題
5. 結 語

1. はじめに

平成29年5月17日、金融商品取引法の一部を改正する法律（平成29年法律第37号）（以下「改正法」という。）が成立し、同法にフェア・ディスクロージャー・ルール（以下「FD ルール」という。）が導入された（改正法による改正後の同法27条の36以下）。

FD ルールとは、企業が、業績動向など公表前の重要な内部情報を特定

* しまだ・しほ 立命館大学大学院法務研究科教授

の証券アナリストなどに提供した場合、速やかに他の投資家にも公平に情報提供することを求めるものである。FD ルールは既に諸外国において制度化されており、例えば、米国においては、証券の発行企業等が、その発行企業又は発行証券に関する重要かつ未公表の情報を特定の情報受領者に対して開示する場合、意図的な開示の場合は同時に、意図的でない開示の場合は速やかに、当該情報を公表しなければならないとするルールが導入されており¹⁾、EU でも2014年市場濫用規則²⁾(以下、「2014年規則」という。)が同種の規定を置いている³⁾。我が国でも近年、上場会社から証券アナリストの取材に応じて公表前の決算情報が提供され、株式の売買の勧誘が行われていた事例が判明したことや、一部の報道機関が決算短信の公表前に会社が公表する数値に近い業績予想を頻繁に提供していることについて、当該情報にアクセスできない外国人投資家を中心に批判が高まっていた⁴⁾。

FD ルールの趣旨は、投資家に対する情報提供の公平性を確保することにあるが⁵⁾、機能面からすると、選択的な情報提供に際して開示が行われれば、それはもはや未公表の情報ではなくなるわけであるから、インサイダー取引を予防する効果もある。今般我が国で導入されたFD ルールも、対象となる「重要情報」をインサイダー取引規制の対象となる情報の範囲と基本的に一致させるとともに、それよりやや広い範囲を対象として想定している⁶⁾。他方、随時の情報開示の制度としては、投資判断にとって重

1) Regulation FD : 17 CFR § 243.100-103.

2) Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance.

3) 2014年規則17条8項。

4) 田原泰雅 = 大塚潤 = 渡辺孝彦 = 森田理早 = 岡村健史「フェア・ディスクロージャー・ルール」商事2140号20頁以下(2017年)。

5) 田原他・前掲注(4)27頁参照。法案の提出理由では、「上場会社による公平な情報開示に係る規制の整備等の措置を講ずる必要がある」と説明されている。

6) 田原他・前掲注(4)23頁以下。

要な事実（重要事実）をタイムリーに開示させる適時開示制度がある。証券取引所規則に基づく我が国の適時開示制度は、その事実を臨時報告書の公衆縦覧よりも迅速に開示させるものであり、投資者に投資判断資料を提供するとともに、重要事実が未公開のまま上場会社に滞留する時間を短くすることによって、インサイダー取引を防止することを目的としていとされる⁷⁾。我が国のFDルールについては、適時開示制度を原則としつつ、これを補完する役割をFDルールに期待すべきであるものの、FDルールの「重要事実」の範囲が適時開示の対象となる「重要事実」より広いものであれば、FDルールのみが適用される場面が多くなるとも説かれている⁸⁾。諸外国を見ると、FDルールをインサイダー取引に対する予防的効果をもたらすものと捉えつつ⁹⁾、適時開示はまた別のルールで規制する国もあれば（米国）¹⁰⁾、適時開示にインサイダー取引の予防的効果を認

7) 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣、2016年）176頁。東京証券取引所有価証券上場規程によれば、適時開示が求められる会社情報は、有価証券の投資判断に影響を与える上場会社の業務、運営又は業績に関する情報であり、決定事実、発生事実、決算情報等に関する開示が要求されている（同402条以下）。インサイダー取引の重要事実（金商法166条2項）と臨時報告書提出義務のある事実（開示府令19条）とほぼ同じものが列挙されている。

8) 川口恭弘「公正（フェア）で適時（タイムリー）な情報開示（ディスクロージャー）」金判1519号1頁（2017年）。なお、FDルールと適時開示規制の近接性を指摘するものとして、神作裕之「フェア・ディスクロージャー・ルールにおける『公正』の意義」法教435号1頁（2016年）。

9) 山本雅道『アメリカ証券取引法』（レクシスネクシス・ジャパン、2016年）130頁。なお、米国のレギュレーションFDが制定された背景には、米国のインサイダー取引規制に係る判例法理のもとでは、取引の相手方に対する信任義務違反などがなければ、未公表情報を利用した取引であってもインサイダー取引とはされないという事情があった（大崎貞和「フェア・ディスクロージャーのルール化をめぐって」月刊資本市場369号15頁（2016年））。

10) Sec. 13. (a) (1) SEA, Rule 13a-11. 会社支配権の変更、買収、処分、監査人の変更、取締役の退任、破産などの特別な事象が発生した場合、発行者は臨時報告書（Form 8-K）を提出し、速やかに公表しなければならないが、事象によって公表時期は異なっている。なお、FDルールの公表手段として、臨時報告書によることも可能である（Regulation FD: 17CFR § 243.101 (e)）。

めつつ、その適時開示制度の一環としてFDルールを捉える国もあり(後述のEU及びドイツ法)、各国におけるFDルールの性格は、適時開示制度及びインサイダー取引規制との関係で、かなり異なっている。

そこで本稿では、EU加盟国の一つであるドイツを取り上げ、ドイツ法における適時開示規制とFDルールとの関係及びそこで論じられている問題点を紹介することとしたい。EUでは、2016年7月から2014年規則が加盟国に直接適用されているが、同規則のもとでは、「内部者情報」概念をもって内部者取引(インサイダー取引)規制及び適時開示義務の要件とする仕組み(一元モデル)が採用されている。それまで加盟国内における国内法化のハーモナイゼーションはかなり緩やかであって、両規制の対象となる事実を区別する二元モデルを採用してきた加盟国が多かったとされる。これに対してドイツでは、同規則が適用される以前から一元モデルが採用されており、ドイツにおける議論を知ることは、今後のEUの動向を知るうえでも参考になると思われる。

以下の検討においては、2014年規則が直接適用される以前——2016年改正前ドイツ有価証券取引法——の法解釈を主として参考にする。

2. 沿革と基本構造

(1) 沿革

EUにおける発行者の適時開示義務は、1979年取引許可指令(Richtlinie 79/279/EWG)を淵源とする。同義務は、加盟国内で統一された内部者取引規制がまだ存在しない中、資本市場に情報を公表するという一般的機能を果たすものと理解されており、ドイツでは取引所法旧44a条のもとで国内法化されていた¹¹⁾。

内部者取引規制に関しては、ドイツは長らく消極的な態度をとっていた

11) Voß in Just / Voß / Ritz / Becker, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Kommentar, 2015, § 15 Rn. 2.

が、1960年代から続けられていた加盟国内における規制統一の努力は、1989年内部者指令（Richtlinie 89/592/EWG）に結実する。ドイツにおいては、同指令を国内化する1994年第2次金融市場支援法（2. FMG）によりドイツ有価証券取引法（WpHG）（以下、単に「法」という。）が制定され、法第3章に「内部者の監視」の章が設けられた。同章のもとでは、「内部者証券」「内部者」「内部者取引の禁止」（法旧12条乃至14条）の各規定が定められるとともに、取引所法旧44a条が法旧15条に移行し、また、有価証券取引監督庁（BAWe）（2002年より連邦金融サービス監督庁（BaFin））が設置された（法旧3条以下）。ここに、中央的な監視機関による監視のもと、内部者取引の禁止と適時開示義務により内部事実の不正利用を阻止するという体制が整うことになる¹²⁾。

2003年には、相場操縦に関する規制を統一し、1989年内部者指令の内容を引き継ぐ2003年市場濫用指令（Richtlinie 2003/6/EG）が採択され、これにより、内部者取引規制と適時開示義務にも多くの変更が加えられた¹³⁾。基本的な制度設計としても、「内部者情報」概念を内部者取引規制だけでなく、適時開示義務の要件とする仕組み（一元モデル）が採用された。なお、FDルールが適時開示義務に加えられたのもこの時である。

ドイツではそれまで、適時開示義務の対象となる事実と内部者取引規制の対象となる事実とは別別して規定されており、規定の文言上、前者は後者より狭く理解されていたが¹⁴⁾、同指令を国内法化する2004年投資家保護改善法（AnSVG）による法改正により、一元モデルが採用され、適時開示義務の適用領域は拡大された¹⁵⁾。他方、イギリス、フランス、イタリアな

12) 川口恭弘他「インサイダー取引規制の比較法的研究」民商125巻4・5号1頁以下（2002年）、6頁以下参照。

13) 松井秀征「インサイダー取引規制の比較法的研究——禁止行為規制の日欧比較——」『企業法制の将来展望（2013年度版）』（資本市場研究会、2012年）343頁以下、384頁以下参照。

14) Simon, Die neue Ad-hoc-Publizität, Der Konzern, 2005, 13, 14.

15) Assmann in Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz: WpHG Kommentar, 8

どでは、二元モデルが採用されていたとされる¹⁶⁾。早期に不確実な段階で情報開示すると、投資家を混乱させ、ひいては資本市場の機能が害されることにもなりかねない¹⁷⁾、発行者の正当な利益が侵害される可能性が高くなり、過大な負担を強いることにつながるおそれもある¹⁸⁾。これに対して、ドイツの立法者は、統一された「内部者情報」概念を用いることで、同指令の目的である市場の透明性確保、内部者取引のさらなる制限、金融市場の完全性確保が達成されるべきであると考えていた。市場参加者(Marktteilnehmer)は早い時点で重要な市場情報を投資判断に利用できるべきであり、できる限り早く内部者情報を開示することによって、潜在的な内部者の範囲は狭くなり、内部的な事実が濫用される期間も可能な限り短縮される、と¹⁹⁾。

2014年にEUは、2003年市場濫用指令に代わる2014年規則とともに、市場濫用に適用される刑事制裁に関する指令(2014年刑事制裁指令(Richtlinie 2014/57/EU))を採択した。2014年規則は、加盟国内で直接適用されるEU自体の法令であり、指令を国内法化する際に生ずる加盟国間の差異を回避して、統一した市場濫用の規制を実現させるものである(前文5)。内部者取引規制と適時開示義務に関しては、規則案の段階では二元モデルを採用すべきとの意見も提出されていたが、その後二元モデルの必要性を失わせる欧州司法裁判所の判決が出されたこともあり、2014年規則

↘6. Aufl., 2012, § 15 Rn. 1.

16) 松津浩司「EUの新しい内部者取引規制の枠組み」『ドイツ会社法・資本市場法研究』(中央経済社、2016年)593頁。

17) 後掲注(20)参照。

18) 一元モデルの課題に関して、松尾健一「EUにおけるインサイダー取引規制——最近の判例および法改正について——」阪大法学62巻3・4号292頁(2012年)。なお、理論上、インサイダー取引とタイムリー・ディスクロージャーの重要事実の範囲は異なり、後者の重要事実の範囲は前者より狭いと考えるべきであるとされる(黒沼・前掲注(7)178頁)。なお、EU及びドイツ法の一元モデルでも、発行者の利益のために適時開示を延期することは認められている(内部者取引は適時開示より早い段階で規制される)。

19) Begr. Regierungsentwurf zum AnSVG, BT-Drs. 15/3174, S. 34f.

では一元モデルが維持されることになった²⁰⁾。

(2) 基本構造

2014年規則7条は「内部者情報」に関する定義を置く。基本的内容でいうと、同8条1項は(a)内部者情報を使用して金融商品を取得・譲渡する行為を「内部者取引」と定義し(使用)、同条2項は(b)内部者取引を推奨・教唆する行為(推奨・教唆)の内容を、同10条1項は(c)内部者情報を不正に公開する行為(情報提供)の内容を定義したうえ、同14条が、これらの3つの行為を禁止する²¹⁾。なお、この側面を固めるものとして、内部者名簿の作成・報告義務(同18条)、業務執行者の取引報告義務(同19条)が定められている。発行者は、内部者情報に係る適時開示義務を負うが(同17条1項)、発行者の正当な利益を守るために、その開示を遅らせることが認められる(同条4項)。加えて、同条8項にFDルールが定められている。上記に述べた基本構造自体は、2003年市場濫用指令及び2014年規

20) 欧州証券監督局の専門家グループは、一元モデルは、遅すぎる内部者取引規制によって相場操縦と内部者取引の双方を増加させようのものであり、不確実な段階での情報開示は、市場の期待を誤って増加させ、相場操縦に用いられることになりかねない等と報告しており(Die European Securities Markets Experts Grop in einem Bericht vom. 6.7. 2007, pp. 5.)、市場濫用規則案においても、内部者情報には統一概念を用いるものの、内部者取引規制の対象となる内部者情報のみ適用領域を拡大することで、適時開示義務より内部者取引規制の発動を早める旨の提案をしていた(規則案6条1項(e)参照。Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council of 20.10. 2011, COM (2011) 651 final. 詳細は松尾・前掲注(18)292頁以下参照)。しかしその後、中間的な段階に係る事実も正確性(具体性)の要件に該当するとする欧州司法裁判所の判決(Gentl/Daimler-AG事件(EuGH NJW 2012, 2787. 松尾・前掲注(18)181頁以下参照)が下され、内部者取引規制の発動を早める必要性がなくなったため、規則案6条1項(e)は削除されることとなった(Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council of 2.5. 2012, Council document 9435/12)。以上の経過につき、Voß in Just, Fn. 11, § 15 Rn. 51; Ritz in Just, Fn. 11, § 13 Rn. 12。

21) 2003年市場濫用指令と比べると、内部者情報の適用範囲は拡大され(7条2項後段・3項)、内部者取引にあたらぬとする類型(9条)が新設されている。詳細は船津・前掲注(16)582頁以下参照。

則適用前のドイツ法における基本的枠組みから変わりはない²²⁾。

上記の規制違反に係る刑事上の制裁は、ドイツでは従前より厳格化されている。2014年刑事制裁指令等を国内法化する2016年第一次金融市場改正法(1. FiMaNoG)による改正後の法38条によれば、2014年規則14条(3つの禁止行為)に故意に違反した者は、第一次内部者か第二次内部者かを問わず、5年を上限とする自由刑又は罰金刑に処せられ(法38条3項)、未遂も処罰される(同条4項)²³⁾。他方、過料規定の内容も厳格化されており、2014年規則14条(3つの禁止行為)に(重)過失(leichtfertig)で違反した場合には、自然人は少なくとも500万ユーロを上限とする過料、法人には少なくとも1500万ユーロ又は年間(連結)売上高の15%を上限とする過料が科せられ、さらに獲得した利益の少なくとも3倍を上限とする制裁金が科せられうる(法39条3b項、1条1項6号e、2014年規則30条2項i・j)。また、故意又は(重)過失(leichtfertig)により適時開示義務に違反した場合や業務執行者の取引報告義務や内部者名簿の作成・報告義務に違反した場合にも、過料・制裁金が課せられる(法39条3d項6-22号、1条1項6号e、2014年規則30条2項i・j)²⁴⁾。

22) 旧法の条文(旧14条・15条・38条・39条等)については、日本証券経済研究所編『新外国証券関係法令集 ドイツ 有価証券取引法 取引所法 投資法 他』(日本証券経済研究所、2009年)1頁以下を参照されたい。

23) 法旧38・39条のもとでは第一次内部者と第二次内部者の区別があり、第二次内部者には刑罰は課されず、第一次内部者が過失で内部者情報を取引に利用した場合にも刑罰が科されていた。これに対し、法新38条のもとでは、第二次内部者が教唆・推奨ないし不正な情報開示(2014年規則8条4項2文、8条2項)を故意に行った場合にも刑罰が科されることになった。なお、法38条・39条は、第二次金融市場改正法(2. FiMaNoG)による改正により2018年1月3日より施行されるドイツ有価証券取引法では、119条・120条に移行する。2014年刑事制裁指令及び2014年規則に基づくエンフォースメントについては、船津・前掲注(16)587頁以下参照。

24) 過料について旧法は、第一次内部者が過失により又は第二次内部者が故意又は過失により情報提供禁止、推奨禁止に違反した場合に、20万ユーロを上限とする過料が科されるものとしていた(法旧39条2項3号4号)。

3. 内部者取引規制と適時開示義務との関係

(1) 規制の目的

ドイツにおいて、適時開示義務の規制目的は、情報格差によって生ずる不適切な市場価格の形成を妨げることであり、それは、適時開示によって必要な情報を市場に提供し、市場参加者に対して情報に関する平等の取扱いに配慮することであるといわれる。情報面で市場参加者が平等に取り扱われて必要な情報が市場に提供されると、市場の完全性が確保され、かつ市場の機能が保障されるというわけである²⁵⁾。内部者取引規制の規制目的もまた、市場の機能保護にあると考えられている²⁶⁾。内部者が他の市場参加者に対する情報格差を利用すること、即ち投資家が情報の点で平等に取り扱われていないということが内部者取引の規制理由であり、米国のインサイダー取引規制に関していわれるような理論を持ち込むことは難しいし、大きな意味もない²⁷⁾。投資家の保護は、市場の機能保護の反射的效果

25) Begr. Regierungsentwurf zum 2. FMG, BT-Drs. 12/6679, S. 48; Begr. Regierungsentwurf zum AnSVG, Fn. 19, S. 34; Voß in Just / Voß, Fn. 11, § 15 Rn. 14; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, 2012, § 15 Rn. 2; Pfüller in Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 2. Aufl., 2016, § 15 Rn. 54.; Zimmer/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., 2010, § 15 Rn. 7.

26) Begr. Regierungsentwurf zum 2. FMG, Fn. 25, S. 33; Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 9; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, 2012, Vor § 12 Rn. 42; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, Vor §§ 12-14 Rn. 124f.; Schwark/Zimmer in Schwark/Zimmer, Fn. 25, Vor § 12 Rn. 13. 同様の趣旨は、1989年内部者指令の前文4-6、2003年市場濫用指令の前文12・15、2014年規則の前文7でも述べられている。

27) Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, vor § 12 Rn. 45f. なお、米国の平等取扱い理論、信認義務理論及び不正流用理論を指令及びドイツ有価証券取引法に組み入れようとする議論自体は盛んであり、なかでも平等取扱いの理論 (equal access theory) ついては最も説得力があるとされる。他方、米国の理論は詐欺的な取引を問題にする証券法の規定 (SEC10b-5) を巡って発展してきており、複雑な内部者取引規制の構成要件を策出してきたドイツ有価証券取引法のもとでは、信認義務理論等の責任理論への回顧は必要とはいえないとされる (Mennicke in Fuchs, Fn. 25, Vor §§ 12-14 Rn. 129f.)。

として与えられるに過ぎない²⁸⁾。

以上に述べたような市場の機能保護の観点を踏まえて、ドイツの立法者は、適時開示義務を内部者情報の濫用を予防する道具としても位置づけたといわれる²⁹⁾。すなわち、情報が公表されれば、内部者が情報格差を利用して取引するということもできなくなる³⁰⁾。したがって、適時開示義務は、市場の機能保護と内部者取引の予防という二重の規制目的を有していると理解されている³¹⁾。

(2) 「公表されていない」内部者情報

2014年規則7条1項a)文によれば、「内部者情報」とは、①一つ若しくは複数の金融商品又は金融商品の発行者に直接又は間接に係る②公表されていない③正確な(präzis)情報であって、④それが公表されると金融商品の市場価格又はそれから派生したデリバティブ商品の市場価格に著しく影響を持つもの、と定義されている。上記4つの要素による構成自体は、2003年市場濫用指令1条1項2文(法旧13条1項1文に相当)から変わらない³²⁾。

公表されていれば内部者情報にはあらず、内部者取引規制違反も適時

28) Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 14 Rn. 10.

29) Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 15 Rn. 32, 33. 適時開示義務が取引所法から内部者監視の章に移されたのも、内部者取引の予防的効果を考慮したためであるという。Vgl. Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages (2. FMG), BT-Drucks. 12/7918, S. 102; Begr. Regierungsentwurf zum AnSVG, Fn. 19, S. 35.

30) Pfüller in Fuchs, Fn. 25, § 15 Rn. 55; Langenbacher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., 2015, § 17 Rn. 18.

31) Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 15 Rn. 33; Voß in Just / Voß, Fn. 11, § 15 Rn. 19f.; Pfüller in Fuchs, Fn. 25, § 15 Rn. 55; Zimmer/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 15 Fn. 8; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl., 2016, § 6 Rn. 380. なお、2014年規則の前文49においても、適時開示義務は、内部者取引及び投資家の誤解を予防するうえで重要な意義があると述べられている。

32) 中間的な段階でも内部者情報の適用範囲が拡大される(7条2項後段・3項)等の変更がある。詳細は、船津・前掲注(16)575頁参照。

開示義務違反も構成しないことになるから、「公表されていない」ということの意義、即ち、どのような条件のもとで、ある情報が「公表されている」といえるのかが問題となる。

1989年内部者指令以来、「公表されていない情報」（英）Information, ……which has not been made public）が内部者情報の構成要件とされてきたが³³⁾、加盟国内では、何をもって「公表されている」情報とみるかについては様々な取扱いがされていたとされる³⁴⁾。この問題について、ドイツの立法者は独自に、領域公開性（Bereichsöffentlichkeit）という概念を用いてきており、学説の多数もこれを支持するほか、連邦金融サービス監督庁もこの概念に従っている³⁵⁾。

ドイツの立法者によれば、ドイツの内部者法（Insiderrecht）では、市場の機能確保が投資家の利益保護を超えた規制目的であり、投資家の利益保護はただ市場の機能の反射的效果として与えられるに過ぎないとされる。市場の機能保護、即ち情報が市場価格に織り込まれて公正な価格形成が実現されれば、これによって投資家の利益保護も図られるというわけである。そうすると、広く投資家一般（Breite Anlegerpublikum）がその事実を知る機会がないとしても、不特定多数の者が知りうることができる場合にはいわゆる領域公開性があるといつてよく、とりわけ「市場参加者（Marktteilnehmer）」がこの事実を知ることができれば、彼らの取引によって情報は市場価格に織り込まれることになり、その結果、投資家一般の利益も保護される³⁶⁾。したがって、この市場参加者とは、プロの市場参加者をいうものと解されている³⁷⁾。

33) Mennicke/Jacovou in Fuchs, Fn. 25, § 13 Rn. 77.

34) Hopt/Wymeersch, European insider dealing, 1991, S. 112ff.

35) Begr. Regierungsentwurf zum 2. FMG, Fn. 25, S. 46; BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl., 2013, III.2.1.2 (S. 34); Mennicke/Jacovou in Fuchs, Fn. 25, § 13 Rn. 81; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 13 Rn. 34, 35; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 13 WpHG Rn. 31.

36) Begr. Regierungsentwurf zum 2. FMG, Fn. 25, S. 46.

37) Mennicke/Jacovou in Fuchs, Fn. 25, § 13 Rn. 83; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 13 Rn. 35; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 13 WpHG Rn. 31.

立法者は、かかる領域公開性が創出されるには、「一般的に入手可能な情報システム」によって情報が広められる必要があると述べているが³⁸⁾、ドイツ有価証券取引法開示規則(WpAIV)(以下、「開示規則」という。)5条1項1号が、内国発行者の開示方法について、プロの市場参加者³⁹⁾に対して内部者情報を広められうる電磁的情報頒布システム(例えばロイターやブルームバーグ、VWDなどの通信社)によることを定めているため、これに従って内部者情報を開示すれば、領域公開性は創出されているといえる⁴⁰⁾。多数説は、単なる地方新聞紙による公表では領域公開性は創出されないと解している⁴¹⁾。

領域公開性の判断にあたっては、事実上公表されているといえるかが重要になる。開示規則は、加盟国内に情報開示する一般的方法としてマスメディアへの伝達を定めているが(3a条)、ただマスメディアに伝達しただけでは、領域公開性の創出は認められない。まだ不特定多数が知りうる状態になっているとはいえないからである⁴²⁾。それゆえ、新聞や雑誌による公表では、印刷の時期ではなく発売開始の時期が、ラジオやテレビによる公表では、実際の放送時期が問題になる⁴³⁾。

38) Begr. Regierungsentwurf zum 2. FMG, Fn. 25, S. 46.

39) 条文では、信用機関、外国の信用機関又は金融サービス会社の内国支店(信用制度法53条1項1文)、ドイツを加盟本国とし、ドイツ国内市場で取引登録されているその他の企業及び保険会社が名宛人とされている。

40) Ritz in Just / Voß, Fn. 11 § 13 Rn. 110; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 13 WpHG Rn. 32. なお、同条2文によれば、1号の方法により開示すれば、2号に基づき自社のインターネットサイトで重疊的に開示することができる(Mennicke/Jacovou in Fuchs, Fn. 25, § 13 Rn. 85)。なお、2014年規則では、少なくとも5年間は自社のサイトで開示しなければならないものとされている(同17条1項2文参照)。

41) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 13 Rn. 111; Mennicke/Jacovou in Fuchs, Fn. 25, § 13 Rn. 101; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 13 WpHG Rn. 34.

42) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 13 Rn. 111; Mennicke/Jacovou in Fuchs, Fn. 25, § 13 Rn. 87; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 13 WpHG Rn. 37.

43) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 13 Rn. 111; Mennicke/Jacovou in Fuchs, Fn. 25, § 13 Rn. 95.

(3) 内部者情報の「不正な」開示

2014年規則10条1項によれば、「内部者情報の不正な開示 (Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen)」とは、「内部者情報を用いて、その情報を他人に開示することをいう。当該開示は、雇用、職務又は義務を遂行する通常の過程で行われていない場合に限る。」と定義されている。同14条により、かかる行為は禁止行為とされる。

同10条は、「内部者情報の第三者への提供 (Weitergabe)」を禁止する2003年市場濫用指令3条a)文に相当する規定であり、ここでは「不正な」という文言は使用されていないものの、雇用、職務又は義務を遂行する通常の過程で行われたのではない場合をいうものとされていた点では変わりはない⁴⁴⁾。ドイツでは、第三者への「無権限 (unbefugt)」の情報提供が禁止行為として規定されたが (法旧14条1項2号)、ドイツの立法者によれば、そこにいう「無権限」とは、「雇用、職務又は義務を遂行する通常の過程で行われた場合でないものをいう」ものとされ、同指令3条a)文に相当する1989年内部者指令3条a)文を参照すべきことが指示されている⁴⁵⁾。したがって、不正な情報開示に係る基本構造は、従前の規制内容から基本的に変更はないといえる。

ドイツにおいては、第三者への情報提供が禁止される趣旨は、できるだけ早い時点で内部者取引を妨害するためであり、これにより潜在的な内部者の数を可能な限り少なくすることができると説明されている。潜在的な内部者の数が増えれば増えるほど、情報格差が取引に利用されたり、情報格差を利用する第三者に情報が提供される危険は大きくなる。それゆえ、この規制は、情報に係る平等の取扱い原則に依拠するものであるともいわれる⁴⁶⁾。かかる情報提供が禁止行為となるメルクマールは、それが「無権

44) なお、「公開 (Offenlegung)」は、2003年市場濫用指令のもとで理解されてきた「提供 (Weitergabe)」と同様に理解されうるとされる (Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., 2017, § 107 Rn. 103)。

45) Begr. Regierungsentwurf zum 2. FMG, Fn. 25, S. 47.

46) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 80; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 182; ↗

限」のものであるか否かであるが、これは行為の正当性の根拠がないという意味ではなく、禁止行為の構成要件を問題としている⁴⁷⁾。これを踏まえて、無権限か否かは、情報提供禁止の目的——内部者の数を可能な限り少なくする——と、情報を提供する企業その他経済上の利益を比較考量して決すべきものと解されている⁴⁸⁾。

「無権限」の意義については活発に議論されてきているが、2003年市場濫用指令3条a)文の規定及びドイツでの立法趣旨に従って、「雇用、職務又は義務を遂行する通常の過程で行われたのではない」情報提供は無権限であると解することに異論はない。どのような条件のもとであれば、職務遂行の範囲内でなされた情報提供といえるかについては、欧州司法裁判所の判決が、情報提供と職務上の行使との間に狭い関連性を有し、かつ、職務遂行に不可欠 (unerlässlich) であることを要するとする比較的厳格な基準を示しているが⁴⁹⁾、ドイツの多数説はこの判決を批判的に捉えてきており、職務遂行に不可欠とまでいえなくとも、企業経営上の合理的な理由に基づき、当該情報提供が職務遂行に必要 (erforderlich) であればよいと解してきた⁵⁰⁾。ドイツやイギリスでは、従来、情報提供が許容される範囲は比較的広く認められてきたといわれる⁵¹⁾。もっとも、2014年規則が直接適用されることになった現在は、同10条の解釈において同判決が維持され

↘Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 14 WpHG Rn. 39. Vgl. Klöhn in Zöllner/Noack, Kölner kommentare zum Unternehmens- und Gesellschaftrecht, 2. Aufl., 2014, § 14 Rn. 260; Sethe, Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots, ZBB 2006, 243, 244.

47) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 86; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 197; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 14 WpHG Rn. 45; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 14 Rn. 72.

48) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 87; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 203; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 14 Rn. 73.

49) EuGH NJW 2006, 133 Rn. 34 - Grøngaard und Bang.

50) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 89; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 207; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 14 WpHG Rn. 47.

51) 松津・前掲注 (16) 585頁以下。

ると解すべきか否かが議論になっている⁵²⁾。

具体的にどのような情報提供が無権限にあたるかについては、類型化して検討されているが、まず、企業内部でその職務遂行の過程で必要とされる情報提供をするような場合は無権限ではない⁵³⁾。機密保持領域を策出する義務の有無については議論があるが、少なくともチャイニーズ・ウォールの設置が法律上要求されているような場合には（法33条1項2文3号等）、それを超えてなされた情報提供は「無権限」と解されている⁵⁴⁾。

企業外部への情報提供については、弁護士、経営コンサルタント、信用機関などの特別な助言者に対する情報提供、また、大口株・支配株の取得者に対してデュー・デリジェンスの枠内で行われる情報提供は権限ある情報提供と解されている⁵⁵⁾。

他方、格付機関や証券アナリストへの情報提供は議論が多いところであるが、基本的には無権限と解されている⁵⁶⁾。ジャーナリストやプレスへの

52) 2014年規則の立法者の観点から、同10条の解釈に際しては同判決が考慮されねばならないとする見解がある一方（Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski, Fn. 44, § 107 Rn. 105）、EUの立法者は、文言上何ら制約をしないことによって同判決とは異にするつもりであった——従って不可欠性も必要性も不要である——とする見解もある（Zetzsche, Normaler Geschäftsgang und Verschwiegenheit als Kriterien für die Weitergabe transaktionsbezogener Insiderinformationen an Arbeitnehmer, NZG 2015, 817, 819f.）。

53) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 91; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 207; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 14 WpHG Rn. 47; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 14 Rn. 74.

54) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 92; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 246.

55) 金融監督サービス庁が無権限にあたらない場合として例示している（BaFin, Emittentenleitfaden, Fn. 35, III.2.2.1 (S. 41)）。資本参加や大口株取得の場合に取得者に対してなされる情報提供は権限あるものとされるのが通説であるとされる（Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 14 WpHG Rn. 57）。その他具体例については、神作裕之「フェアディスクロージャー制度の導入とスチュワードシップ活動」商事2135号22頁以下（2017年）参照。

56) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 102; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 263; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 14 Rn. 104。ただし、格付機関に対する情報提供は権限あるものと解する見解も有力であり（Klöhn, Die Regelung selektiver Informationsweitergabe gem. § 15 Abs. 1 Satz 4 u. 5 WpHG – eine Belastungsprobe, WM

情報提供も、それが領域公開性を創出することを目的とするものでない場合には無権限と解される⁵⁷⁾。

個々の株主への情報提供も、情報に係る平等の取扱いに反するため、基本的に無権限となる⁵⁸⁾。なお、株式法131条1項1文が株主総会の場における株主の情報照会請求権を規定しているが、株主総会の場における株主への内部者情報の提供も、それが領域公開性を創出するものではないということにほぼ異論はなく、取締役は拒絶事由(株式法113条3項1文5号)に基づき、かかる請求を拒絶できるものと解されている⁵⁹⁾。株主連合(Aktionärspools)や家族株主(Familienpools)のように株主権が統一的に行使される場合については、かつては統一した意思形成をするために内部者情報を提供することも権限ある情報提供と解されていたが、近時は、会社の基礎的変更や増資の場合に例外は認められるとするものの⁶⁰⁾、無権限にあたりと解されている⁶¹⁾。

↘2010, 1869, 1876)。連邦金融サービス監督庁も、業務委託の範囲内で格付機関に必要とされる情報提供を行う場合には無権限にあたらぬとする(BaFin, Emittentenleitfaden, Fn. 35, III.2.2.2.1 (S. 41)。なお、神作・前掲(55)23頁参照)。また、セルサイド・アナリストに対して業務委託の範囲内で情報提供を行う場合にも無権限にはあたらぬとされる(Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 14 WpHG Rn. 62)。

57) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 104; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 267; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 14 WpHG Rn. 60; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 14 Rn. 101。なお、2014年規則21条は、メディアへの情報公開については、同10条等の情報公開の該当性の評価に際して、表現・報道の自由を考慮すべき旨を規定している。この観点から、ジャーナリストが通知を受けると同時に公表するような場合には、正当なものとして取り扱われるとされる(Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski, Fn. 44, § 107 Rn. 110)。

58) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 134; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 285; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 14 WpHG Rn. 60; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 14 Rn. 92。

59) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 135; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 279; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 14 WpHG Rn. 52; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 14 Rn. 85。

60) Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 14 WpHG Rn. 51; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 293。

61) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 136; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 285; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 14 WpHG Rn. 53; Assmann in Assmann/Schneider, ↗

将来の株主である機関投資家への情報提供も、一般投資家に対して不平等の扱いになるため、直接の対話であれロード・ショー（投資家向け説明会）であれ、マスメディアを通じて一般投資家に呼びかけられたものでなければ無権限と解されている⁶²⁾。なお、近時、情報提供禁止規制との関係で問題視されていたパイロット・フィッシング（上場前の経営陣等による特定の投資家に対する事前の情報提供）であるが、後述するように、これは2014年規則11条において、一定の条件のもとで内部者情報の「正当な (rechtmäßig)」開示とみなされるとの整理がなされた。

以上のように、EU 及びドイツ法においては、選択的な情報提供は、内部者取引規制とりわけ情報提供禁止規制の規制目的——情報に係る平等の取扱い——の観点から、原則としては禁止されるべきものとなる点に特徴がある⁶³⁾。情報提供禁止規制違反は刑事・行政上の制裁によって対処され、無権限の情報提供に際して開示を義務づけるというルールは存在しない。選択的な情報提供に係る企業・経済上の利益は「無権限」の解釈を通じて保護されうるものの、その射程は限定的である。ある内部者情報の提供が「無権限」にあたり内部者取引規制違反にあたるリスクを回避するには、情報提供をする前に（少なくとも同時に）当該情報が公表されている状況にする——領域公開性を創出する——ほかない。

内部者情報を公表する行為自体は無権限の情報提供にあたらぬという点では異論はないものの、その他の点では情報提供禁止規制と適時開示義務の関係についてはまだ完全には解明されていないとされる。実務上は、開示規則に規定されているように、領域公開性を創出する過程で内部者情報を公表することが推奨されている⁶⁴⁾。

↘Fn. 15, § 14 Rn. 92.

62) Ritz in Just / Voß, Fn. 11, § 14 Rn. 107; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 287; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 14 WpHG Rn. 52; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 14 Rn. 85.

63) Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 202.

64) Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 217.

4. 適時開示義務と FD ルールとの関係

(1) 基本的枠組みと特色

発行者の適時開示義務は、2014年規則17条に規定されている。発行者は、自己に直接関係する内部者情報をできるだけ早く (so bald wie möglich) 公表 (bekanntgeben) しなければならない (同条1項)。即時の開示によって発行者の正当な利益が害される場合であって、一般公衆を誤解させるおそれがなく、機密保持を保証できるときには、発行者は自己の責任において当該内部者情報の開示 (die Offenlegung von Insiderinformationen) を延期することができるが (同条4項)、機密保持が保証できなくなったときは、できる限り急いで (so schnell wie möglich) 当該内部者情報を公開 (informieren) しなければならない (同条7項)。

発行者又はその委託に基づき若しくはその計算で行動する者が、規則10条1項の規定により雇用、職務又は義務を遂行する通常の過程で内部者情報を第三者に対して開示するときは、完全かつ有効に、意図的な開示のときは同時に (zeitgleich)、意図的でない開示のときは遅滞なく、当該内部者情報を公表 (veröffentlichen) しなければならない。本項は、当該情報を保持する者が守秘義務を負う場合には適用されない。当該守秘義務が、法律・行政上の規定、定款又は契約に基づくかは問わない (同条8項)。

自由取引 (MTF や OTF での取引を含む) の発行者や排出権取引市場の参加者にも適用範囲が拡大された等のほか、表現上の変更があるものの、基本的枠組みは2014年規則適用前のドイツ法の状況と変わるところはない⁶⁵⁾。体系的には複雑であるが、要するに、発行者には適時開示義務が課されるものの (法旧15条1項1文)、発行者の正当な利益を守るために開示

65) Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski, Fn. 44, § 107 Rn. 134. なお、2014年規則のもとでの適時開示規制における実務上の影響や解釈等については、Klöhn, Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, AG 2016, 423, 429ff.

を延期することができ（法旧15条3項1文）、ただし機密保持が保証できなくなったとき（情報受領者が法的に守秘義務を負わないときを含む）は、もはや開示を延期することはできず（開示の追完義務が生ずる）（同項2文）、選択的な情報提供に際しては開示を義務づけられる（いわゆる FD ルール。法旧15条1項4文・5文）、ということになる。

機密保持ができなくなれば、情報提供と同時に開示しなければならないものの、情報提供しないとしても延期していた開示を追完しなければならないため、FD ルールと開示の追完義務の範囲はほとんど重なることになる⁶⁶⁾。このことから、FD ルールについては、開示の追完義務との関係で過剰だという指摘があるものの⁶⁷⁾、一般には、追完義務を厳格化するもの——情報提供する場合には開示の追完義務より早い時点で、つまりは情報提供と同時に開示しなければならない——と解されている⁶⁸⁾。

(2) FD ルールの意義と適用範囲

EU における FD ルールは、2003年市場濫用指令6条3項に由来する。同指令案の理由書では、この規制について、通常の活動の枠内における内部者情報の選択的な情報提供に際して、同時にかつ完全に一般公衆に公表することを保証するものであると説明されているように⁶⁹⁾、その趣旨は、情報に関する平等の取扱いを保証することにあるといわれている⁷⁰⁾。な

66) Zimmer/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 15 WpHG Rn. 81; Pfüller in Fuchs, Fn. 25, § 15 Rn. 347. a.M. Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 15 Rn. 121. なお、条文上は、適時開示義務の対象が「自己に直接関連する」内部者情報であるのに対し、FD ルールの対象はこれに限定されておらず、また、適時開示義務の主体は発行者であるのに対し、FD ルールの対象は委託を受けた者等に拡大されているという違いがある。そのため、適時開示義務と FD ルールの関係については議論がある（Klöhn, Fn. 56, 1869ff.）。

67) Pfüller in Fuchs, Fn. 25, § 15 Rn. 347.

68) Zimmer/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 15 WpHG Rn. 81; Voß in Just / Voß, Fn. 11 § 15 Rn. 258.

69) Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM (2001) 281, S. 8.

70) Pfüller in Fuchs, Fn. 25, § 15 Rn. 345; Frowein in Habersack/Mülbert/Schlitt, ↗

お、導入の時期及びその規定ぶりの類似性から、米国におけるFDルールに依拠したものと解されているが⁷¹⁾、その性格は米国のそれとはかなり異なっている。

まず、この開示義務の名宛人は、適時開示義務と同じく発行者であるが、のみならず、発行者の委託に基づき又はその計算で第三者に情報提供する者も含まれる。ドイツの立法者は、発行者の依頼による公認会計士や弁護士を例示しているが⁷²⁾、そのほかに、発行者の法律相談士や税理士、銀行、企業のパンフレットを作成する印刷業者などがこれに含まれるものと解されている⁷³⁾。

さらに、このような者による第三者への情報提供が「権限ある」ものとしてなされたこと、すなわち、雇用、職務又は義務を遂行する通常の過程で行われる必要がある。FDルールの対象が「権限ある」情報提供に限られることは、2003年市場濫用指令6条3項1文の明示的な指示に従うものであり⁷⁴⁾、それゆえ、情報提供禁止規制(法旧14条1項2号)の対象となっている「無権限の」情報提供と相関関係にあると解することに異論はない。従って、無権限の情報提供(例えば報道機関や投資家、株主への情報提供)はこの開示義務の対象とならず、かかる情報提供はそもそも禁止される一方で、例えば、発行者から委託を受けた弁護士が職務上の必要があつて他の弁護士に意見を

↘Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2.Aufl., 2013, § 10 Rn. 56.なお、2003年市場濫用指令の前文24では、「即時で適切な情報開示によって市場の完全性は支援される。発行者による選択的な情報提供は、金融市場の完全性に対する投資家の信頼を弱めることになりかねない。」と述べられている。

71) Frowein in Habersack/Mülbert/Schlitt, Fn. 70, § 10 Rn. 56 Fn. 150; Klöhn in Zöllner/Noack, Fn. 46, § 15 Rn. 351.

72) Begr. Regierungsentwurf zum AnSVG, Fn. 19, S. 35.

73) Zimmer/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 15 WpHG Rn. 83.

74) 2003年市場濫用指令3条a)文は、禁止行為としての第三者への情報提供を「第三者への情報提供。但し、雇用、職務又は義務を遂行する通常の過程で行われた場合はこの限りでない。」と規定する一方、FDルールに関する同指令6条3項1文では、「3条a)文の意味における雇用、職務又は義務を遂行する通常の過程で行われた場合の第三者への情報提供」にこの開示義務を課している。

求めて内部者情報を提供したような場合⁷⁵⁾や、印刷業者が職務上の必要があって下請業者に内部者情報を提供するような場合がこの開示義務の対象となる⁷⁶⁾。但し、このように職務上の必要性があって情報提供が行われる場合には、情報受領の相手方となる第三者は通常守秘義務を負っているため⁷⁷⁾、実際に FD ルールにより開示が行われることはほぼないといわれている⁷⁸⁾。

FD ルールが導入される以前は、無権限の情報提供をする場合には適時開示が必要となる一方、発行者の利益を守るために開示を遅らせる場合には例外的に選択的情報提供の余地があり、その間に権限ある情報提供を行うときには適時開示はしなくてもよいと解されていた⁷⁹⁾。FD ルールは、この場合に情報提供の公平性に配慮して開示義務を定めたという意義がある。もっとも、開示が行われることはほぼないという現状を踏まえると、実際の運用上の意義としては、守秘義務を負う相手方には職務上必要な情報提供をしてよいこと——権限ある情報提供に際しての機密保持契約締結の推奨——を明らかにしたことにあるといえよう⁸⁰⁾。

以上のような理解は、FD ルールの対象が「権限ある」情報提供に限られていることに由来するものといえるが、この点において、このような区別をせずに選択的な情報提供時の開示を義務づける米国における FD

75) von Falkenhausen/Widder, Die Weitergabe von Insiderinformationen innerhalb einer Rechtsanwalts-, Wirtschaftsprüfer- oder Steuerberatersozietät, BB 2004, 165ff.

76) Simon, Fn. 14, 18.

77) 弁護士のような専門家は弁護士法のような職業倫理法に基づき守秘義務を負っているし、印刷の下請業者も契約上の付随義務として守秘義務を負うことになるとされる (Simon, Fn. 14, 19)

78) Simon, Fn. 14, 19; Frowein in Habersack/Mülbert/Schlitt, Fn. 70, § 10 Rn. 66; Bachmann, Kapitalmarktpublizität und informationelle Gleichbehandlung, FS Schwark zum 70. Geburtstag, 2009, S. 332, 342.

79) Widder/Gallert, Ad-hoc-Publizität infolge der Weitergabe von Insiderinformationen - Sinn und Unsinn von § 15 I 3 WpHG, NZG 2006, 451f.

80) Vgl. Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 214; BaFin, Emittentenleitfaden, Fn. 35, III.2. 2.2.1 (S. 41). なお、FD ルールを「浸み漏れ出した (durchgesickert) 内部者情報」の開示義務と表現するものもある (Simon, Fn. 14, 17.)。

ルールとは異なっている⁸¹⁾。このような差異の根拠には、インサイダー取引規制に関するコンセプトの違いがあることが指摘されている。すなわち、米国では、インサイダー取引規制のコンセプトは元来情報に係る平等の取扱いに基づくものではなく、そもそも選択的情報提供に寛容なところに、レギュレーションFDは、インサイダー規制に欠缺していた情報に係る平等取扱いをもたらす機能を有している。これに対し、EUでは、内部者取引規制(情報提供禁止規制)において情報に係る平等の取扱いはすでに実現されている。FDルールを、選択的情報提供を許容するものと理解しようとするならば、無権限の情報提供を禁ずる2003年市場濫用指令6条3項を全く反対に変えなければならなかったのである、と⁸²⁾。

(3) FDルールを巡る諸問題

FDルールを巡っては、ドイツでは特に以下の点が議論されている。

まず、FDルールが、権限ある情報提供のみならず、無権限の情報提供にも類推適用されるかという点である。これを肯定する論者は、権限ある情報提供には開示義務が規定されているのに、無権限の情報提供に開示を義務づける規定がないことには理由がないという。また、FDルールの類推適用を認めれば、会社はその開示義務違反に基づく損害賠償責任を回避するために適宜開示も行うように仕向けられるなどと主張している⁸³⁾。これに対し、学説のほとんどは類推適用を否定しており、決定的理由としては、2003年市場濫用指令の条文構成のほか、ドイツにおける秩序維持法の類推禁止という原則を挙げる。過料が課される行為の内容、それに対して課される過料の額は予め法律で明確に規定されていなければならない、その規定を他の行為に類推してはならないという原則である⁸⁴⁾。無権限の情報

81) Simon, Fn. 14, 18.

82) Klöhn, Fn. 56, 1875.

83) Klöhn, Fn. 56, 1878ff.

84) Vgl. Göhler, Gesetz über Ordnungswidrigkeiten: OWiG, 15.Auf., 2009, § 3 Rn. 9.

提供に FD ルールの類推適用を認めてしまうと、これに反して開示せずに情報提供した場合、内部者取引規制違反による刑事・行政上の制裁のみならず、FD ルール違反による行政上の制裁（過料）も課されることになってしまう⁸⁵⁾。また、無権限の情報提供が行われる場合には、発行者は情報提供禁止規制（法旧14条1項2号）を無視してこれを行い、典型的には開示義務にも従わないと考えられるので、無権限の情報提供において FD ルールの適用領域は意味がないとの指摘もある⁸⁶⁾。

次に、FD ルールによる開示が適用除外となる「第三者が法的に守秘義務を負う場合」（法旧15条1項4文）という要件について、ここに情報提供禁止規制（法旧14条1項2号）それ自体を含むのかという点が論争されている⁸⁷⁾。すなわち、第三者への無権限の情報提供が禁止されているということと既に、第三者が法的にみて守秘義務を負っている場合に当たるといえるか——つまり、内部者情報を受領する第三者が法律上守秘義務を負っているとか、情報提供者と機密保持契約を締結していなくとも、情報提供者は FD ルールによる開示をせずに（権限ある）情報提供をしてよいか——という問題である。これを肯定する見解からは、情報提供禁止規制違反には、契約上の制裁より重い刑事・行政上の制裁が科せられており、法的な守秘義務として理解されてしかるべきであるなどと主張されている⁸⁸⁾。これに対して、否定する見解からは、肯定説に立つと、結果として FD ルールによる開示が行われなくなってしまう、情報提供禁止は全ての者に向けられたものであり、これをもって情報を受領する相手方としての第三者に当たるといえるには不十分であって、一般的にも、自身が法的な守秘義務

85) Voß in Just / Voß, Fn. 11, § 15 Rn. 270; Pfüller in Fuchs, Fn. 25, § 15 Rn. 363; Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 15 Rn. 116; Bachmann, Fn. 78, S. 341; Widder/Gallert, Fn. 79, 453.

86) Pfüller in Fuchs, Fn. 25, § 15 Rn. 363. a.M. Klöhn, Fn. 56, 1880.

87) Pfüller in Fuchs, Fn. 25, § 15 Rn. 384; Frowein in Habersack/Mülbert/Schlitt, Fn. 70, § 10 Rn. 63; Zimmer/Kruse in Schwark/Zimmer, Fn. 25, § 15 WpHG Rn. 88f.

88) Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 15 Rn. 117.

務を負う「第三者」であるとは認識されていない、などと主張されている⁸⁹⁾。この立場からは、法的な守秘義務とは、明文の契約により機密保持が合意された場合のみを指すべきと主張するものもある⁹⁰⁾。

上記の論点は、選択の情報提供に係る規制のあり方に関わる問題——情報提供禁止規制違反に係る制裁に加えて開示義務違反に係る制裁を課すべきか、機密保持契約を締結していなくとも開示せずに権限ある情報提供を認めてよいか——であるといえよう。

さらに、無権限の情報提供を禁止し、選択的信息提供を原則としては認めないというコンセプト自体に対する批判がある。無権限の情報提供にあたるか否かは、情報を受領する相手方が法的に守秘義務を負うか否かによって決定されるべきとする見解が従前から主張されていたが、FD ルールの導入後、機密保持契約締結の推奨の流れを受けて、この見解が再度主張されるようになってきている⁹¹⁾。もっとも、このような解釈を認めると、機密保持契約を締結すれば誰にでも情報提供してよいことになり、内部者情報が不当に利用される機会をできるだけ少なくするという情報提供禁止規制の趣旨が没却されてしまうとして、否定するのが学説の多数であり、連邦金融サービス監督庁もこの解釈を否定している⁹²⁾。

また、原則としては選択的な情報提供を認めないというコンセプトに対しては、証券アナリストや格付機関、機関投資家及びその他のプロの市場参加者に対する選択的信息提供が否定的に評価されてしまうことへの批判がある⁹³⁾。学界では、プロの市場参加者にのみ——不平等に——情報提供することが市場の効率性を高めるか否かが議論されているが⁹⁴⁾、このよう

89) Assmann in Assmann/Schneider, Fn. 15, § 15 Rn. 118.

90) Pfüller in Fuchs, Fn. 25, § 15 Rn. 385.

91) Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 212f.

92) BaFin, Emittentenleitfaden, Fn. 35, III.2.2.2.1 (S. 41).

93) Klöhn, Fn. 56, 1875f. Vgl. Pfüller in Fuchs, Fn. 25, § 15 Rn. 360.

94) 不平等の取り扱いによる効率性——大株主に選択的に情報提供する方が、発行者の利益になり、市場の効率性も高まる——との主張の当否が議論されている (Fleischer, Investor

な経済分析の問題とは別に、実務上は、2004年ころから、増資ないし上場準備手続の一環として、パイロット・フィッシングとよばれる段階が実施されるようになったことが議論の対象になってきた⁹⁵⁾。これは、ブック・ビルディングやロード・ショーの実施前の段階で、新株発行や上場予定企業の評価に対する感触を探るために、経営陣や投資銀行が特定の選ばれた投資家と対話をするものである。その過程で、特定の投資家に対して（潜在的な）内部者情報が提供されることになるため、これが情報提供禁止規制（法旧14条1項2号）に抵触するか否かが問題となっていた。パイロット・フィッシングが職務上必要とされる権限ある情報提供といえるかは難しい問題であり、いわばグレーゾーンにあったわけであるが、実務上は、これが無権限の情報提供にあたるか否かという問題とは別に、主幹事銀行が企業名を匿名にして投資家に意見を求め、その際書面で機密保持契約（及び内部者取引に利用しない旨の合意）を締結するという慣行が発達した⁹⁶⁾。機密保持契約を締結しておけば、パイロット・フィッシングが権限ある情報提供にあたりと判断された場合でも、FDルールによる開示義務違反は免れることになる⁹⁷⁾。

以上の実務を法認する形で、2014年規則11条においては「市場調査（Marktsondierungen）」が新設された⁹⁸⁾。同条の趣旨については、市場調査は発行者、既存の持分所有者及び潜在的投資家の意見を調整するうえで極めて有用な道具であり、市場への信頼弱体化、価格の乱高下、市場情報の不足から金融市場の機能を保護するため、市場濫用行為とみなされるべきで

↘ Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2009, 505, 523ff.)。

95) Fleischer/Bedkowski, Aktien- und kapitalmarktrechtliche Probleme des Pilot Fishing bei Börsengängen und Kapitalerhöhungen, DB 2009, 2195f.

96) Fleischer/Bedkowski, Fn. 95, 2199.

97) Fleischer/Bedkowski, Fn. 95, 2199; Mennicke in Fuchs, Fn. 25, § 14 Rn. 214.

98) 制度の概要については、Buck-Heeb, Fn. 31, § 6 RN. 336ff.; Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski, Fn. 44, § 107 Rn. 111ff.; Zetzsche, Marktsondierung nach Art. 11 MAR. AG 2016, 610.

はない旨が述べられている(前文32)。具体的には、事前の文書化義務(同条3項)——内部者情報の開示がありうるか否かを確認し、その結論と理由を書面に記録し、当局の求めに応じて提出する——及び事前の情報提供義務(同条5項)——内部者情報を用いて禁止行為を行ってはならず、かかる内部者情報につき機密保持が義務づけられることについて情報受領者の同意を得、情報受領者等の個人データを合わせて記録し、当局の求めに応じて提出する——を果たすことを条件に、一部の投資家に対する内部者情報の開示を規則10条1項1文にいう「雇用、職務又は義務を遂行する通常の過程で行われた」ものであり、従って「正当な(rechtmäßig)」開示とみなすというものである(同条4項⁹⁹⁾。

選択的情報提供を原則としては認めないというコンセプトを維持しつつ、選択的な情報提供する企業・経済上の利益をどう調整するのは難しい問題となっているように思われる。コンセプトからは原則的に禁止されるべき一部の投資家に対する情報提供について、事前の手續を条件に「正当な」開示とみなすという形で立法的にこれを許容した点は注目される¹⁰⁰⁾。

99) なお、内部者情報としての性質が失われた場合には、遅滞なく情報受領者にその旨を知らせなければならず(2014年規則11条6項)、内部者情報を保持しているか、もはや保持していないかは、情報受領者自身で判断しなければならない(同条7項)。

100) 2014年規則11条がセーフハーバルールなのか——同条3項及び5項の義務を履行すれば「正当な」情報開示の条件として十分であるのか——、それ以上に当該情報提供が不可欠であることまで要求されるか(前掲注(49)参照)については議論がある(Poelzig, Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, NZG 2016, 528, 535f.)。後者に立つ見解もあるが(Veil, Europäisches Insiderrecht 2.0 - Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD, ZBB 2014, 85, 92)、前者(不可欠性の要件は適用されない)に立つ見解が多い(Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski, Fn. 44, § 107 Rn. 113; Zetzsche, Fn. 52, 817, 820; ders., Fn. 98, 613; Tissen, Die Investorensuche im Lichte der EU -Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2015, 1254, 1255f; Krause, Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU -Marktmissbrauchsverordnung, CCZ 2014, 248, 254)。

5. 結 語

以上の検討によれば、ドイツ法における適時開示規制及びFDルールには以下のような特徴があるといえる。第一に、適時開示規制と内部者取引規制とは内部者との情報格差を不当とみる点で同一の規制理由に基づいており、情報提供禁止規制それ自体が、情報に係る平等の取扱いの原則に依拠している。同規制における「無権限」の概念は、選択的信息提供の範囲を決定する機能を有しているが、その射程は比較的狭い。禁止行為とされる選択的信息提供——無権限の情報提供——に際して開示を義務づけるという規制は存在しない。かかる禁止行為を予防するのは適時開示制度ということになる。なお、適時開示が早すぎることになりかねないという問題に対しては、開示の延期及びその追完という仕組みが設けられている。第二に、FDルールは、権限ある情報提供時に係る開示義務として、情報に関する平等の取扱いを趣旨とした規制とはいえるが、実際上の意義は、機密保持契約の締結推奨とこれによる情報漏洩の防止ということに求められる。選択的信息提供に係る規制のあり方に関わる問題——情報提供禁止規制違反に係る制裁に加えて開示義務違反に係る制裁を課すべきか、機密保持契約を締結していなくとも開示せずに権限ある情報提供を認めてよいか——がなお議論されている。第三に、内部者情報の開示（情報提供）は、それが「正当な（ドイツ法では権限ある）」ものといえる場合には許容されるものの、欧州司法裁判所の判決によれば、その範囲は比較的狭い。2014年規則においては一部の投資家に対する情報提供について、事前の文書化・情報提供義務を条件に「正当な」情報公開とみなすという立法的解決の手法が採用されたことに注目される。