

〔研究ノート〕

瑕疵ある資本市場情報に対する取締役の民事責任 —ドイツにおけるインフォマテック社事件を中心として—

久保寛展*

- 一、はじめに—本稿の目的
- 二、瑕疵ある資本市場情報に対する責任の根拠
 - (1) 総説—これまでの立法的措置
 - (2) 解釈上の問題点
 - (3) 小括
- 三、インフォマテック社事件の概要
 - (1) 事実の概要
 - (2) 本件に対する連邦通常裁判所の判断
 - (3) 本件に対する学説の反応
 - (4) 小括
- 四、結びに代えて—ドイツの方向性

一、はじめに—本稿の目的

有価証券報告書において長期間にわたって大株主の株式保有比率を偽って記載し続けた西武鉄道の事件をきっかけとして、近年、粉飾決算とは性質が異なる有価証券報告書の虚偽記載の問題が重要性を帯びているといわれる⁽¹⁾。投資家が証券市場を通じて取引を行う場合には、投資家は、証券を発行する

* 福岡大学法学部助教授

(1)

会社の財務内容等の種々の要因に基づいて当該会社に対する投資決定を行うことから、その判断を正確に行うことができるよう証券取引法（以下、わが国の証券取引法を引用する場合は、証取とする）は、有価証券届出書、有価証券報告書や目論見書などの企業内容開示制度を定めている。しかし、上述の事件のように、開示内容に虚偽または不正確な記載があったとすれば、証券市場に対する投資家の信頼は格段に損なわれるだけでなく、証券取引法自体がその目的を果たせなくなるであろう。このことから、証券取引法は、16条以下において、このような虚偽記載等があった場合等の責任を定め、証券市場に対する信頼を確保するための法的措置を講じている。

この責任規定のうち、たとえば不実の有価証券届出書の届出者等の責任等（証取18条ないし20条）の規定では、不法行為の一般原則（民法709条）や取締役の第三者に対する責任規定（現行商法266条ノ3第2項、会社法429条2項）の特則として、無過失責任、不実表示と損害との間の因果関係の立証不要、賠償責任額の法定というように、請求者の権利の実現を容易にする法律上の工夫がなされている。これにより、開示義務違反によって損害を被った者を救済し、かつ法律の厳格な制裁の威嚇によって不実表示を抑止し、もって適正な情報の開示を確保することが目的とされている⁽²⁾。しかしながら、これらの規定は、現実にはほとんど利用されておらず、民事手続による被害者の救済を通じて不実開示を抑制するという法の趣旨が実現されているとはいえないのが現状である、と指摘されている⁽³⁾。この理由として制度上あげられるのは⁽⁴⁾、主として①不実開示等の違反行為の発見の困難、②不実開示と因果関係がある損害額の算定およびその立証の困難、③損害を受けた投資家全体を個々の委任なく代表できるクラス・アクション制度の不存在、であるが、このうち②に対しては、損害賠償額の法定（証取19条）を他の責任にも拡大すると同時に、賠償額の算定方法を詳細に定め、また因果関係の立証問題についても、市場価格に対する不実表示への何らかの影響を示せれば足りる、と主張さ

(2)

れていた⁽⁵⁾。

明文規定があるにもかかわらず、このように法律の運用面での困難が存在したわが国において、2004年6月2日には証券取引分野における市場監視機能の強化等を目的として、「証券取引法等の一部を改正する法律案」がすでに成立したところであり、6月9日に改正証券取引法が公布されている⁽⁶⁾。改正法では、とりわけ民事責任規定の見直しについても行われており（改正証取21条の2等参照）、証券市場の公正性・透明性を確保するために、たとえば不実開示に関する流通市場での発行会社の責任規定が新設されている（改正証取21条の2第1項）。このことから、民事責任を負う主体として、発行市場ならびに流通市場の双方において、主として発行者および発行会社の役員（取締役、執行役、監査役またはこれらに準ずる者）が定められることになった（証取18条1項2項、21条1項1号3項、21条の2第1項、22条1項）。投資家の保護や適正な情報開示の実効性確保という証券取引法が意図する目的は、このような者に対する民事責任の制度によっても保障されているのである。

これに対して、ドイツでは、有価証券取引法（以下、ドイツの有価証券取引法の条文を引用する場合は、ド証取とする）において証券の発行者に対する責任にかかる規定が設けられている一方、取締役員などの機関構成員の個人責任を追及できる法律の明文規定については、これまで存在しなかったといわれている⁽⁷⁾。上述のようなわが国における証券取引法の目的は、ドイツにおいても同様であるにもかかわらず、発行者の責任のみ定めていたのでは、おそらく実効的な投資家保護を確保するのが困難となることは明らかであろう。その一例として、本稿が検討するインフォマテック社事件⁽⁸⁾においても、このことを示す証左として認識することができる。本件は、簡単に要約すれば、インフォマテック社の取締役会会長およびその副会長である2名の被告らが、とりわけ1999年5月20日の適時通知において、インフォマテック社が10万台のサーフステーション（インターネット機器）に関するモバイルコム

社からの受注を公表したが(総額 5,500 万マルク)、実際には 1 万 4000 台の受注しかなかった(総額 980 万マルク)、この通知に瑕疵があることが判明した後に、投資家である原告らが、取得したインフォマテック社の株式と引換えに、取引価格である総額約 9 万マルクの損害を賠償するよう被告らに請求したものである。

この事件を投資家保護の観点からみると、このような場合、一般的に有価証券の発行会社が倒産している場合も少なくないといわれる状況のもとでは、瑕疵ある情報(以下では、虚偽または不正確、不完全な情報を意味する概念として瑕疵を用いる)を提供した取締役員に対する責任を追及できなければ、現実的にも投資家保護が確保されたとはいえないのではなからうか。それゆえ、ドイツでは、後述のように、これまで実効的な投資家保護に向けた種々の立法的努力を積み重ねてきた一方で、この事件をきっかけとして、いまだ草案の段階ではあるが、取締役員の責任追及に向けたさらなる立法的措置についても講じたところである。もともと、立法計画自体については、インフォマテック社事件の判決が下される以前からなされていたが、瑕疵ある情報を提供した取締役員に対する責任を認めたこの事件が実務に及ぼした影響そのものは少なくない。このことから、わが国と異なり、瑕疵ある情報を提供した取締役員に対する責任追及の必要性が、ドイツにおいて投資家保護の観点から認識されてきた。

本稿は、このインフォマテック社事件を取り上げることによって、瑕疵ある情報を提供した取締役員の民事責任に関するドイツの現状を明らかにすることを目的とし⁽⁹⁾、これにより、今後、この民事責任にかかる立法的措置を検討するための基礎的な研究とするものである。論述の順序として、まず、ドイツにおける瑕疵ある資本市場情報に対する責任の根拠に言及し(二)、次にインフォマテック社事件の概要と学説の反応を説明し(三)、最後に結びとして、ドイツにおける取締役員の民事責任の今後の方向性を探ることとする(四)。

二、瑕疵ある資本市場情報に対する責任の根拠

（1）総説—これまでの立法的措置

資本市場法一般に関するドイツの法改正は、現在、非常に目まぐるしく発展している状況にあるが⁽¹⁰⁾、そのうち近年においては、とりわけ2003年7月1日に施行された、2002年6月21日の第4次資本市場振興法⁽¹¹⁾に基づく大改正をあげることができる。なぜなら、本法によって、相場に影響を及ぼす事実を遅滞なく公表しなかった場合、ならびに相場に影響を及ぼす事実の通知に不実の事実を公表した場合における発行者の損害賠償責任に関する規定（ド証取37b条、37c条⁽¹²⁾）が導入され、発行者の責任が明文をもって規制されることになったからである。しかしながら、この改正からわずか3年しか経ていないにもかかわらず、すでにこれらの規定は時代遅れなものとして認識されている⁽¹³⁾。すなわち、事実の公表の不履行および不実の事実の公表の双方にかかる発行者に対する責任だけでは、投資家の保護に不十分なものと認識されており、その結果、会社の機関構成員（以下、取締役員を前提とする）自体に対する責任の追及が効果的な投資家保護に資するものとして、立法者自身からも考えられているのである⁽¹⁴⁾。この取締役員の対外的な責任は、コーポレート・ガバナンス政府委員会の報告書⁽¹⁵⁾ならびに2002年のドイツ法曹大会においてもすでに議論されたところであり、連邦政府の10項目プログラムに定められた勧告項目においても掲げられていることからすると⁽¹⁶⁾、このような動向は、ドイツにおいて極めて重要であると同時に、緊急にこの問題を検討する必要性を示唆するものといえよう。実際問題としても、次章で検討するインフォマテック社の判例において、資本市場情報に対する取締役員の責任が問題となっている。

投資家保護に関連して、立法論としても、すでに2004年10月30日に施行された投資家保護改善法（AnSVG）⁽¹⁷⁾により、強制的な適時開示の対象とな

る事実の範囲が拡大されるだけでなく、2005年11月1日には、瑕疵ある資本市場情報が提供された場合において、損害を被った個々の投資家による損害賠償請求権の集団的行使を可能にする投資者モデル手続法（KapMuG）⁽¹⁸⁾が施行されている。さらに、本稿に関連して、2004年10月7日付で資本市場情報に対する責任の改善に関する法律（資本市場情報責任法；KapInHaG）の討議草案⁽¹⁹⁾が公表されたところでもある。このように、投資家保護立法に対する措置が継続的に進捗している状況においては、これらの立法からドイツが本格的に投資家保護の問題に取り組む姿勢がうかがえるであろう。しかし、資本市場情報責任法については、本法に対する実務の反応はあまりよくなく、当初、連邦財務省でさえ極端に不快感を示したことにより、立法措置が非常に遅延したといわれている⁽²⁰⁾。

ところで、上場会社の取締役役員が、流通市場に誤った情報を提供する場合において、投資家に対して個人責任を負うべきかどうかについては、長い間、ドイツにおいて非常に対立してきた問題であり、すでに立法段階にあるとしても、学説の間では議論が依然として継続している状況にある。また、裁判所でも、いわば取引所ブームに基づく問題をフル回転で処理しなければならない状況にあるとされる⁽²¹⁾。その状況は、たとえば約1万5000人の投資家の訴えがフランクフルト地方裁判所に専属して係属しているドイツ・テレコム社事件をはじめとして、EM.TV社事件⁽²²⁾、コムロード社事件⁽²³⁾とともに、2004年夏における後述のインフォマテック社事件における連邦通常裁判所の3件の判決において頂点に達したといわれている⁽²⁴⁾。いずれの事件も、もともとノイア・マルクト（新興市場）の失敗に起因するといわれるが、反対にこの失敗がなければ、少なくとも実際に一連の立法措置が緊急にとられたかどうか明らかではない。

（2）解釈上の問題点

いずれにしても、瑕疵ある資本市場情報に対する取締役員の責任の問題について、これまでの資本市場法によれば、この責任にかかる実体法上の根拠はほとんどないと認識されていた⁽²⁵⁾。なぜなら、資本市場法上の責任体系としては、とくに発行市場および流通市場における瑕疵ある情報提供に基づく発行者等⁽²⁶⁾の責任のみ定められていたにすぎないからである。たとえば発行市場での発行者の責任については、とりわけ有価証券の発行にかかる発行者の一般目論見書責任が問題となるが、この責任は、目論見書における不正確または不完全な記載を規制する取引所法 44 条⁽²⁷⁾以下の規定(以下、ドイツ取引所法の条文を引用する場合は、ド取引とする)、さらにこの 44 条以下を準用する販売目論見書法 13 条⁽²⁸⁾の規定に基づいてのみ発生したにすぎない。これらの規定が創設された背景には、もともと第 3 次資本市場振興法⁽²⁹⁾を通じて、瑕疵ある上場目論見書に対する責任を抜本的に改めたことに基づき、現代型の国際的な資本市場の水準に適合させる必要があったからであるといわれている⁽³⁰⁾。ただし、目論見書の正確性および完全性に対して発行者に責任が生ずるのは、有価証券の取得が目論見書の公表後になされた場合、および取引所で取引するための有価証券の新規上場後 6 ヶ月以内になされた場合に制限されている（ド取引 44 条 1 項）。

これに対して、流通市場における瑕疵ある情報提供に基づく発行者の責任については、取引所法、有価証券取引法ならびに個々の取引所規則による情報提供義務や、個別決算（ドイツ商法 264 条以下。以下、ドイツ商法の条文を引用する場合は、ド商とする）および連結決算（ド商 325 条以下）にかかる商法上の毎年の開示義務のように、日常的な情報提供義務の多くが問題となる。このうち、発行者の損害賠償責任は、主として第 4 次資本市場振興法⁽³¹⁾によってはじめて導入された適時通知の公表義務違反（ド証取 37 b 条）や不実の事実の公表（ド証取 37 c 条）の場合において発生するほか、企業に存在する情報が取引所価格または市場価格に重大な影響を及ぼす場合において、当該情

報を遅滞なく公表しないときも（ド証取 15 条の旧条文⁽³²⁾）、発行者は、有価証券取引法 37 b 条および 37 c 条を前提に、このことから発生した損害を賠償する義務を負うことになる。流通市場にかかるこれらの規制は、いずれも発行者を指向するものであって、相場に重要な情報を一般投資家に遅滞なく提供することにより情報の非対称性を除去し、もって資本市場の機能を保障することを目的とするものである。

このように発行市場と流通市場における虚偽情報の提供に基づく責任は、発行者の取締役役員ではなく、もっぱら発行者のみを指向するにすぎないことが明らかとなる。しかしながら、とりわけ流通市場において発行者の責任を追及する場合には、實際上発行者が破綻に陥っている場合も少なくないことから、前述した有価証券取引法 37 b 条、37 c 条の規制は、現実問題として「非常に切れ味の悪い刀」である、と指摘されている⁽³³⁾。もともと、適時開示義務（ド証取 15 条）に違反した場合において、その他の法的根拠に基づき損害賠償請求権を行使することは必ずしも妨げられないことから（ド証取 15 条 6 項 2 文参照）、必然的に一般民事法上の責任を援用することも考えられることになる。一般民事法上の責任を考慮することによって、取締役員の責任を追及できる可能性があれば、實際上発行者が破綻する場合も少なくないといわれる状況の下では、少なくとも投資家の保護にも資することになろう。このことから、現在、一般民事法上の責任として、①発行市場における一般目論見書責任、民法上の不法行為責任として、②保護法（他人の保護を目的とする法律；ドイツ民法 823 条 2 項。以下、ドイツ民法の条文を引用する場合は、ド民とする）違反に基づく損害賠償責任、ならびに③良俗違反の故意による加害（ド民 826 条）に基づく責任、という 3 つの責任の可能性が検討されなければならない。さらにこれに付随して、実務上、困難な問題として生じうる因果関係や損害の範囲の問題などの検討についても、重要な課題となる。そこで、以下では、取締役員にかかる責任の追及の可能性として、これらの実体法上の根

抛について順を追って試みていくことにしたい。

1. 一般目論見書責任

一般目論見書責任は、契約締結上の過失の原則を適用する過程において展開したとされる⁽³⁴⁾。この場合には、目論見書責任が、たとえば適時通知のような資本市場情報に瑕疵がある場合についても適用されるのかどうか問題となる。適時通知は、単に個々の取引の成立のみを内容とするにすぎず、株式の購入に重要な諸事情の全部について完全な観念を提供するものではない。それゆえ、適時通知は「目論見書」として位置づけられず、また何ら上場許可目論見書（ド取引 44 条 1 項、4 項参照）でもないことから⁽³⁵⁾、適時通知に対して一般目論見書責任を適用することには疑問が残ることになる。もともと目論見書概念については、刑法上の目論見書（ドイツ刑法 264 a 条。以下、ドイツ刑法の条文を引用する場合は、ド刑とする）にまでさかのぼることができ、これによれば、目論見書とは、主として投資の判断に重要な情報を含む市場に関連する説明書をいう⁽³⁶⁾。目論見書では、投資の客体の法的小および経済的な事情ならびに他の企業との結合状況が記載され、さらに投資の利回りの期待やリスク等についても解説される。この目論見書の内容に基づき、投資家は、自己の投資決定に重要な諸事情の完全かつ正確な観念を作出できなければならないのである⁽³⁷⁾。目論見書には、経済的小および財務的に重要な個別データを含むものと、投資家が投資の客体の全体像を把握できるような包括的な説明をなすものとの2種類の目論見書が存在するが、少なくとも目論見書は、投資家の決定に本質的に重要であるかまたは重要となりうる一切の諸事情について、当該投資家に対して、正確かつ完全に知らせるものでなければならない⁽³⁸⁾。

これに対して、実際に次章で検討するインフォマテック社事件では、当該会社の適時通知が、これらの目論見書に関する要件を満たすものではなく、単

に個々の取引の成立にのみ関係するものであった。その結果として、目論見書および適時通知が異なる機能を有していることから、適時通知が目論見書に類似する形で作成された別段の場合を除き、一般目論見書責任は、瑕疵ある適時通知に対する取締役員の責任に直接適用することも、類推適用することもできない、と考えられている⁽³⁹⁾。同様に、たとえば投資会社法（KAGG）、外国投資会社法（AusInvestmG）または販売目論見書法（VerkprospG）による目論見書責任のように、特別法上の目論見書責任から生じる取締役員の責任についても、これらに適時通知は含まれないことから、特別法上の目論見書責任は存在しない、といわれている⁽⁴⁰⁾。

2. 保護法（他人の保護を目的とする法律；民法 823 条 2 項）違反に基づく損害賠償責任

次に保護法（ド民 823 条 2 項）違反から生じる取締役員の責任については、例外的な場合にしか生じないとされる。823 条は、その 1 項において、「故意または過失により他人の生命、身体、健康、自由、所有権またはその他の権利を違法に侵害した者は、その他人に対して、これによって生じた損害を賠償する義務を負う」と定め、2 項 1 文において、「他人の保護を目的とする法律に違反した者も、前項と同様である」と定める。ここでは、主として 2 項における保護法的な性質が考慮されるかどうか重要となる。すなわち、この保護法に違反すれば、これによって生じた損害を賠償する義務が発生することになるが、保護法には私法としての民法自体の規範だけでなく、公法としての刑法や秩序違反法（Ordnungswidrigkeitenrecht）、条例や命令など、すべての法規範が含まれることから⁽⁴¹⁾、これに関連して、資本市場法上の諸規定についても保護法に該当するかどうか責任の発生根拠として問題となるのである。

資本市場法上の諸規定のうち、まず、適時開示義務を定める規定（ド証取 15

条の旧条文)は、保護法ではないとされる⁽⁴²⁾。なぜなら、このことは、すでに立法資料においても明確に述べられていると同時に、本条は、資本市場に対する一般的な信頼を保護する規定であって、それ以上に投資家の保護に配慮する規定ではないからである⁽⁴³⁾。同様に、不実表示やその他の欺罔を見込んだ手段を用いた相場操縦を規制する規定(ド取引 88 条の旧条文⁽⁴⁴⁾)についても、本規定は少なくとも個人の利益を直接に保護するものではないので、保護法的性質を有しないとされる⁽⁴⁵⁾。なぜなら、本条が目的とするのは、取引所の機能の保護であり、直接的な投資家の保護ではないからである⁽⁴⁶⁾。したがって、この規定(ド取引 88 条の旧条文)を承継する、第 4 次資本市場振興法に基づく有価証券取引法 20 a 条や、引き続き改正された投資家保護改善法に基づく有価証券取引法 20 a 条もまた、同様に保護法的性質を有しないことになる⁽⁴⁷⁾。

これに対して、取締役役員等の不正確な説明にかかる罰則規定(ドイツ株式法 400 条 1 項 1 号⁽⁴⁸⁾)。以下、ドイツ株式法の条文を引用する場合は、ド株とする)によると、取締役役員等は、財産状況に関する説明または概要(Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand)等において、結合企業との関係を含む株式会社の諸事情を不正確に表現するか、または隠匿する場合には刑罰を科せられるが、もともと本規定については、株式会社、債権者およびその他の契約当事者、株主および従業員も保護することから、保護法的性質を有するものとして理解されている⁽⁴⁹⁾。ただし、この場合、「財産状況に関する説明または概要」の要件は狭く解釈される必要があるとされるので、少なくともすべての記載事項が完全であるとの印象が付与されなければならない、単なる財産状況の側面にしか言及しない説明または概要では足りない⁽⁵⁰⁾。

さらに、詐欺に関する刑法上の規定(刑法 263 条 1 項)についても、たしかに本規定は個人の財産的利益を保護するので、一般的に保護法であることは自明であるとされるが、本規定に必要な被害者の財産的損害と加害者の利

得との間での実質的な一致 (Stoffgleichheit) が存在するかどうかについて、加害者である取締役員は、被害者である投資家の財産から直接に利得したわけではなく、瑕疵ある情報の提供に基づく株価の上昇の結果として単に間接的に利得したにすぎないことから、実質的な一致の存在は否定される⁽⁵¹⁾。その結果、瑕疵ある目論見書や適時通知に関連して、保護法的性質を有するかの問題については否定的に解されている。また、投資詐欺に関する規定 (ド刑 264 a 条) についても、資本市場の機能や個々の投資家の財産を保護する規定なので、一般的に保護法であると理解される一方、行為の客体は「目論見書」であることから、少なくとも瑕疵ある適時通知がこの概念に含まれることはない。したがって、瑕疵ある適時通知に関連して、この場合にも保護法的性質が問題になることはない⁽⁵²⁾ ので、ドイツ民法 823 条 2 項による保護法違反に基づく取締役員の損害賠償義務は、非常に例外的な場合に限り生ずることになる。

3. 良俗違反の故意による加害 (ド民 826 条) に基づく責任

このように、取締役員に対する特別法上の責任を認めるのが困難な状況にあることから、解釈上、取締役員の責任については良俗違反の故意による加害の規定 (ド民 826 条) が重要な請求原因になる、といわれている⁽⁵³⁾。一般的に被害者に対して一定の行為を仕向けることとなる意図的な虚偽の情報提供は、良俗違反とみなされる場合もある。それゆえ、当該責任が認められるのであれば、他の特別法上の責任追及が困難である以上、この 826 条に基づく責任が、会社の取締役員に対する投資家の責任追及の中心部分を形成することになる。

826 条は、「善良の風俗に反する方法で他人に対して、故意に損害を加えた者は、その他人に対して損害を賠償する義務を負う」旨を規定する⁽⁵⁴⁾。投資家が、この規定に基づいて発行者の取締役員に対して責任を追及できることは、虚偽の情報提供が発行市場でなされるかまたは流通市場でなされるかに関係なく、次章で検討する連邦通常裁判所のインフォマテック社事件におい

て認められるにいたった。しかし、この場合の故意には、未必の故意も含まれるので、一方では、楽観的に評価された会社の将来の見通しを誇大に表示する場合のように（corporate puffing）、市場のメカニズムを最も熟知している取締役役員が不適切な情報を流布する場合においても、取締役役員の責任が認められる可能性がある⁽⁵⁵⁾。他方、単に誤導をとまなうにすぎない情報を提供する場合においては、良俗違反の故意による加害行為の責任を満たさないこともあり、その結果、一定の重大な場合についてのみ請求を根拠づけることができる、と指摘されている⁽⁵⁶⁾。そうであれば、たとえ請求を根拠づけられるとしても、この責任の法律要件としては、良俗違反の故意による加害行為が重要となるので、實際上問題となるのは、この責任を理由づける因果関係と、賠償されうる損害の範囲の問題である、といわれている。

4. 因果関係の問題

このことから實際上重要となるのは、まず、瑕疵ある情報の公表と投資決定との間での因果関係の証明の問題ということになる。一般不法行為の原則によれば、被害者である損害を受けた投資家が、この因果関係を裁判所に完全に主張し、かつ証明しなければならない。つまり、瑕疵ある情報に基づき株式を取得した場合には、原告である投資家が、瑕疵ある情報に基づき株式を取得したことを証明しなければならないのである。一般的に、このような損害賠償の訴えにおいては、従来、この証明に失敗していたとされる⁽⁵⁷⁾。それゆえ、投資家にとって非常に重要なことは、上場目論見書責任の場合のような証明責任の転換か、または少なくとも表見証明に基づき証明責任が軽減されることである。

第3次資本市場振興法によって導入された不正確な取引所目論見書に関する規制（ド取引44条1項）によれば、目論見書責任が生ずるのは、目論見書の公表後でかつ取引所で取引するための有価証券の新規上場後6ヶ月以内に

有価証券の取得がなされた場合に限る。この6ヶ月以内の取得には、有価証券の取得が目論見書の公表と因果関係にあったことについて法律上の推定を根拠づける意味がある⁽⁵⁸⁾。反対に、瑕疵ある目論見書に基づき請求された者は、目論見書に基づき株式が取得されなかったことを証明することにより、この法律上の因果関係の推定を否定することができる（ド取引45条1項⁽⁵⁹⁾）。投資家自身は、因果関係に関する証明責任を負わず、むしろ、目論見書を作成する義務を負う者が、反証によって法律上の因果関係の推定を覆さなければならぬ。しかしながら、瑕疵ある取引所目論見書の規定（ド取引44条1項）は、もともと資本市場法にかかる特別な規制なので、この証明責任の転換を一般的な不法行為責任である良俗違反の故意による加害に基づく請求（ド民826条）にも適用することは、一般的に否定されている⁽⁶⁰⁾。それゆえ、投資家は、この場合にも、原則として資本市場法による情報提供義務違反に基づく請求権について証明責任を負うことになるかと解されている⁽⁶¹⁾。

さらに、このような証明責任の転換（ド取引44条以下）を導入する以前においては、投資家に有利な表見証明の方法を用いて証明責任の軽減をはかる工夫がなされてきた⁽⁶²⁾。表見証明とは、一定の事象の経過が典型的な場合において、ある事象が所与の事実状況のもとでも通常または一般的な経過であれば、その事象の経過が自由な心証により証明されたものとみなす証明方法をいう。この方法は、必ずしも証明責任を妨げるものではなく、証明責任を負う当事者に対して、立証活動を容易にするにすぎないものであって、表見証明に成功した場合には、相手方は、反証によって証明を覆すことができるにすぎないものである。たとえば目論見書の場合には、目論見書の公表後に、顕著な一般的諸事情が共働したことにより、公衆が目論見書の内容に相応する証券取引の開始について意識づけられたという経験則の存在が認められている。この経験則によれば、公衆が株式を取得する気になったという、いわゆる投資感情（Anlagestimmung）⁽⁶³⁾の形成が認められる結果、因果関係については、

不正確な目論見書の記載と株式の取得との間に因果関係が存在するとの単なる可能性の証明で足りるとされる⁽⁶⁴⁾。それゆえ、株式が目論見書の公表後に取得された場合には、常にこの可能性に基づくものと考えられている。もつとも、この場合には、投資家が実際に目論見書を通読したのかどうか、または別の方法によりその内容を知りえたかどかが重要ではなく、むしろ、目論見書が株式の評価の確定にかかわると同時に、個々の投資家に対して、前述のような投資感情を抱かせたかどかが重要となる。したがって、投資家が目論見書の公表前に株式に応募したか、または目論見書作成義務を負う者が、株式の評価が目論見書によってではなく、別の要因によって決定されたことを主張して、因果関係の推定を否定できたような場合には、投資家は、投資感情に依拠することはできない。反対に、因果関係の推定が否定される反証に成功するならば、投資家は、目論見書を信頼したことを証明しなければならない。

このように瑕疵ある情報の公表と投資決定との間での因果関係の証明は、非常に困難な問題であるので、実務上、証明責任の転換ならびに表見証明の方法を用いて、証明責任の軽減をはかってきたといえる。現在の状況においても、良俗違反の故意による加害を規制するドイツ民法 826 条が、瑕疵ある情報を公表したことに対する取締役員の責任を追及する一般的な根拠となりうるので、証明責任の軽減の問題が前面に出てくることになる。

5. 損害の範囲の問題

相場に影響を及ぼす事実を遅滞なく公表しなかった場合、ならびに当該事実に関する通知に不実の事実を公表した場合における発行者の損害賠償責任の規定（ド証取 37 b 条、37 c 条）においては、損害の算定の問題についてさまざまな見解が主張されるが、この見解の相違については、次のような考え方が背景にあるとされる⁽⁶⁵⁾。すなわち、瑕疵ある情報が提供された状況にお

いて、①正確な情報が提供されれば、投資家は、具体的な投資決定を行わなかった結果として株式を取得しなかったであろうこと、②たとえ正確な情報が提供されたとしても、投資家は投資決定を行い、異なる相場で株式を取得したであろうこと、という2種類の投資家の行動を考えるとこのものである。損害の算定に関連して、①の場合には、単に有価証券の取得にかかる完全な原状回復が考慮されるにすぎないのに対して、②の場合には、投資家は、瑕疵ある情報が提供された場合における実際の相場と、正確な情報が提供された場合において形成されたであろう相場との間での差額の補償を要求することができる⁽⁶⁶⁾。この場合において、投資家が原状回復を選択するか、または相場に基づく差額の補償を主張するかについては、当該投資家の判断にゆだねられるが、学説では、主として相場に基づく差額を基礎に損害を算定する有力な見解が主張されている⁽⁶⁷⁾。なぜなら、原状回復の方法によれば、発行者は投資家の投資決定のリスクを負う必要がないにもかかわらず、たとえば発行者が、投資家の投資決定から損害の算定時点までの一般的な市場リスクを含む投資リスクの全部を負担することになり、損害賠償責任を負う取締役役員のような第三者にいわば保証人としての役割を強要することになるからである⁽⁶⁸⁾。さらに取締役役員が実際の有価証券の売主ではないことから、厳密な意味において投資家と取締役役員との間での原状回復はできないことが認められるのである⁽⁶⁹⁾。ところが、発行者の責任以外にも、少なくともこの論証が、良俗違反による故意の加害行為の場合における取締役役員の責任にも妥当するかどうかについて、これまで必ずしも十分な検討がなされたとはいえない状況にあった。それゆえ、発行者の責任の外で同様に賠償されるべき損害を制限することは正当ではないという認識から、立法論としても、瑕疵ある資本市場情報一般にも責任を拡大することによって、損害の範囲を確立する必要性が示されていた⁽⁷⁰⁾。

（3）小括

このように瑕疵ある情報を提供した場合における発行者の責任は、明文をもって規定されているが、取締役員のような機関構成員の責任を追及する場合については、明文による直接の条文上の根拠が存在しなかったことから、解釈により議論が展開されてきた。将来的には資本市場情報責任法の策定のように立法的な解決に向けた努力がなされているが、本法がいまだ成立しない現状では、解釈により取締役員の責任を認めるほかなからう。

ところで、現在、このような取締役員の責任を認める方向にあるのは、もともと証券の発行者が瑕疵ある情報を提供し、これを信頼して株式を取得した投資家が、真実の情報の提供後に相場に基づく損害を被ったという事案において、たとえ発行者の責任を追及したとしても、すでに発行者が破綻していたという状況が少なくないからである。このような状況では、必然的に投資家保護の要請も強いものとなる。しかし、この要請から解釈論として取締役員の責任を追及するとしても、そもそも根拠となる規制がないので、主として良俗違反の故意による加害の規定（ド民 826 条）を基礎に、解釈論が展開されてきたという状況がある。これまで本条に基づく責任の追及は、前述のような因果関係や損害の範囲の問題により、一般的に否定されてきたが、これに反して、近年、次章で検討するインフォマテック社事件では、取締役員の責任が肯定されるにいたった。このことから、本事件は、非常に重要な意義を有するものと位置づけられ、今後、資本市場情報責任法の策定に向けた努力にも、いわば追い風になるものと予想される。そこで、本判決の内容が具体的にどのようなものであったのか、章を改めて概観することにする。

三、インフォマテック社事件の概要

（1）事実の概要

本件は、インフォマテック・インテグレイティッド・インフォメーション・

システムズ株式会社（以下、インフォマテック社とする）の適時通知における不適切な記載事項によって、投資家である原告らが、その間に無価値になった当該会社の株式を取得するよう仕向けられたとの理由により、取締役役員である被告らに対して、損害賠償を請求した事件である。この事件は、瑕疵ある適時通知と投資家の投資決定との間での時間的に相違する事実関係に従い、便宜上3つの事件に区分される。すなわち、第一に、投資家が最初の瑕疵ある適時通知（1999年5月20日）から約2ヶ月後（1999年7月28日）にインフォマテック社の株式を取得した事件（第一事件）⁽⁷¹⁾、第二に、投資家が最初の瑕疵ある適時通知から約9ヶ月後（2000年2月8日）または約12ヶ月後（2000年5月17日）に投資決定を行った事件（第二事件）⁽⁷²⁾、第三に、投資家が最初の瑕疵ある適時通知から約10ヶ月後（2000年3月9日）または約12ヶ月後（2000年5月4日）に株式を取得した事件（第三事件）⁽⁷³⁾である。これらの事件につき、連邦通常裁判所は、第二事件では、因果関係および投資家に発生した損害のさらなる審理のために、事件をミュンヘン上級地方裁判所に差し戻し、また第三事件では、投資家に負わされた因果関係の不十分な証明のために、上告を棄却した。これに対して、第一事件では、上告を許可したことにより、原告らの損害賠償請求権を認容したが、この第一事件によってはじめて瑕疵ある適時通知に基づく取締役の個人責任が認められた結果、実務上も非常に注目される事件になった。このことから、以下においても、この第一事件を中心に取り上げることにしたい。本件の事実関係は、次のとおりである。

「被告(1)は、インフォマテック社の取締役会会長であり、被告(2)は、取締役会副会長であった（なお、当初インフォマテック社も被告として訴えられていたが、2001年7月1日に倒産手続が開始されたことにより、インフォマテック社にかかる訴訟は中断されているので、直接訴訟には参加していない）。インフォマテック社は、ソフトウェアの開発を行う企業であり、その最も重要な製品が、経営システム基盤(基

本基盤）であるジャバ・ネットワーク・テクノロジー（Java Network Technology - JNT）であった。この JNT は、テレビを通じてインターネット接続を可能にするシステムである。

このインフォマテック社の株式は、1998 年 7 月に 27,10 ユーロの発行価格において、規制市場の市場セグメントであるノイア・マルクトでの取引にかかる上場を許可された。その後、相場は急激に上昇し、1999 年 2 月にはすでに 318 ユーロの最高値にまで達していた。その後、1999 年 8 月に 1 対 5 の割合において当該株式の株式分割が行われたことから、ひき続き株価は不安定に推移したけれども、次第に下落していった。2000 年 2 月における国際情報通信技術見本市（Cebit）に関連して、株価が再び短期間のうちに 51 ユーロにまで上昇した時期もあったが、現在では、1 株につき数セントで株価が推移している。その間にインフォマテック社により、なかでも 1999 年 5 月 20 日、1999 年 9 月 13 日および 1999 年 11 月 16 日に適時通知が公表された。1999 年 5 月 20 日の適時通知によると、「当社は、基本協定によって、モバイル無線の提供者であるモビルコム社（MobilCom）から、（インターネット機器である；筆者注）サーフステーションおよび JNT ライセンスを受注した」旨が発表された。受注金額は、少なくとも約 5,500 万マルクに達し、その決済は、複数の支払請求を経て行われることになった。しかし、被告 (2) により仕向けられ、かつ被告 (1) からも承認されていたこの適時通知は、モビルコム社と締結された契約を正確に伝えるものではなかった。なぜなら、その契約が拘束力を有するのは、実際には単に 1 万 4000 台のサーフステーションにかかる注文のみにすぎず、したがって、総額では約 980 万マルクの受注金額にすぎなかったからである。単に試験段階で成功した場合に限り、1 万 4000 台から 10 万台に注文を増加する約束が、補足的にモビルコム社により付与されていたので、そのような追加受注をもってはじめて、1999 年 5 月 20 日の適時通知において周知された 5,500 万マルクの受注金額が達成されたことになるのである。1999 年 6 月 24 日のインフォマテック社の株主総会では、たしかに通知の内容—原告らは承知していない—が、株主からの相応の照会に基づき被告ら

により正確に伝えられたが、1999年5月20日の通知が虚偽であることについては、後に1999年8月30日の適時通知において再び確認されると同時に、2000年8月22日の適時通知によってはじめて、当初の通知事項の一部について撤回されるにいたった。

また、1999年9月13日の別の適時通知において、インフォマテック社は、「当社は、基本協定によって、GWC社からサーフステーションおよびJNTライセンスを約5,500万マルクで受注した」旨を発表した。この通知についても、ここでは新たな注文がなされたのではなく、単に共同販売の合意がなされたにすぎなかったため、不適切なものであった。このことは、2000年8月29日の適時通知をもってはじめて、インフォマテック社により公表された。なお、D-Ltd.社によるライセンスの注文を発表した1999年11月16日の別の適時通知については、不適切なものではなかったとされる。

株式の価格は、1999年5月20日の適時通知の直後に40,80ユーロ（約20%）にまで上昇した後、さらに不安定に上下し、かつ再び安定したところで、原告らは、1999年7月28日に40ユーロの相場で（付随する費用を含めた全部の費用は9万945マルク70ペニヒ）、インフォマテック社の230単位の株式を取得した。地方裁判所は、証拠調べの結果、一部判決によりインフォマテック社の1150株の譲渡と引換えに、利息とともに9万945マルク70ペニヒの支払いを求める訴えを許可したのに対して、ミュンヘン上級地方裁判所は、新たな証拠調べの結果として訴えを棄却した。これに対して、原告らが上告した」。

（2）本件に対する連邦通常裁判所の判断

本件の争点になったのは、主として取締役員に対する損害賠償請求を肯定するための根拠である。すでに二の（2）でみたように、取締役員のような機関構成員に対する責任については、非常に困難な問題をとまなうところではあるが、この根拠について、連邦通常裁判所は、同様に①目論見書責任に基づ

く損害賠償、②一般不法行為に基づく損害賠償（ド民 823 条 2 項）、③良俗違反に基づく損害賠償（ド民 826 条）を詳細に検討している。これらの争点に関する判旨を要約すると、次のとおりである。

1. 目論見書責任に基づく損害賠償

「目論見書責任を負う者により作成された当該目論見書の記載事項の正確性および完全性に対して、投資家の信頼を確保するための目論見書責任が、本件において、一般にインフォマテック社の瑕疵ある適時通知にかかる被告らの責任にも妥当したかどうかについては疑わしい。なぜなら、1999 年 5 月 20 日と 1999 年 9 月 13 日のインフォマテック社の適時通知は、目論見書責任の意味における『目論見書』の要件を満たさないからである。目論見書は、通常、投資に関心がある者にとって最も重要で非常に多くの情報源を含むものであり、一般的にはその者の投資決定を形成するものである。投資家は、目論見書を通じて自己が投資の客体に関して適切な心象を得ること、目論見書が投資家の決断にとって本質的に重要であるか、または重要となりうるすべての諸事情を正確かつ完全に報告することを期待することができる。この要件によれば、通例、目論見書責任が適時通知に妥当するものではない。なぜなら、適時通知は、すでに周知の流通市場にかかる情報を単に補足するにすぎない個別の事実であって、未公表の重要な個別の新事実を把握するものであるからである。そのような資本市場に関連する個別情報の発表は、発行市場に関する（発行）目論見書の開示とは異なり、明らかに流通市場の公衆に包括的な情報を提供するものではない。それゆえ、本件では、インフォマテック社の 1999 年 5 月 20 日および 1999 年 9 月 13 日における 2 つの適時通知に関係していたが、これらの適時通知は、明らかに個々の取引の成立に関係していたものであって、それぞれ株式の購入に重要なすべての諸事情およびこれに関連する危険について、完全な心象を媒体するものではない」。

2. 一般不法行為に基づく損害賠償（ド民 823 条 2 項）

「適時開示義務（ド証取 15 条の旧条文）違反に基づく請求権は、存在しない。なぜなら、本条は、民法 823 条 2 項の意味における保護法ではないからである。保護法は、公衆の保護とともに、法益の侵害に対する個人または一定範囲の者の保護を目的とし、法律の内容や目的、立法者が立法の際にどのような権利保護を意図したかどうかが重要となる法規範である。それゆえ、本条の目的は、立法資料によれば、もっぱら資本市場が機能するための公益の確保であり、投資家の個人的利益の保護ではないのである。さらに、適時開示義務違反による発行者の損害賠償責任が明文をもって制限される場合もあるが（ド証取 15 条 6 項 1 文の旧条文）、これは、本条の保護法的性質を排除するものにほかならない。また、取引所法 88 条の旧条文についても、民法 823 条 2 項の意味における保護法ではない。これまで本条が、民法 823 条 2 項の意味における保護法であるかどうかの問題については未決定のままにされたが、現在では、その問題を否定的に解することができる。立法資料によっても、本条は個々の投資家の保護を意図するものではなく、一般にその経済生活全般にとって重要な取引所および市場での価格形成に対する信頼性および真実性が強調されている。それゆえ、本条については、公衆の保護が主要な目的と解される。たしかに公衆の保護は、間接的に個々の投資家の保護にも効果を及ぼすが、このことは、個人の利益を保護するための特別な損害賠償請求権を用意するものではない。それゆえ、この間接的な保護では民事法上の責任を根拠づけることができず、むしろ法律の反射的效果でしかない」。

「控訴審において、株式法 400 条 1 項 1 号に基づく請求権を否定したことは正当である。なぜなら、1999 年 5 月 20 日および 1999 年 9 月 13 日の不正確な適時通知は、本条の法律要件を満たさないからである。たしかに本条の罰則規定は、民法 823 条 2 項の意味における保護法であるが、本条は営業上の諸事情

に関する一定の記載の正確性および完全性に対する潜在的投資家および現在の株主の信頼を保護するものである。しかし、本件において、被告らは、2つの適時通知によって、財産状況に関する説明または概要において会社の諸事情を正確に伝えなかった。財産状況に関する概要は、とくに企業の経済状態に関する全体の概観を可能にする一切の決算書類（Bilanzen）に含まれるが、本件のように、それぞれ個々の取引の成立を発表するにすぎない適時通知が、この決算書類に含まれないのは明白である。したがって、企業の包括的な財産状況を伝える結果、会社の経済的な状況に関する全体像の把握を可能にし、かつこの全体像が完全であることを印象づける場合にのみ、財産状況に関する概要であるとみなされる。しかし、1999年5月20日と1999年9月13日の適時通知については、明らかにこの概要に合致するものではない。また、財産状況に関する説明についても、そもそも財産状況に関係するものであって、独立して考えられうるものではないことは明らかである」。

「さらに、控訴審において、刑法264 a条に基づく被告らの責任が否定されたことも正当である。なるほど、刑罰規範は、第三者保護的な性質を有すると同時に、民法823条2項の意味における保護法でもある。この構成要件を満たすには、とりわけ目論見書あるいは財産状況に関する説明または概要において瑕疵ある情報の提供が行われなければならない。しかしながら、1999年5月20日もしくは1999年9月13日のインフォマテック社の適時通知は、目論見書でも、財産状況に関する説明または概要でもない」。

「刑法263条1項に基づく原告らの請求権についても、控訴審によれば、本件において原告らの財産的損害と被告らの利得にかかる意図を確定できないので、問題にならない。本条によれば、加害者による利得があたかも被害者の『損害の裏腹』であるかのように、当該加害者は、被害者の財産から直接に財産上の利益を得なければならない。それゆえ、虚偽の適時通知の結果として上昇する株価によって、インフォマテック社または被告ら自身が間接的

に利得するだけでは足りない。原告らの株式取得の相手方である、いわば未知の売却人が、被告らにより認識されていたわけではない」。

3. 良俗違反に基づく損害賠償（ド民 826 条）

「ただし、控訴審において、民法 826 条に基づく原告らの損害賠償請求権を否定したことは、不当である。その理由について、控訴審では、次のように判旨されている。『証拠調べの結果によれば、1999 年 5 月 20 日および 1999 年 9 月 13 日の適時通知が不正確であったこと、被告らはその不正確および 1999 年 5 月 20 日の不正確な通知と原告らの投資決定との間での因果関係についてすでに知っていたことを確定することができる。いずれにしても、投資家が適時通知の正確性を信頼した結果として、とくに経済的な自己決定権を侵害したことにより、インフォマテック社の投資家に損害が発生しうるのであることを、被告らが予見していなかったか、またはこれを容認していなかった限りでは、被告らは故意に取引したとはいえない。…たとえ原告らが真実に基づく情報を受けた場合において株式を取得しなかったとしても、原告らはみずから（ノリア・マルクトという）高度に投機的な市場セグメントに投資したので、損害賠償の方法により株式の取得の解消を要求することはできない』。この原審における判断は、本質的に是認することはできない」。

「1999 年 5 月 20 日の瑕疵ある適時通知と原告らの投資決定との間での因果関係に基づき、原告らは、原則として、民法 826 条により、実際の株式の取引価格と真実の情報が開示された場合において形成されたであろう価格との間での差額に基づく損害ではなく、取得した株式の譲渡との引換えによって、実際に支払った購入価格を補償するという原状回復を被告らに求めることができる。民法 826 条では、損害とは、被害者の財産に不利益となる影響を及ぼすこと、さらに法的に承認された利益を侵害すること、および被害者が意図しなかった義務を負担することをいい、そのような損害を賠償する義務の内容

は、(損害賠償の種類と範囲を定める；筆者注)民法 249 条以下により定まる。したがって、本件では、1999 年 5 月 20 日の適時通知の正確性に対して信頼を裏切られた投資家は、原状回復の方法により、公表義務を負う者が真実に基づく通知を行っていれば、自己が置かれたであろう状態を回復されなければならない。それゆえ、この場合には、投資家は、株式により取得した法的地位と引換えに、株式の取得のために支出した購入価格での金銭賠償を要求することができる」。

「たしかに立法者は、明文をもって適時開示違反に対する特別な損害賠償責任(ド証取 15 条 1 項ないし 3 項の旧条文)を排除し(ド証取 15 条 6 項 1 文の旧条文)、それぞれの規定は保護法(ド民 823 条 2 項)ではないとした。しかしながら、その他の法的根拠に基づく損害賠償請求権は、なお発行者に關しては明文をもって妨げられない(ド証取 15 条 6 項 2 文の旧条文)。それゆえ、この場合において一般的な民事法上の責任に服するものとしては、とくに良俗違反の故意による加害(ド民 826 条)が重要となる。詐欺的なまたは良俗違反による第三者の加害行為に対する責任を排除することは、法秩序の原則に一致しない。したがって、発行者の法定代理人として、瑕疵ある適時通知を仕向けた取締役員らの責任について、損害賠償の種類および範囲に關して一般的に制限することは妥当でない」。

「このことに直面して、また被告が知っていた 1999 年 5 月 20 日の適時通知の不正確に直面しても、控訴審において民法 826 条の法律要件が否定されたことは、法の適用の誤りにほかならない。1999 年 5 月 20 日の適時通知の公表に關連して周知された新たな事実については、上場を許可された有価証券の取引所価格に重大な影響を及ぼすことになることが前提である(ド証取 15 条 1 項)。このことは、公表されるべき事実が通知されたことに対する反応として、個々の市場参加者が購入あるいは売却を決定することになるので、取締役は、瑕疵ある適時情報の結果として相応の投資決定にいたることを知っ

ていることになる。それゆえ、取締役が、適時通知が不正確であることを知っていれば、取締役は、投資家による有価証券の購入が瑕疵ある事実に基づき行われることも知っている。本件では、2名の被告らは、適時通知の具体的意義やその不正確を知っていたことから、一般的な生活経験からみて、不正確な通知において、向上した企業価値をあたかも真実のようにみせるとともに、取引所価格に積極的な影響を及ぼす目的がなかったとはいえない」。

「また、控訴審においては重大な事実が見逃されている。取締役会会長である被告(1)が1999年6月24日のインフォマテック社の株主総会に出席した状況において、副会長である被告(2)は、当然に、株主の質問に応じて、モデルコム社は1999年5月19日に単に1万4000台のJNT・サーフステーションを発注したにすぎないことを明らかにしなければならなかった。それにもかかわらず、被告らは、適時通知により即時に必要な訂正を行わずに、1999年8月30日の適時通知において、1999年5月20日の虚偽の通知を確認したにすぎない。結局、控訴審では、1999年9月13日の適時通知においてすら、被告らが約5,500万マルク相当の受注となる巨額な取引(Mega-Deal)をでっち上げて公表したという重要な間接事実が、無視されたのである。この新たな虚偽の通知についても、明らかに取引所価格に積極的な影響を及ぼし、かつ企業の実際の価値について誤導する目的でなされたものである」。

「さらに、控訴審では、民法826条の故意の要件についても判断を誤っている。民法826条における故意については未必の故意で足り、この場合、行為者は、自己の行為を通じてどれほど多数の者が損害を被るのか、またはどのように損害を被るのかについて詳細に知る必要はない。むしろ、行為者が、自己の行為が他人に損害という結果をもたらす、場合によっては損害の種類を予見し、かつ少なくともこれを容認したことで足りるのである。本件では、1999年5月20日の虚偽の通知に関連して、被告らの行為が故意であったことに疑いの余地はない。なぜなら、被告らは、インフォマテック社の株式の取得者は、

正確な情報が提供されているならば、一般に株式の取得を行わなかったか、または別の条件でのみ取得したことを積極的に認識していたからである。少なくとも、被告らは行為の結果としてこのような損害の発生を容認していたといえる。このような被告らの未必の故意は、単なる過失として判断を改めることはできない。一般的な生活経験に基づけば、不正確な適時情報が株式市場に影響を及ぼすことを知っていた、開示義務を負う機関としての被告らにとっては、インフォマテック社の将来の見通しについての理解が不鮮明ではなかったのである。その限りでは、モバイルコム社との取引については、単なる希望を超えた確実な期待に基づかなければならない」。

「結局、不実の適時通知を故意に公表することは、控訴審の判断に反して、民法 826 条の良俗違反として考慮されうる。もちろん、行為者が法律の規定に違反したという単なる事実だけでは足りない。むしろ、ここでは追求された目的、使用された手段、表明された心的態度または発生した結果に基づく特別な非難可能性がなければならない。もっとも、本件での非難可能性は、不正確の適時通知によって直接に流通市場の公衆に不当な影響を及ぼすという被告らの行為に現れている。そのような行為は、資本市場での最低限の要請に反するものである。本件では適時通知が何度も公表されているので、適時開示という法制度の濫用さえ考慮されうるであろう」。

「いずれにしても、被告らは、虚偽の適時通知をもって、客観的に不当な方法により自己の目的を追求した。つまり、被告らは、『単なる取締役 (Nur-Vorstande)』であったのではなく、設立社員として多数のインフォマテック社の株式を保有していた結果、被告らは、不正確な通知を用いた株価の押し上げにより、少なくとも間接的に利得したのである。これに関連して、たとえば本件における通知と直接に関連しなくても、被告らは、自己の大量株の売却に基づき 1999 年の初頭にそれぞれ約 2900 万マルク、および 2000 年 7 月にはそれぞれ約 50 万ユーロを手にしたことが指摘される。このことから、被告

らは、不正確な適時通知によって企図された株価の上昇が、インフォマテック社に対する自己の参加持分の価値を高めることにつながることも認識していたことになる」。

4. 判旨

このような論証に基づき、被告らは、原告に対して、良俗違反の故意による加害によって原告に発生した損害について、インフォマテック社の1150株の譲渡と引換えに、利息とともに主張された9万945マルク70ペニヒの額における損害賠償責任を負う。

(3) 本件に対する学説の反応

この瑕疵ある適時通知に対する取締役員の責任を認めたインフォマテック社事件は、学説においておおむね歓迎されている。本判決によって、瑕疵ある資本市場情報に基づき取締役員に損害賠償請求権が発生するかどうか、またその損害賠償請求権はどの範囲において認められるのかという問題について、数年間にわたる議論に終止符を打ったと評価されている⁽⁷⁴⁾。しかしながら、すべての問題が解明されたわけではない。本件の争点として問題となったのは、上述のように、①目論見書責任、②一般不法行為に基づく責任(ド民823条2項)、③良俗違反の故意による加害に基づく責任(ド民826条)である。①の争点については、主として本件の適時通知は目論見書に該当しないという理由から、目論見書責任を認めなかった本判決に学説からも評価されている。また、②の争点については保護法(ド民823条2項)に該当するかどうかの問題となるが、本件では、一方では適時開示義務を定める規定(ド証取15条の旧条文)、相場詐欺を規制する規定(ド取引88条の旧条文)について保護法的性質が否定される結果、これらの規定は、責任の発生根拠として認められないとしている。しかし、他方では、不正確な説明にかかる罰則規定(ド株400条

1項1号)や、詐欺および投資詐欺に関する刑法上の規定（ド刑263条、264a条）については、一般的に保護法的性質を認めているが、一般的に保護法的性質が認められるこれらの諸規定についても、規制の目的の相違から責任の発生根拠としては認めていない。この判断も学説からおおむね評価されている。これに対して、③の争点については、学説において争いがある。本件と同様に、個別事案によっては良俗違反の故意による加害（ド民826条）に基づく責任が一般的に認められる一方で、たとえこの責任を追及したとしても、投資家が証明責任を負担する、瑕疵ある適時通知と投資決定との間における因果関係の問題と、損害の算定の問題が、実際問題として重要となるとされる。このことから、資本市場において困難な問題として生ずる因果関係、および損害の算定について証明の困難を容易にする責任規範を用意することが必要である、と指摘されている⁽⁷⁵⁾。以下では、これら2つの問題を取り上げることにはしたい。

前述のように、インフォマテック社の判決は、3件の事件に基づいている。まず、因果関係の問題について、第二事件および第三事件では、良俗違反の故意による加害（ド民826条）に基づく責任を否定しているが、これは、瑕疵ある適時通知の公表と株式の取得との間での時間的隔たり（第二事件では9ヶ月または12ヶ月、第三事件では10ヶ月または12ヶ月）が大きく、それゆえ、瑕疵ある適時通知と原告らの投資決定との間の因果関係が十分に証明されなかったという理由による。その反面、第一事件である本件において原告らが因果関係を証明できたのは、瑕疵ある適時通知と株式の取得との間に単に2ヶ月の期間があったにすぎないからであるとされる⁽⁷⁶⁾。本件では、適時通知と投資決定との間での因果関係に関する表見証明も認めないだけでなく、さらに不正確な目論見書の記載と株式の取得との間での因果関係の可能性を経験則により肯定する、目論見書責任において展開されたいわゆる投資感情についても、直ちに一般化できないとしている⁽⁷⁷⁾。このことから、非常

に慎重な判断が示されたとの指摘がある⁽⁷⁸⁾。ただし、個別事案では、適時通知の内容が重要となることも少なくなく、適時通知の内容の宣伝的な性質が強調されればされるほど、適時通知は長期にわたって投資感情を発生させることになるので、この場合における適時通知は目論見書に接近することになる⁽⁷⁹⁾。それゆえ、取引所法による目論見書責任に準じて責任が認められる可能性も少なからず存在する余地を残している。

次に、法律効果としての損害の問題については、判旨で述べられるように、実際の取引価格と、正確な情報の開示がなされた場合における取引価格との間の差額に基づく損害が投資家に付与されるのではなく、投資家が取得した株式と引換えに、実際に支払った取引価格を補償するという原状回復の方法が投資家に付与されるとする。この判断については、たしかに学説において原状回復の方法に肯定的な見解もある一方⁽⁸⁰⁾、この方法によれば、発行者自身が、投資家の投資決定から損害の算定時点までの全部の投資リスクを負担することになるので、判例の立場に消極的な有力な見解も存在する⁽⁸¹⁾。ただし、前者の差額に基づく損害を認める見解においても、差額の意義について、通知事項が適時に公表されなかった場合に、実際に開示がなされなければならない時点での取引価格と、適時通知の事項が実際に周知された時点での取引価格との間での差額なのか、あるいは実際の取引価格と、取引と同一の時点における真実の価値との間での差額なのかについて見解が分かれている⁽⁸²⁾。もし後者の算定方法によれば、原状回復の方法とほぼ一致することになる⁽⁸³⁾。このように、損害の範囲の問題については、学説において非常に見解が分かれている結果、損害に関する今後の議論によっては、なおいっそう混迷を呈する余地を残していよう。

(4) 小括

本件において、取締役の責任が認められたことについて学説からの反響が

大きい一方で、インフォマテック社事件が与える実務的な影響については、実際のところ、それほど大きなものではない、とも指摘される⁽⁸⁴⁾。なぜなら、本件では、瑕疵ある適時通知に基づく責任が、良俗違反の故意による加害の場合に限定されるので、その適用範囲が非常に狭いものとなるからである。それゆえ、投資家の観点からすれば、その適用範囲が狭いことから不利であると同時に、損害賠償義務を負う可能性のある者の観点からすれば、良俗違反の故意の場合に責任を負うにすぎないので、将来における同様の事件での逃げ道を残している、といわれる⁽⁸⁵⁾。いずれにしても、もともと本件に類似するような極端な事件においてのみ、加害の故意を証明することに成功する可能性が高いものとなる。さらに、たとえ結論において本件を評価できるとしても、一般不法行為（ド民 826 条）の規定は、資本市場法の責任体系の特殊性に適合しないことから、瑕疵ある適時通知に対する特別法上の責任を創設する必要性も示されたといえよう。なぜなら、上述のように、本件における瑕疵ある適時通知に対する責任が非常に限定的なものであり、また投資家が、瑕疵ある適時通知と投資決定との間での因果関係について完全な証明責任を負うので、訴えを提起する投資家にとってみれば、引き続き適時通知と時間的に密接した投資決定を行う場合にのみ、成功するにすぎないからである⁽⁸⁶⁾。しかしながら、たとえわずかな範囲であっても、本件にはある程度の予防的機能が認められうるので、少なくとも本判決は、瑕疵ある資本市場情報に対する取締役員の責任への重要な一歩である、と評価されている⁽⁸⁷⁾。ただし、因果関係の証明の問題について、本件で証明が認められたのは、単に瑕疵ある適時通知と株式の取得との間で時間的に密接していたからにほかならず、一般的な証明責任の軽減を認めたのではないので、個別事案の状況によっては、依然として瑕疵ある適時通知に基づき株式を取得したことが証明されなければならない。この意味においては、本判決は、少なくとも瑕疵ある適時通知に対する責任のいわゆるリーディングケースではない、といわれ

ている⁽⁸⁸⁾。因果関係の証明の問題については、立法論としてであれ、解釈論としてであれ、その証明責任の軽減の方法および範囲をさらに整理する必要があるだろう。

また、とりわけ損害の範囲の問題についても本件の重要な争点となった。原状回復の方法によるのか、または差額に基づく責任を負うことになるのかどうかの問題について、本件では前者の原状回復の方法によって判断された。これに対して、学説からの有力な批判も存在しているところではあるが、本件と同様に取締役員の責任を認めた最近の「EM.TV 事件」⁽⁸⁹⁾においても、連邦通常裁判所は、原状回復の方法を通じて損害を確定した。すでにこの事件の判断に対して批判的な見解もあるが⁽⁹⁰⁾、これらの判例によって少なくとも損害の範囲の問題に関する連邦通常裁判所の立場は、ほぼ固まりつつあるといえるであろう。

四、結びに代えて—ドイツの方向性

ドイツの取引所における投機バブルの崩壊と、これに関連するスキャンダル以降、投資家保護の改善を強化する必要性が強まっている。本稿で検討したインフォマテック社事件をはじめとして、個々の訴訟において明らかになった現行法上の欠陥は、とりわけ瑕疵ある資本市場情報に対する発行者の責任規定（ド証取 37 b 条および 37 c 条）からみても明らかとなった。なぜなら、訴訟事件にまで発展したスキャンダルでは、発行者自身が倒産に陥った場合も少なくないにもかかわらず、発行者の責任しか明定していないからである。このような状況において、たとえ投資家が当該発行者の取締役員の個人責任を追及しようとしても、とりわけ因果関係の証明責任や損害の範囲にかかる問題により、これまでその責任の追及に非常に困難がともなったのである。しかしながら、インフォマテック社事件を契機として、改めて連邦通常裁判所がこれらの問題に取り組んだことにより、取締役員の個人責任をめぐる議論が、今

後さらに展開されていくことになるだろう。

この展開の一環として、現在、重要な立法的措置としてあげられるのが、いわゆる資本市場情報責任法に関する草案の策定である。前述のように⁽⁹¹⁾、本草案は、ヨーロッパの規制に適合させたいとの理由から、経済界の強力な介入によって当分棚上げされることになっているが、本草案では、次のように責任が明確に定められている（ド証取草案 37 a 条 1 項）。すなわち、営業上の状況に関する公告または通知において金融証券の評価に重要な諸事情について不正確な記載をなすか、もしくは既存の法規定に反してそのような事情を黙秘する者については、その者が記載の不正確を知らなかった場合、および不知または黙秘が故意または重大な過失に基づかない場合を除き、その記載または黙秘が金融証券の取引所価格に影響を及ぼすのに足りるときは、損害賠償の責任を負うというものである。このことから、少なくとも瑕疵ある情報に対する取締役員の責任を規整しようという現在のドイツの方向性は探ることができるのではないと思われる。すでに損害を被った投資家の集団的権利行使を可能にする投資者モデル手続法（KapMuG）が成立した現在においては、さらに取締役員の責任追及を容易にする立法がなされなければ、効果的な投資家保護を実現したとはいえないであろう。そうであれば、取締役員の責任にかかるドイツにおける今後の動向には注目すべきものがある。さらに、ヨーロッパレベルにおいても、透明性指令⁽⁹²⁾の7条では、加盟国は、情報の公表に対する責任が発行者もしくはその執行機関、指揮機関または監督機関にあることを確保するよう定められている。このことからすれば、資本市場情報責任法に関する草案が実際に成立するかどうかは、現在のところ未定ではあるが、透明性指令との関連においても、おそらく将来的には立法化に向けた措置がとられることになるものと思われる。

本稿は、インフォマテック社事件を中心として、ドイツにおける瑕疵ある情報に対する取締役員の個人責任に関する問題を扱ってきた。すでにその責

任が証券取引法に明定されているわが国とは異なり、比較法的な観点から参考に行ける部分はいまだ少ない状況であるかもしれない。しかし、わが国で実際に取締役員の責任追及がなされた判例および裁判例が少ないことからすると、今後の展開によっては解釈論として比較法的に参考となりうる部分も生じてくるであろう。本稿をそのための基礎的研究として位置づけ、今後のさらなる研究につなげたい。

-
- (1) 河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本〔第7版〕』65頁（有斐閣、2005）参照。
 - (2) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門〔新訂第二版〕』173-174頁（商事法務、2003）。
 - (3) さしあたり、近藤＝吉原＝黒沼・前掲書注(2)184頁のほか、岡田大＝吉田修＝大和弘幸「市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説－課徴金制度の導入と民事責任規定の見直し」商事法務1705号50頁（2004）、齋藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復と関係当事者への影響〔上〕」商事法務1714号18頁（2004）を参照。
 - (4) 近藤＝吉原＝黒沼・前掲書注(2)185-186頁、岡田＝吉田＝大和・前掲注(3)50頁、齋藤・前掲注(3)18頁を参照。
 - (5) この主張については、近藤＝吉原＝黒沼・前掲書注(2)185頁を参照。
 - (6) 平成16年法律第97号。
 - (7) 以下、ドイツ法にかかる叙述については、主としてインフォマテック社事件に関する判例評釈を含む次の文献によるほか（Edelmann, Haftung von Vorstandsmitgliedern für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen – Besprechung der Infomatec-Urteile des BGH, BB 2004, S. 2031; Fleischer, Zur deliktsrechtlichen Haftung der Vorstandsmitglieder für falsche Ad-hoc-Mitteilungen, DB 2004, S. 2031; Gerber, Die Haftung für unrichtige Kapitalmarktinformationen, DStR 2004, S. 1793; Haas, Die persönliche Haftung von Vorstandsmitgliedern für falsche Ad-hoc-Mitteilungen, LMK 2004, S. 181; Körner, Infomatec und die Haftung von Vorstandsmitgliedern für falsche ad hoc-Mitteilungen, NJW 2004, S. 3386; Kort, Die Haftung von Vorstandsmitgliedern für falsche Ad-hoc-Mitteilungen, AG 2005, S. 21; Leisch, Vorstandshaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen – ein höchstrichterlicher Beitrag zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland, ZIP 2004, S. 1573; Lenenbach, Fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung,

Schadensersatz Anleger/ “Infomatec II,” EWIR 2004, S. 961; Möllers, Der Weg zu einer Haftung für Kapitalmarktinformationen, JZ 2005, S. 75; Schulte, Die INFOMATEC-Rechtsprechung des BGH im Lichte des geplanten Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes, VuR 2005, S. 121)、さらに、Gottschalk, Die persönliche Haftung der Organmitglieder für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen de lege lata und de lege ferenda, Der Konzern 2005, S. 274; Semler/Gittermann, Persönliche Haftung der Organmitglieder für Fehlinformationen des Kapitalmarktes—Zeigt das KapInHaG den richtigen Weg?, NZG 2004, S. 1081; Spindler, Persönliche Haftung der Organmitglieder für Falschinformationen des Kapitalmarktes—de lege lata und de lege ferenda—, WM 2004, S. 2089についても参照した。

- (8) BGH, Urt. v. 19. 7. 2004—Az.: II ZR 402/02, NJW 2004, 2971; BGH, Urt. v. 19. 7. 2004—Az.: II ZR 217/03, NJW 2004, 2668; BGH, Urt. v. 19. 7. 2004—Az.: II ZR 218/03, NJW 2004, 2664.
- (9) なお、本稿に関連するドイツ法の先駆的な研究としては、すでに黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(1)(2)」法学協会雑誌105巻12号20頁以下(1988)、106巻1号74頁以下(1989)があり、当時の判例および学説の状況が詳細に検討されている。
- (10) たとえばEUの各種指令との関連において、ジェラルド・シュピンドラー＝正井章箒(訳)「ヨーロッパとドイツの資本市場法の発展〔上〕〔下〕」国際商事法務33巻8号1045頁以下、33巻9号1234頁以下(2005)を参照。
- (11) Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (4. Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21. Juni 2002, BGBl. I, 2002, S. 2010. 第4次資本市場振興法については、海外情報「ドイツ第4次資本市場振興法案の公表」海外情報1609号36頁(2001)、神作裕之「第4次資本市場振興法案について」金融法研究18号122頁(2002)、同「ドイツ資本市場法・株式会社法の動向」資本市場200号110頁(2002)などにおいて紹介されている。
- (12) ドイツ証券取引法37b条および37c条は、次のように規定する。
第37b条〔相場に影響を及ぼす事実を遅滞なく公表しなかったことによる損害賠償〕
(1)国内の取引所で取引を許可された有価証券の発行者が、自己の活動領域において発生した新事実のうち、公表されていない事実であり、かつ財産状況または財務状況もしくは発行者の一般的な事業経過に対して影響を生じさせる結果、取引を許可された有価証券の取引所価格に重大な影響を及ぼすのに足りる事実を、遅滞なく公表しないときは、発行者は、次の場合には、公表の不履行によって発生した損害を第三者に賠償しなければならない。

1. 第三者が公表の不履行の後に当該有価証券を取得し、かつ事実が公表される際になお当該有価証券の所持人である場合、もしくは、
 2. 第三者が当該事実の発生前に有価証券を取得し、かつ公表の不履行後に売却している場合。
- (2) 公表の不履行が故意または重大な過失によらないことを証明する者は、第1項により請求されることはない。
- (3) 第1項による請求は、第三者が第1項第1号の場合においては取得に際して、もしくは第1項第2号の場合においては売却に際して、公表されなかった事実を知っていた場合には、存在しない。
- (4) 第1項による請求は、第三者が公表の不履行を知り得た時点から1年、遅くとも公表の不履行から3年の時効にかかる。
- (5) 民法の規定により契約もしくは故意による不法行為に基づき行使されうるその他の請求は、妨げられない。
- (6) 第1項による発行者に対する請求の結果として、取締役員に対する発行者の請求があらかじめ軽減されるか、もしくは免除される合意の効力は生じない。

第37c条〔相場に影響を及ぼす事実に関する通知において不実の事実を公表したことによる損害賠償〕

- (1) 国内の取引所で取引を許可された有価証券の発行者が、相場に影響を及ぼす事実に関する通知において、自己の活動領域において発生したものであり、かつ公表されておらず、また財産状況または財務状況もしくは発行者の一般的な事業経過に対して影響を生じさせる結果、取引を許可された有価証券の取引所価格に重大な影響を及ぼすのに足りる不実の事実を公表するときは、発行者は、次の場合には、第三者が、事実が正確であることを信頼することによって発生する損害を賠償しなければならない。
1. 第三者が公表後に有価証券を取得し、かつ第三者が事実の不正確を知った際になお有価証券の所持人である場合、もしくは、
 2. 第三者が公表前に有価証券を取得し、かつ事実の不正確を知る前に売却している場合。
- (2) 事実の不正確を知らず、かつその不知が重過失に基づかないことを証明する者は、第1項により請求されることはない。
- (3) 第1項による請求は、第三者が第1項第1号の場合においては取得に際して、もしくは第1項第2号の場合においては売却に際して、事実の不正確を知っていた場合には、存在しない。
- (4) 第1項による請求は、第三者が事実の不正確を知り得た時点から1年、遅く

とも公表から3年の時効にかかる。

- (5) 民法の規定により契約もしくは故意による不法行為に基づき行使されうるその他の請求は、妨げられない。
- (6) 第1項による発行者に対する請求の結果として、取締役員に対する発行者の請求があらかじめ軽減されるか、もしくは免除される合意の効力は生じない。
- (13) Semler/Gittermann, a. a. O. (Fn. 7), S. 1081.
- (14) 後述の資本市場情報責任法の草案によれば、上場会社の機関構成員の民事法上の責任を創設することは、直接的に投資家の保護に役立ち、これによって間接的に投資情報の質の改善にも役立つとされる（Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz - KapInHaG), S. 10 f.を参照。これについては、<http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/Texte/Normen/KaPlnHaG-E%20Stand%2011.10.2004.pdf>において入手することができる）。
- (15) Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdnrn. 186では、資本市場の虚偽情報の提供にかかる責任として、取引所法を改正し、会社の諸事情に関する故意または重大な過失による虚偽の情報提供に対する上場会社の取締役員および監査役員の民事法上の責任を定めるよう立法者に提案されている。
- (16) 10項目プログラムのうち、第2項目である「故意または重大な過失による資本市場の虚偽情報にかかる投資家に対する取締役員および監査役員の個人責任の導入；投資家の請求権の集団的行使の改善」において、将来的には、有価証券の発行者、つまり会社自身が虚偽の情報に対して投資家に責任を負うだけでなく、補足的に、取締役員および監査役員も個人的に責任を負うものとするのが提案される。これについては、Köhler/Meyer/Mauelshagen, Umsetzungsstand des 10-Punkte-Plans der Bundesregierung zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Unternehmensintegrität, BB 2004, S. 2623, 2625を参照。
- (17) Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes vom 28. 10. 2004. 本法については、<http://217.160.60.235/BGBL/bgb11f/bgb1104s2630.pdf>において参照することができる。その簡潔な解説として、山田剛志「海外金融法の動向（ドイツ）」金融法研究21号157頁以下（2005）がある。
- (18) Gesetz zur Einführung von Kapitalanleger-Musterverfahren vom 16. 8. 2005, BGBI. I, S. 2437. 本法は、<http://www.bmj.bund.de/media/archive/996.pdf>において参照することができる。その内容については、討議草案の段階における海外情報「ドイツにおける投資家保護のための集団訴訟制度の導入」商事法務1701号56頁（2004）、ならびに政府草案の段階における拙稿「投資者の集団的権

利保護の可能性—ドイツにおける投資者モデル手続法 (KapMuG) 草案の策定」福岡大学法学論叢50巻1号1頁以下 (2005) を参照。

- (19) 本法の討議草案については、NZG 2004, S. 1042 ff. に所収されている。なお、この草案は、アウグスブルク大学の Möllers 教授のホームページにおいても入手することができる (http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/aktuelles/kapinhag_gestoppt.html)。
- (20) ただし、現在では、本法に関する連邦政府の法律草案は、ヨーロッパの規制に適合させたいとの理由から、経済界の強力な介入によって、当分棚上げされることになっている (Schulte, a. a. O. (Fn. 7), S. 121)。
- (21) Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 275.
- (22) BGH, Urt. v. 9. 5. 2005—II ZR 287/02, AG 2005, S. 609. 原審については、OLG München, Urt. v. 18. 7. 2002—19 U 5630/01, AG 2003, S. 105. 本件については、後掲注 (89) を参照。
- (23) OLG München, Urt. v. 20.4.2005—7 U 5303/04, NZG 2005, 518 = WM 2005, 1269—Comroad; OLG Frankfurt a.M., NZG 2005, 516 = WM 2005, 1266. 本件は、とりわけ1998年度の貸借対照表に掲げられた売上高の大部分および1999年度の中間報告書に掲げられた売上高の約98%が、でっち上げられた事案である。
- (24) Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 275.
- (25) Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 21 参照。
- (26) ここでは、発行者だけでなく、発行銀行についても含まれる。
- (27) ドイツ取引所法44条は、次のように規定する。

第44条〔不正確な取引所目論見書〕

(1) 有価証券の評価にとって本質的な記載事項が不正確または不完全である目論見書に基づいて、取引所取引を許可されている有価証券を取得した者は、取得行為が目論見書の公表後でかつ有価証券の第1回の新規上場 (Einführung) 後6ヶ月以内に締結された場合に限り、

1. 当該目論見書について責任を引き受けた者、および、
2. 当該目論見書を交付した者に対して、

取得価格が有価証券の最初の発行価格を超過しない限りにおいて取得価格の償還と引き換えに有価証券を引き受けること、および取得にかかるその他の費用の支払いを、連帯債務者として請求することができる。発行価格が確定されないときは、有価証券の新規上場後にはじめて確定されたかまたは形成された取引所価格を、国内の複数の取引所で同時に確定される場合または形成される場合においては最初の取引所最高価格を、発行価格とみなす。発行条件によりまたはその他の方法において第1文に掲げられた有価証券と区別されえない同一

の発行者の有価証券の取得には、第1文および第2文が準用される。

- (2) 取得者が有価証券の所持人でないときは、当該取得者は、取得価格が最初の発行価格を超過しない場合に限り、有価証券の取得価格と売却価格との間での差額の支払い、ならびに取得および売却にかかるその他の費用の支払いを要求することができる。第1項第2文および第3文が、適用される。
- (3) 外国に住所を有する発行者の有価証券が、外国においても取引所取引を許可されているときは、第1項または第2項による請求は、有価証券が国内で締結された取引、もしくは全部または一部について国内で提供された有価証券サービスに基づき取得された限りでのみ、存在する。
- (4) 発行者がその公表に基づき目論見書の公表義務を免除された、書面による説明は、目論見書と同等に扱う。
- (28) ドイツ販売目論見書法13条は、次のように規定する。

第13条〔瑕疵ある目論見書における責任〕

(1) 国内の取引所で取引を許可されていない有価証券、または第8f条第1項の意味における財産上の投資（Vermögensanlagen）の評価にとって本質的な有価証券目論見書法または販売目論見書の意味における目論見書の記載事項が不正確または不完全であるときは、取引所法の第44条ないし第47条の諸規定が、以下の条件とともに準用される。

1. 取引所法の第44条第1項第1文を適用する場合において、6ヶ月の期間の算定については、有価証券の新規上場に代えて、国内における最初の公募の時点を基準とする。
2. 取引所法の第44条第3項は、その有価証券が外国においても公募される、外国に住所を有する発行者に対して適用される。
3. 第8f条第1項の意味における財産上の投資にかかる販売目論見書の記載事項においては、取引所法の第44条および第45条は、第1号および第2号に関係なく、さらに以下の条件とともに適用される。
 - a) 有価証券に代えて財産上の投資とする。
 - b) 取得価格を取引所法の第44条第1項第1文および第2項による発行価格に制限することに代えて、最初の取得価格とする。
 - c) 取引所法の第44条第1項第2文および第45条第2項第5号は、適用されない。
 - d) 第45条第2項第2号における取引所価格に代えて、取得価格とする。

(2) (削除)

- (29) Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 24. 3. 1998, BGBl. I, 1998, S. 529. 第3次資本市場振興法については、海外情報「ドイツの第3次資本市場振興法案の概要」商事法務1473号40頁（1997）、神作裕之「第3次資本市場振興法—

投資会社法の改正を中心に」金融法研究15号136頁（1999）などにおいて紹介されている。

(30) Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1794.

(31) Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland, a. a. O. (Fn. 11), S. 2010.

(32) ドイツ有価証券取引法15条の旧条文は、次のように規定する。

第15条〔相場に影響を及ぼす事実の公表および通知〕

(1) 国内の取引所で取引を許可されている有価証券の発行者は、自己の活動領域において発生した事実であって、かつ公表されていない新事実が、財産状況または財務状況もしくは発行者の一般的な事業経過に対して影響を生じさせる結果、取引を許可された有価証券の取引所価格に重大な影響を及ぼすのに足りるとき、または取引を許可された社債の場合において義務を履行する発行者の能力を害しうるときは、遅滞なく、第15条第3項第1文に基づき、当該新事実を公表しなければならない。公表に際して使用された記号（Kennzahlen）は、商取引において一般に用いられるものでなければならず、かつ直近に使用された記号と比較できるものでなければならない。第1文の諸要件を明らかに満たさないその他の記載事項は、第1文の意味における公表義務のある事実と関係していても、公表されてはならない。第1文により公表された不実の事実は、第1文の諸要件がない場合においても、遅滞なく、第1文による公表において訂正されなければならない。連邦金融サービス監督機構は、事実の公表が発行者の正当な利益を害するのに足りるときは、申立てにより、発行者に対して公表義務を免除することができる。

(2) 発行者は、公表の前に、第1項により公表されうる事実を、次の者に通知しなければならない。

1. 有価証券の取引を許可する取引所の執行機関、
2. 有価証券がデリバティブの客体である限りにおいて、もっぱら第2条第2項の意味におけるデリバティブが取引される取引所の執行機関、および、
3. 連邦金融サービス監督機構。

第1項第2文ないし第4文は、第1文による通知に準用される。執行機関は、取引所価格の確定を中止すべきか、または停止すべきかどうかを決定する目的のためにのみ、公表の前に、第1文により自己に通知された事実を利用することができる。連邦金融サービス監督機構は、取引所価格の確定の中止または停止に関する執行機関の決定が妨げられないときは、外国に住所を有する発行者が、公表と同時に第1文による通知を行うことを許可することができる。

(3) 第1項第1文および第4文による公表は、

1. 少なくとも1紙の広域取引所公告紙において、もしくは、

2. 金融機関、信用制度に関する法律の第53条第1項第1文により活動する企業、国内に住所を有しかつ国内の取引所で取引の参加を許可されているその他の企業、および保険企業において広く普及している電子的に運用される情報伝播システムを通じて、

ドイツ語で行われなければならない。同時に英語で公表されることは、許される。連邦金融サービス監督機構は、十分な報告により公衆に危険を及ぼさないと思料されるときは、外国に住所を有する発行者が他の言語で行うことを許可することができる。その他の方法による公表は、第1文による公表の前は行ってはならない。連邦金融サービス監督機構は、広範な記載事項の場合において、完全な記載事項を発行者の支払地において無料で受け取ることができ、かつこのことが公表に際して摘示されるときは、第1文に基づく要旨が公表されることを許可することができる。

- (4) 発行者は、連邦金融サービス監督機構が第2項第4文により、第2項第1文による通知を公表と同時にを行うことを許可しなかった限りにおいて、遅滞なく、第3項第1文による公表事項を、第2項第1文第1号および第2号に定められた取引所の執行機関および連邦金融サービス監督機構に送付しなければならない。
- (5) 連邦金融サービス監督機構は、第1項ないし第4項において規制された義務の遵守を監視するのに必要な限りにおいて、発行者に情報の提供および資料の提出を要求することができる。発行者は、連邦金融サービス監督機構の職員および連邦金融サービス監督機構から委託された者に対して、彼らの任務の遂行に必要な限りにおいて、通常の業務時間中は自己の土地および営業所への立入りを許可しなければならない。第16条第6項および第7項は、準用される。
- (6) 発行者が第1項第2項または第3項による義務に違反するときは、発行者は、他人に対して、第37b条および第37c条の諸要件の下でのみ、このことから発生する損害を賠償しなければならない。その他の法的根拠に基づく損害賠償請求は、妨げられない。
- (33) Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1794.
- (34) Vgl. Leisch, a. a. O. (Fn. 7), S. 1573; Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 22; Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 276; Spindler, a. a. O. (Fn. 7), S. 2090.
- (35) Vgl. Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 276; Körner, a. a. O. (Fn. 7), S. 3386; Leisch, a. a. O. (Fn. 7), S. 1573; Lenenbach, a. a. O. (Fn. 7), S. 961. 実際、適時通知に対して目論見書責任を拡大することは、大胆な法創造であると述べる見解がある (Leisch, a. a. O. (Fn. 7), S. 1753 f.)。
- (36) Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 21.

- (37) Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 21.
- (38) Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 21 f.
- (39) Vgl. Edelmann, a. a. O. (Fn. 7), S. 2031; Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 22.
- (40) Vgl. Kort, a. a. O. (Fn. 7), 22.
- (41) これについては、椿寿夫=右近健男編『注釈ドイツ不当利得・不法行為法』〔右近健男〕（三省堂、1990）101頁を参照。
- (42) Vgl. Edelmann, a. a. O. (Fn. 7), S. 2031; Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2032; Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 276 f.; Körner, a. a. O. (Fn. 7), S. 3386 f.; Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 23; Leisch, a. a. O. (Fn. 7), S. 1574; Möllers, a. a. O. (Fn. 7), S. 75; Spindler, a. a. O. (Fn. 7), S. 2090.
- (43) Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 276. なお、Begründung Regierungsentwurf, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 14/8017, S. 87によれば、有価証券取引法15条の新たな規制は、民法823条2項の意味における保護法は問題にならないことを強調している。
- (44) ドイツ取引所法88条の旧規定は、次のように規定する。
- 第88条〔罰則規定〕
- 有価証券、新株引受権、外国通貨、商品、企業の成果に対する参加権を付与する持分または有価証券取引法の第2条第2項の意味におけるデリバティブの取引所価格、もしくは市場価格に影響を及ぼすために、次の行為をする者は、3年以下の自由刑または罰金を科される。
1. 有価証券、新株引受権、外国通貨、商品、持分またはデリバティブの評価に重大な事情について不実表示をなすこと、または既存の法規定に反してかかる事情を黙秘すること、もしくは、
 2. その他の欺罔を見込んだ手段を用いること。
- (45) Vgl. Edelmann, a. a. O. (Fn. 7), S. 2032; Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1795; Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 277; Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 23 f.; Haas, a. a. O. (Fn. 7), S. 181. なお、Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2032 f.によれば、後述するインフォマテック社事件に関連して、取引所法88条1項1号の旧条文の保護法的性質を否定することは驚くべきことではないとし、また取引所法88条の後任規定である有価証券取引法20a条1項1号に対する責任について、立法論的にはつきりすることが勧められる、と述べる。
- (46) いわゆる第2次経済犯罪対策法（Zweiten WiKG）に関する立法理由書であるBegründung, Regierungsentwurf zum Zweiten Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität, BT-Drucks. 10/318, S. 45.を参照。
- (47) Vgl. Edelmann, a. a. O. (Fn. 7), S. 2032; Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1795; Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 277; Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 23 f.; Spindler, a. a. O.

(Fn. 7), S. 2091. なお、反対の見解として、Schulte, a. a. O. (Fn. 7), S. 123によれば、取引所法88条の旧条文に対して、何ら保護法的な性質を付与しないという立法者の意思は、理解できないと述べており、Leisch, a. a. O. (Fn. 7), S. 1574もまた、取引所法88条の旧条文が保護法的性質を有しないとの見解に消極的である。

(48) ドイツ株式法400条1項1号は、次のように規定する。

第400条〔不正確な説明〕

(1) 取締役員または監査役員もしくは清算人として、次に掲げる行為をした者は、3年以下の禁錮または罰金の刑に処する。

1. 結合企業との関係を含む会社の事情を、財産状況に関する説明または概要において、もしくは株主総会における提案または解説において不正確に表現するかまたは隠匿する者であり、その行為が商法典の第331条第1号において処罰のおそれがない場合、

(49) Vgl. Edelmann, a. a. O. (Fn. 7), S. 2032; Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2033; Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1795; Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 277; Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 24; Möllers, a. a. O. (Fn. 7), S. 76; Schulte, a. a. O. (Fn. 7), S. 123; Spindler, a. a. O. (Fn. 7), S. 2091.

(50) Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 277.

(51) Vgl. Edelmann, a. a. O. (Fn. 7), S. 2032; Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2033; Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1795; Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 277; Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 24; Möllers, a. a. O. (Fn. 7), S. 76; Schulte, a. a. O. (Fn. 7), S. 124.

(52) Vgl. Edelmann, a. a. O. (Fn. 7), S. 2032; Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2033; Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1796; Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 277; Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 24; Möllers, a. a. O. (Fn. 7), S. 76; Schulte, a. a. O. (Fn. 7), S. 124; Spindler, a. a. O. (Fn. 7), S. 2091.

(53) Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 277.

(54) 本条の訳は、椿＝右近他編・前傾注(41)〔右近〕115頁を参照した。

(55) Vgl. Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2034.

(56) 未必の故意については、vgl. Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 277 f.; Kort, a. a. O. (Fn. 7), S. 25; Lenenbach, a. a. O. (Fn. 7), S. 962.

(57) Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1796.

(58) Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1796.

(59) ドイツ取引所法45条は、次のように規定する。

第45条〔責任の排除〕

(1) 目論見書の記載事項が不正確または不完全であることを知らず、かつこの不知が重大な過失によらないことを証明する者には、第44条による請求をな

すことができない。

(2)第44条による請求は、次の場合に限り、存在しない。

1. 有価証券が目論見書に基づき取得されなかった場合、
2. 目論見書に不正確または不完全な記載事項が含まれている事実関係が、有価証券の取引所価格の低下に寄与しなかった場合、
3. 取得者が、取得に際して目論見書の記載事項の不正確または不完全を知っていた場合、
4. 取得行為の締結の前に、発行者の年度決算書または中間報告書、有価証券取引法の第15条による公表またはこれと同様の公告の枠内において、明示された不正確または不完全な記載事項の訂正箇所が国内において公表された場合、もしくは、
5. 取得行為の締結が、もっぱら要約部分または翻訳部分における記載事項に基づき生じる場合。ただし、要約部分が目論見書の他の部分と共に読まれる場合において、当該要約部分が誤導をとまなうものであり、不正確なまたは矛盾したものである場合は、この限りではない。

(60) Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1796.

(61) Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1796.

(62) Vgl. Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1796.

(63) なお、「投資感情 (Anlagestimmung)」の概念は、黒沼・「証券市場における情報開示に基づく民事責任(2)」前傾注(9)106頁では、「投資雰囲気」と訳されている。

(64) Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1796 f. ただし、この投資感情は、単に目論見書を公表しなかったという不作為だけでは生じえないとされる (Vgl. Möllers, a. a. O. (Fn. 7), S. 78)。

(65) Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 278.

(66) Vgl. Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 278.

(67) Vgl. Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2035; なお、原状回復の方法により損害を算定する見解としては、Leisch, a. a. O. (Fn. 7), S. 1575;

(68) Vgl. Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2035.

(69) Vgl. Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 278.

(70) Vgl. Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 278.

(71) BGH, Urt. v. 19. 7. 2004—Az.: II ZR 402/02, NJW 2004, 2971.

(72) BGH, Urt. v. 19. 7. 2004—Az.: II ZR 217/03, NJW 2004, 2668.

(73) BGH, Urt. v. 19. 7. 2004—Az.: II ZR 218/03, NJW 2004, 2664.

(74) Lenenbach, a. a. O. (Fn. 7), S. 962.

(75) Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2036.

- (76) Vgl. Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2034.
- (77) Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2034.
- (78) Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2034.
- (79) Vgl. Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2034.
- (80) たとえば、Edelmann, a. a. O. (Fn. 7), S. 2033; Gerber, a. a. O. (Fn. 7), S. 1797; Gottschalk, a. a. O. (Fn. 7), S. 279; Leisch, a. a. O. (Fn. 7), S. 1575; Möllers, a. a. O. (Fn. 7), S. 78.
- (81) Vgl. Fleischer, a. a. O. (Fn. 7), S. 2035.
- (82) Vgl. Möllers, a. a. O. (Fn. 7), S. 79.
- (83) Möllers, a. a. O. (Fn. 7), S. 79.
- (84) Lenenbach, a. a. O. (Fn. 7), S. 962.
- (85) Lenenbach, a. a. O. (Fn. 7), S. 962.
- (86) Vgl. Haas, a. a. O. (Fn. 7), S. 182.
- (87) Körner, a. a. O. (Fn. 7), S. 3388.
- (88) Körner, a. a. O. (Fn. 7), S. 3388.
- (89) BGH, Urt. v. 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, NZG 2005, S. 672. 本件の事実の概要は、次のとおりである。

「原告らは、2000年3月初頭から2000年12月1日までの期間に、EM.TV社（被告(1)）の株式を取得した。その取締役会会長が被告(2)であり、財務担当取締役が被告(3)であった。EM.TV社の株価は、1997年10月30日（上場開始時点）には18,15ユーロにあったが、2000年2月には約116ユーロにまで達した。しかしその後、2000年11月末には約20ユーロにまで低下し、EM.TV社により利益配当に関する注意書が2000年12月1日付で発行された後は、株価は10ユーロ以下にまで低下した。原告らは、主として虚偽の適時通知ならびにその他の会社の営業の過程に関する被告(2)および(3)の情報に基づき、EM.TV社の株式を取得したとの主張により、被告らに損害賠償を請求した。申立てにかかる虚偽の情報については、以下の複雑な事実関係に基づいている。①EM.TV社の発展に最も重要なJ社の買収に関する2000年2月21日の適時通知、②EM.TV社の歴史上最も重要な契約の締結であった18億アメリカドルでのFグループの買収に関する2000年3月22日の適時通知、③2000年8月24日の適時通知として公表されたEM.TV社の半期収支に関する四半期報告書（この報告書では、J社およびFグループの売上げおよび業績の貢献度について言及しているが、不適切な195%での連結売上げの増加が表示されていた。この表示を訂正する2000年10月9日の通知が、急激な株価の暴落につながった）、④2000年5月8日から2000年11月28日までに繰り返された被告(2)および(3)の公式の売上げ予想（2000年度については約16億マルクの売上げと約6億マルクの税引き利益が期

待されるという予想)、⑤2000年12月1日の利益配当の注意書(13億8000万マルクでの売上げ見込みが、3億5000万マルクの欠損に訂正されると同時に、2001年5月2日にEM.TV社の取締役は、最終的に28億マルクでの連結損失を計上した)」。

これに対して、連邦通常裁判所は、2000年3月初頭から株式を取得した原告らの上告のみ許可し、主として「①瑕疵ある適時通知に対する、民法826条による株式会社の取締役員の個人責任については、たとえば実際の取引価格と、適切な情報の開示が行われた場合において形成されたであろう価格との間での差額における投資家の差額に基づく損害のみ、賠償されうるものではない。むしろ、投資家は、自己が取得した株式と引換えに、あるいは一当該株式がその間に売却されたことにより現存しない限りでは一当該株式の売却価格を算入して、自己が支払った取得価格の補償による原状回復を要求することができる。②虚偽の適時通知を通じて取締役員が行った良俗違反の故意による加害行為について、原状回復による連帯責任は、(機関についての社団の責任を定める)民法31条の類推により責任を負う株式会社もまた負担する。損害に対する補償としての原状回復は、出資の返還の禁止(株式法57条)や自己株式の取得の禁止(株式法71条)に関する特別な株式法上の債権者保護規定によって制限されるものではないばかりか、排除されるものでもない」、と判旨している。

(90) Hutter/Stürwald, EM.TV und die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen, NJW 2005, S. 2428, 2430.

(91) 前傾注(20)を参照。

(92) Transparenzrichtlinie 2004/109/EG, ABl. Nr. L 390,38. この指令については、http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/5_kapitalmarktrecht/090_transparenz_ril/において入手することができる。