慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	ドイツ法における目論見書責任と会社の過失
Sub Title	Zur Prospekthaftung nach dem deutschen Wertpapierprospektgesetz (WpPG)
Author	島田, 志帆(Shimada, Shiho)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2016
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.89, No.1 (2016. 1) ,p.215- 236
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	宮島司教授退職記念号
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20160128-0215

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

ドイツ法における目論見書責任と会社の過失

島田志帆

一、はじめに
二、目論見書責任の構造
(一) 目論見書責任の沿革と法的性質
(二) 目論見書責任の概要
三、目論見書責任における会社の過失
(一) 一九九八年改正の立法理由
(二) 会社の過失の判断対象と判断基準
四、結びに代えて

一、はじめに

平成二六年金融商品取引法改正により、流通市場における不実開示による会社の責任は過失責任化された（同法二一条の二第二項）。その責任のあり方については、同改正後もなお、政策論的・立法論的検討の必要性が主張されているところでもある(1)。他方、欧米に目を向けてみると、かかる責任を過失責任する法制としてドイツ法が

ある。[2] そこで本稿では、会社の過失の意義や不実開示に係る規制のあり方を検討するための参考として、ドイツ法における目論見書責任（有価証券目論見書法（以下、目論見書法）（WpPG）二一条以下）と会社の過失に関する議論を紹介することとしたい。[3]

二、目論見書責任の構造

㈠ 目論見書責任の沿革と法的性質

会社と投資家との情報格差を是正するには、投資家に対し、会社及び発行される有価証券について適切な情報が提供される必要がある。判例によれば、目論見書とは、一般に投資に関心を持つ者にとって最も重要かつ頻繁な情報源を意味するものであり、その投資判断の基礎を形成するものとされる。[4] 目論見書の公表を義務づける法律は複数存在しているが、[5] その中心的法律である目論見書法における目論見書とは、国内で有価証券の公募を行うため、又は組織市場での取引許可を得るために作成されるものをいう（目論見書法一条一項）。

目論見書の基本形は上場目論見書（Börsenzulassungsprospekt）であり、その沿革は一八九六年取引所法の成立に遡る。同法は、上場申請する者に上場目論見書の公表を義務づけるとともに、当初から不正確・不完全な目論見書に対する発行者の責任を結びつけていた。当時の立法者は、発行者が目論見書に対して確実に責任を負うのでなければ、目論見書は投資家公衆に対して、その機能を果たし得ないと考えていたとされる。[6] 十分な情報提供を行うインセンティブを発行者に与えることによって、投資家に投資判断に必要な専門的な知識を与え、もって効率的・機能的な資本市場を実現するという機能はドイツでは予防（Prävention）機能といわれることもあり、損害填補機能と並んで重視されている。[7]

目論見書責任に関する規制は、一九八〇年代後半から数多の立法と改正を重ねており、二〇〇五年からいわゆる集団訴訟制度も導入されているが[8]、転換点となるのは、一九九八年第三次資本市場振興法による取引所法の改正（以下、一九九八年改正）である。それまで目論見書責任に関しては、解釈上多くの問題が指摘されており、一九八〇年代までにその構成要件は時代遅れになっていた[9]。また、一九九〇年代には、グローバル化する金融市場を前に、ドイツ資本市場の競争力強化――新規企業の上場促進、金融機関による株式発行の支援――は喫緊の課題と認識されるようになり、目論見書責任の現代化――投資家保護を改善し、従来の規定による発行者・発行補助者の法的な不安定さを除去し、もって責任主体と投資家との利害を調整する規制を創出する[10]――もその一環とされたのである[11]。他方、EU法は、責任規制に関してはほとんど影響を与えていない。目論見書に関する規制自体は現在ではEU指令に基づいて展開されているが、責任に関しては、二〇〇三年目論見書指令（Richtlinie 2003/71/EG）六条は、責任を負うべき者が目論見書に記載されること及び民事責任を負うことを要求するに過ぎないため、既に取引所法で目論見書責任を規定していたドイツにおいては、同指令の基準は何ら本質的な影響を与えなかった[12]。目論見書責任に関係する近時の主要な改正としては、二〇一〇年目論見書指令（Richtlinie 2010/73/EU）に伴う法改正（以下、二〇一〇年改正）があり、これによって、目論見書責任は取引所法から目論見書法に移行され、それまで別の法律で規定されていた有価証券の公募時に要求される目論見書の責任についても、上場目論見書とともに目論見書法において統一的に規制されることになったが、責任の基本構造に本質的な変更はない[13]。目論見書責任に関する規制のあり方は基本的に各国の民事法に委ねられており[14]、EU指令に適合した解釈をする必要性は低いため、その解釈としては、むしろドイツ法固有の問題となる[15]。

目論見書責任の法的性質については争いがあり、法定の信頼責任であるとする見解と不法行為法を基礎に置く見解[16]とに大別できる。前者の見解は、一九七〇年代にいわゆるグレーマーケットにおいて投資パンフレット（プ

ロスペクト）を用いた投資勧誘が社会問題化したときに形成された判例法理――虚偽のプロスペクトを作成し、あるいはこれを用いて勧誘した者は、投資家に対して契約締結上の過失（culpa in contrahendo）に基づく信頼責任を負う――と軌を一にする見解である[17]。講学上、かかる責任は一般私法上のプロスペクト責任（Allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung）といわれており、特別法上の目論見書責任とは区別される[18]。他方、後者の見解は、不法行為法の領域において展開されてきたいわゆる社会生活上の義務（Verkehrspflicht）違反の考え方を基礎に置くものである[19]。いずれの見解も、アプローチの違いこそあれ、契約法や不法行為法の原則論では補えない領域を問題とするものであり[20]、この争いの実際上の意味はあまりないとされる[21]。

㈡ 目論見書責任の概要

目論見書法は二一条以下に、瑕疵ある上場目論見書に関する責任（二一条）とその責任排除の要件（二三条）を定めている。それ以外の目論見書については、瑕疵がある場合の責任（二二条）と不作成の場合の責任（二四条）とが定められ、二五条は、責任制限についての合意は効力を有しない旨、契約又は不法行為に基づく民法上の請求権は排除されない旨を規定する。二二条には基本的に二一条が準用されるので、以下では、二一条と二三条を中心に概要のみ述べる[22]。

第二一条【瑕疵ある上場目論見書に関する責任】

（1）有価証券の評価にとって本質的な事項が不正確又は不完全である上場目論見書に基づいて、有価証券を取得した者は、

1．当該目論見書に関して責任を引き受けた者、及び

2. 当該目論見書の作成元とされる者

に対し、これらを連帯債務者として、取得価額（第一回発行価額を超えない部分に限る。）及び取得に要したその他の費用の償還と引換えに、当該有価証券を譲り受けるよう請求することができる。但し、取得契約が、目論見書公表後に締結されたものであって、当該有価証券の第一回銘柄登録の六ヶ月以内に締結された場合に限る。発行価額が確定していないときは、当該有価証券の銘柄登録後初めて確定又は形成された取引所価格を発行価額とみなす。②複数の国内取引所において当該取引所価額が同時に確定又は形成されている場合には最も高い取引所価額を用いる。③第一文にいう有価証券と、外観上の特徴やその他の方法では区別できない同一発行者の有価証券の取得については、第一文及び第二文を準用する。

（2）取得者が有価証券の所持人でなくなっているときは、当該有価証券の取得価額（第一回発行価額を超えない部分に限る。）とその譲渡価額の差額に、当該取得及び譲渡に伴うその他の費用を加えた価額の支払を請求できる。②第一項第二文と第三文の規定は適用される。

（3）・（4）〔省略〕

第二三条【責任の排除】

（1）目論見書の記載についての不正確又は不完全を知らず、かつ、当該不知が重過失に基づくものではないことを証明する者に対しては、第二一条又は第二二条に基づく請求をすることができない。

（2）第二一条又は第二二条に基づく請求権は、次の各号のいずれかに該当する場合には、生じない。

1. 当該有価証券が当該目論見書に基づいて取得されなかった

2. 当該目論見書において不正確又は不完全に記載されている事実が、当該有価証券の取引所価格の下落をもたらさなかった

3．当該目論見書の記載についての不正確又は不完全を取得時点で取得者が知っていた

4．取得契約の締結前に発行者の年次決算もしくは中間報告、有価証券取引法第一五条に基づく情報開示、又はそれと同等の開示において、不正確又は不完全な記載事項が国内において明確に訂正された

5．〔省略〕

（i）目論見書責任の基本構造

目論見書責任とは、目論見書公表後六ヶ月以内に、本質的な部分に不正確又は不完全な記載（以下、虚偽記載）のある目論見書によって有価証券を取得した者が、当該目論見書につき責任を引き受けた者、即ち会社又は銀行に対し、その取得価額及び諸費用と引換えに、当該有価証券を譲り受けるよう請求できる、というものである。完全な損害賠償請求ではなく、むしろ解除権に相当する点に特徴がある。(23)

もっとも、責任追及できる取得者には、目論見書公表後であって、銘柄登録された時点（又はドイツ国内において初めて公募された時点）から六ヶ月以内に取得した者であれば、虚偽記載の発覚後に当該有価証券を譲渡し、既に証券を占有していない者も含まれ、また、六ヶ月以内の取得者であれば、第一取得（そもそもの銘柄登録又は公募時の取得）か第二取得（例えば市場での取得）であるかを問わない。(24)これは、証券の占有者しか責任追及できないとされていた旧法時の批判に応えたものである。(25)目論見書責任は、新規発行に応じて有価証券を取得した者のみならず、その後の流通過程で取得した者に対する責任も含むことになる。(26)

立法者によれば、取得期間を制限したのは、利害関係人に対する法的安定性の確保のほか、上場目論見書が有価証券取得の基礎としては比較的短期間しか援用されないという実務を考慮したものであり、さらに、責任主体に対し、瑕疵ある目論見書の責任を可視可能にするため――現在の所持人以外も原告適格を有するため、その責

任が発行総額に限定されるという保証はない――であるとされる。[27]

その期間が六ヶ月とされたのは、判例上形成されてきた投資雰囲気（Anlagestimmung）の法理――投資家の購入決定に決定的な投資雰囲気が目論見書によって生み出されている間に取得した者については、目論見書によって取得したことが事実上推定されるとの考え方であり、判例では最長一二ヶ月とされる[28]――を考慮したものであることが示唆されている。また、米国の一九三三年証券法一一条を例示して、それより短い期間と設定されたのは、例えば発行者に無過失の目論見書責任を一二ヶ月負わせるというのは厳格に過ぎ、ドイツにおけるリスクキャピタルのための法的条件を改善する必要性から、より短い期間が提示されたとする[29]。つまり、比較的短期の取得期間が設定されたのは、判例上も肯定される期間であったことのほか、リスクキャピタル支援という政策判断もあったといえる。

取得者が取得した有価証券（株式）は旧株、即ち目論見書公表前に発行されていた株式であってもよいので、結果的に、目論見書責任は、目論見書の公表時点で既に流通している同種類の株式に及ぶ。この取扱いは、原告側は通常、新株を取得するか旧株を取得するかを決めることはできず、有価証券振替決済制度上もそのような証明は実際上不可能なためである[30]。外観上、旧株と新株と区別して発行しておくことによって――例えば異なるＩＳＩＮコードを付す――、被告側が旧株についての責任を否定することはできるが[31]、そのような手段を事前に採っておくかについては、株式の流動性等を考慮して会社及び銀行が決定しておく必要がある[32]。

損害額は、初めての発行価額を上限として、取得価額及び諸費用に法定される。取得者が口頭弁論終結前までに譲渡した場合には、譲渡価額と取得価額の差額が損害額になり、譲渡価額が取得価額を超えている場合には損害はないことになる[33]。この損害額の制限は、立法者によれば、被告側に危険負担を可視可能にさせるためであり、もってリスクキャピタルの供給を支援するためとされる[34]。もっとも、これによって原告側も、因果関係の難問

――虚偽記載により、あるいはそれ以外の状況によってどの程度、発行価額からの株価の上昇が引き起こされたのか――について解放されることになる。[35]

要するに、目論見書責任においては、流通過程の一定の取得者にも原告適格を認め、損害額や因果関係に関する立証上の負担に配慮する一方、取得期間及び損害額の上限を法定することによって、被告の責任の範囲を制限するという考え方が採られている。[36]

（ii）関係者間の利害調整

責任主体として会社のみならず、銀行も名を連ねている点が特徴的である。ドイツにおいては、上場は古くから銀行主導で行われてきている。また、上場会社が増資する場合も、銀行が全ての新株を引受け、後に株主に売り渡す方法が一般的である。[37] 一八九六年取引所法の立法資料からは、責任主体を「発行者」と規定することもできたはずであるのにそうしなかったのは、実際に有価証券の発行を実行に移す銀行に責任を負わせるべきとの理解があったためであるとも指摘されている。[38] 他方、会社の取締役や監査役は、背後者（Hintermänner）として目論見書の作成元といえる場合を除いて、目論見書責任を負うことはない。[39] 経済検査人や決算検査人、鑑定人等の専門家も、原則として目論見書責任は負わないと解するのが多数である。[40]

問題とされているのは、取得した有価証券（株式）と引換えに取得者即ち株主が目論見書責任を追及しうるということが、株式法が規定する出資払戻禁止原則（株式法五七条）及び自己株式取得禁止原則（同法七一条以下）と抵触しうるという点である。（旧）株主が、会社の破産時のために債権者に残されている財産を縮減し、（将来の）株主との関係で株主間の不平等を招いてしまうという問題であるが、資本市場における会社の責任の段階的な拡大化に伴い、この対立の法政策的・理論的意味は先鋭化しているとも指摘されている。[41]

簡単に見解を整理すると、かつては株式法の原則が目論見書責任より優先するとの見解もあったが[42]、判例及び現在の学説は、①株式法の優位性は一部制限されるという見解と、②目論見書責任が株式法の原則に一般的に優先するとの見解に大別できる。①は、古くから判例が取ってきた立場であるが、株式の取得行為を引受行為とその後の取得行為に区別し、前者は資本構成に参加する場面であるので原則として株式法が優先し、自由財産が存在する限りで取得者は目論見書責任を追及できるが、他方、後者については、売買と同じく金銭を対価として物を取得する行為であるので、目論見書責任が常に株式法の原則に優先するという考え方である。もっとも、先に述べたように、銀行がまず全株を引き受けて後に株主に売り渡す方法が採られるため、取得者は通常、株式法の原則に優位して目論見書責任を追及できることになる[43]。②の理由付けとしては、一九九八年改正の立法者が目論見書責任は株式法の特別法であることを理由書の中で明言していること[44]、EU法の観点からも目論見書責任が株式法の原則に優位すると解すべきこと[45]、取得者が会社に対して損害賠償責任を追及する場合（ドイツ民法三一条）については、株式法の原則は制限又は排除されるとの立場を判例が取っていること[46]、などが挙げられている[47]。結局、株式の取得行為を引受行為とその後の取得行為に区分する判例の考え方は観念的なものに過ぎず、流通過程の取得者についていえば、目論見書責任は株式法の原則に優位するという点では両説に差異はないといえるが、②の立場からは立法的解決が要求されている[48]。

（ⅲ）目論見書責任の排除

責任を排除する六つの事由が目論見書法二三条に規定されている。同条一項は、被告側が虚偽記載について知らなかった又は知らなかったことについて重過失がなかったことを立証できる旨を定め、これは過失責任である目論見書責任の立証責任を転換した規定と解されている[49]。詳しくは節を改めて述べる。

また被告側は、取得者が目論見書によって有価証券を取得しなかったことを立証して責任を免れることができる。これは、いわゆる責任設定的因果関係（Haftuntsbegründe Kausalität）の存在を推定し、被告側に反証の責任を負わせたものであり[50]、立法者によれば、上述した投資雰囲気の法理に基づいている[51]。この法理は、立証困難な因果関係の存在を事実上推定することによって原告側の立証責任を緩和するものであるが、それまで原告側は少なくとも投資雰囲気が生み出されていたことを立証する必要があったところ、一九九八年改正により、六ヶ月以内に取得したという事実のみを立証すればよくなったとされる[52]。被告側は、原告が目論見書の公表後六ヶ月以内に取得しなかったこと、あるいは、六ヶ月以内に取得したが当該目論見書によらずに取得したことを立証すれば因果関係の存在を否定できるほか[53]、投資雰囲気が生み出されなかったことの反証も可能であるが、投資雰囲気の可能性で既に因果関係の推定には十分とする判例の傾向からすると、実際上この抗弁が認められることはほとんどないとされる[54]。

被告側は、虚偽記載によって株価が下落しなかったこと、即ち責任充足的因果関係（Haftungsausfüllende Kausalität）――の不存在を立証することもできる。もっとも、株価の下落が他の事情とともに引き起こされたというだけでは不十分であって、実際上この立証はほとんど成功しないとされる[55]。例えば会社の格付けの引下げや破産のように、目論見書以外の原因が株価下落をもたらしたことの具体的な立証が必要であるとされる[56]。

三、目論見書責任における会社の過失

㈠ 一九九八年改正の立法理由

一九九八年改正前の旧規定においては、目論見書責任は過失責任とされていたものの、目論見書の記載が不正

確な場合と不完全な場合とでは過失基準が異なるものとされていた。即ち、記載が不正確の場合は、知っていたか又は重過失により知ることができなかった場合に責任を負うのに対し、いわば不作為にあたる不完全の場合については、悪意で（bösilich）黙秘したか、悪意によって調査を懈怠した場合に責任を負うものとされていた[57]。一九九八年改正はこの区別を除去し、記載が不正確か不完全かを問わず、それを知らなかった又は知らなかったことについて重過失がないことを被告側が立証すれば、責任は排除されるものとした。

一九九八年改正では、重過失がなければ（軽）過失があっても被告は責任を負わないこととされたわけであるが、このように被告の責任が緩和されている理由については、目論見書責任においては法律行為的な接触が断念されているという状況を調整するためであるとし、また、責任の基準を厳格化してしまうと、特に幹事銀行を萎縮させ、その結果、改正法が追求するリスクキャピタル支援という目的が危うくなると述べられている[58]。もっとも、リスクキャピタル支援の目的に関していえば、経済的観点からはむしろ責任を厳格化すべきとも主張されていた[59]。課題とされていたのは、契約当事者ではない取得者に対して責任を負うことを民事法的に基礎づけることの困難さであり、それが責任緩和の主な理由であったといえる[60]。

さらに立法者は、発行者（会社）と幹事銀行とでは、目論見書作成の領域において要求される注意義務は異なり、前者は後者より厳格なものが求められるとする。即ち、会社は、企業の状況を明らかにする全データに関する知識を有しており、それゆえ、最も広範囲な情報の基礎を意のままにできるのに対し、幹事銀行はもっぱら、会社及び第三者によって任意に処理を任された情報のみを入手できるに過ぎないのだから、幹事銀行の注意義務は、第一に、正確性と完全性の観点から提示されたデータを調査することに限定され、個々の事案において、不正確及び不完全性についての具体的な端緒が存在するような場合に会社と比肩しうる徹底した調査義務が生じうる、という。立証責任が転換されているのも、危険領域の原則――判例上、損害賠償請求訴訟に関して、被告の

危険領域内で生起した出来事については被告に証明責任を課すという、証明責任転換の法則が形成されている[61]――に従い、原告の立証は実際上不可能であることを考慮したものであるとされる[62]。

以上によれば、被告の過失に係る改正に関しては、もっぱら銀行についての責任緩和が意図されていたといえる。学説上も、過失に関して議論の対象とされているのは銀行であり、幹事銀行とコンソーシアムの構成員に過ぎない銀行とでは注意義務の基準は異なるものと解されている[63]。

(二) 会社の過失の判断対象と判断基準

学説においても、会社と銀行との注意義務の程度は異なり、前者は後者より高度なものが要求されるということに異論を見ない。このような考え方は基本的に、重過失の存否は、債務者自身の主観的事情を考慮してなされるというドイツ民法の伝統的な考え方に合致している。

即ち重過失とは、判例上、取引上要求されている注意義務に著しく違反すること、個々の場合において彼に明らかであったはずのことをしないままに行為することをいい、その存否の判断は、客観的な観点からだけでなく、債務者自身の主観的事情を考慮して判断されるものとされてきている[64]。従って、目論見書責任においても同様に、責任の名宛人がどのように行動すれば虚偽記載を避けることができたかについては、主観的な観点から判断されることになり[65]、行動するその人自身の専門的・一般的知識さらにはその認識状況によっても異なることになる[66]。その結果、目論見書の内容に対する帰責性と情報への近さとの間には直接の関連性が存在することになり[67]、責任の名宛人が情報に近ければ近いほど、彼に課せられる注意義務はますます重くなるという帰結が導かれる[68]。

従って、情報の近さでいえば、全ての情報をその領域に有し、まさに情報そのものである会社については、高い注意義務が課されることになる。原則として会社は調査義務を課されるべきあって、それゆえ、ひとたび虚偽

記載が発覚すれば、会社に注意義務違反がなかったことを証明することはほとんど考えられないとされる。[69] 会社による無重過失の証明はいわゆる悪魔の証明（probatio diabolica）であるといわれ、[70] 事実上不可能であると考えられている。

会社の過失が問題となった裁判例は少ないが、[71] 比較的近時のものとして、目論見書の作成元とされる者――会社と同じく情報そのものであるため、会社と同様に高い注意義務を負うべきとされる――に目論見書責任が認められた事例がある。[72] 連邦通常裁判所は、甲株式会社（以下、甲社）の基本資本の七三％を保有する親企業（個人商人A）が目論見書の作成元にあたるとしたうえ、甲社が上場しないまま公募した社債に関する目論見書には、Aが甲社と締結している利益支払契約に関して、Aの指示によって甲社にとって不利な利益支払が行われる可能性がある旨の記載がなかった点について、「適切な条件（Ausgewogene Kondition）」の社債であるとの記載が不完全であると認めた。被告側は、目論見書作成に関連する法的疑問の全てについて証人B（弁護士）と討議し、一部については目論見書におけるリスク指示の方法と範囲に関する法的鑑定書を求め、支配契約及び利益支払契約の存在や意味についてどの程度記載すべきかBと討議したと主張したが、裁判所は、専門家による鑑定が、投資家を啓蒙するためでなく、ただ責任の軽減のためになされている場合には不十分であり、不利な指示によって投資家の償還請求権が危険にさらされることはわずかな記載で可能であったとして、重過失がないことについての証明は認められないとした。

また、やや古い事案で地裁判決に留まるものであるが、企業買収に際しての調査が不十分であったとして、会社に目論見書責任が認められた事例がある。[73] 裁判所は、重過失の有無は、取締役の株式会社に対する注意義務（株式法九三条一項）に従い、業務執行に際して取締役が通常の商人としての注意を尽くしたかどうかによって判断されるべきであって、デューデリジェンスをして注意深く分析していれば買収対象会社の重大な組織的欠陥が

発見されたであろうし、デューデリジェンスをしなかったとしても、取締役は、買収契約に基づく保証請求権を行使しうるために、引継後遅滞なく当該買収対象会社の監督について状況を概観しなければならなかったことに重過失があることを認めた。同判決については、理由も明らかにせずに注意義務の基準として取締役の株式会社に対する内部的な注意義務を採用したと批判する見解もあるが[74]、企業買収の場合、会社にはデューデリジェンスの義務があるとする結論自体は支持されている[75]。

なお、責任主体が法人である場合、過失の有無はその組織（Organisation）における自然人について判断されるべきものとされており[76]、従って、基本的には機関（取締役）の過失について法人が責任を負うことになる[77]。従業員の過失については、目論見書責任の法的性質を契約法的に考えるとすれば、履行補助者の過失について債務者が責任を負う旨を規定するドイツ民法二七八条の適用が問題になる一方[78]、不法行為的に考えるとすれば、使用者責任に関するドイツ民法八三一条に基づき、被用者の選任・監督義務に違反した場合にのみ法人は責任を負うことになるが、いわゆる組織過失の理論のもと、経営組織及び補助者の監視についての組織義務が厳しく求められてきているため、この場合でも法人（会社）の免責は容易ではないことが示唆されている[79]。

四、結びに代えて

目論見書責任の制度設計に関しては、新規上場促進とリスクキャピタルの支援という政策判断を背景に、六ヶ月という短期の取得期間と損害額の法定によって、被告の責任の範囲を制限しようとする考え方が見られる。もっとも、単なる政策判断として責任軽減が図られたわけではなく、投資家側も因果関係や損害額の立証から解放されるように設計されており、投資家と責任主体との適切な利害調整が探求されている。

関係者の利害調整が銀行を中心に図られていることも特徴的である。目論見書責任においては、銀行が実質的な責任主体となっているため、実際上、会社への責任追及が問題となることは少ないといえるが、会社が責任主体となることの構造的な問題はドイツでも認識されており、流通過程の取得者が株式法の原則に優位して会社に対して目論見書責任を追及しうるという結論には異論はない[80]。

過失責任の意義は、もっぱら銀行の責任緩和にあるといえる。会社の過失については、重過失は主観的観点から判断されるべきという判例の立場を前提に、組織における自然人について判断されることになるものの、会社は情報そのものであるとして、重過失のなかったことの立証はほぼ不可能と解されている。

（1）田中亘「流通市場における不実開示による発行会社の責任―インセンティブの観点から―」飯田秀総ほか編『落合誠一先生古稀記念商事法の新しい礎石』（有斐閣、二〇一四年）八五七頁以下等。

（2）ドイツの特別法上、有価証券の取得者に対して会社が負う責任としては、発行市場に関する目論見書責任と、流通市場に関する適時開示責任（有価証券取引法（WpHG）三七b、三七c条）とがあるが、後者は、前者に依拠して設計されたものの、内部者情報の不開示・不実開示に関する制度としての独自性を有する一方、前者は、目論見書公表後六ヶ月以内の取得者であれば旧有価証券の取得者であっても責任追及が可能とされ、流通市場における責任も含んでいる。

（3）先行研究として黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(一)(二)」法協一〇五巻一二号一頁以下（一九八八年）、一〇六巻一号七四頁以下（一九八九年）、河内隆史「ドイツ取引所法における『目論見書責任（Prospekthaftung）』」新報一〇八巻九・一〇号一五七頁以下（二〇〇二年）、岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー　開示制度・不公正取引・業規制編』（有斐閣、二〇一一年）一四六頁以下がある。

（4）BGHZ 190, 7ff.

（5）財産投資保護法（VermAnlG）六条、資本投資法（KAGB）一六四条。なお、有価証券の取得及び買付に関する

法律（WpÜG）一一条。

（6） Leuering, Die Neuordnung der gesetzlichen Prospekthaftung, NJW 2012, 1905.

（7） Habersack in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Aufl., 2013, §29 Rn.1; Wackerbarth in: Holzborn, WpPG Kommentar, 2. Aufl., 2014, Rn.11 WpPG §21-23. 岩原ほか・前掲注（3）一四六頁「神作裕之発言」。

（8） 久保寛展「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―」福岡五〇巻一号一頁以下（二〇〇五年）、福田清明「ドイツの『資本市場法上の争訟におけるムスタ手続に関する法律（KapMuG）』の二〇一二年改正―消費者の集団的権利保護制度の一翼を担うKapMuG―」明治学院ロー一八号一〇五頁以下（二〇一三年）参照。なお、現在のところ時限立法であり、二〇二〇年まで延長されている。

（9） Groß, Kaptalmarktrecht, 5. Aufl., 2012, Rn.2 §21 WpPG; Assmann in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl., 2014, §5 Rn.3. 黒沼・前掲注（3）「証券市場(一)」三三頁以下参照。

（10） Assmann, Fn.9, §5 Rn.13.

（11） Gesetzesentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz), BT-Drucks 13/8933, S.54, 55f.

（12） Wackerbarth, Fn.7, Rn.7 WpPG §21-23.

（13） Leuering, Fn.6, 1906 ff.; Assmann, Fn.9, §5 Rn.118. なお、二〇一〇年改正に関して松井秀征「有価証券目論見書法の改正」金融法一九号一一四頁以下（二〇一三年）。

（14） Mülbert/Steup in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 3. Aufl., 2013, §41 Rn.2.

（15） Canaris, Bankvertragsrecht, 2. Aufl., 1981, Rn.2277; Hopt, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, 1991, S.48 Fn.133; Schwark in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., 2010, Rn.7 BörsG §§44, 45; Hamann in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, 2. Aulf., 1. Lfg., 2006, Rn.36 §§44, 45 BörsG; Groß, Fn.9, Rn.9 §21 WpPG.

(16) Assmann, Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht, 1985, S.252ff, 273ff; v. Bar, Vertrauenhaftung ohne Vertrauen, ZGR 1983, 476, 496ff., Habersack, Fn.7, §29 Rn.3.

(17) Vgl. Hopt, Fn.15, S.48 Fn.133; Hamann, Fn.15, Rn.36 §§44, 45 BörsG.

(18) 一般私法上のプロスペクト責任に関して黒沼・前掲注（3）「証券市場(二)」八八頁以下、今西康人「第三者の契約責任について―ドイツにおけるプロスペクト責任を手懸りとして―（一）（二完）」商大論集三六巻五・六号一二三頁以下（一九八五年）、三七巻五号八九頁以下（一九八六年）等。

(19) ハイン・ケッツ＝ゲルハルト・ヴァーグナー著、吉村良一＝中田邦博監訳『ドイツ不法行為法』（法律文化社、二〇一一年）六四頁以下、椿寿夫＝右近健男編『注釈ドイツ不当利得・不法行為法』（三省堂、一九九〇年）九二頁以下参照。

(20) Vgl. Schwark, Fn.15, Fn.6 BörsG §§44, 45; Pankoke in: Just/Voß/Ritz/Zeising, Wertpapierprospektgesetz (WpPG) und EU-Prospektverordnung, 2009, Prospekthaftung Rn.15. ドイツ民法には我が国の民法七〇九条のような意味での一般的不法行為責任の規定が存在していない。ドイツ法では「不法行為」責任が狭溢であり、体系的に欠陥があったために保護されない被害者を保護するために「契約締結上の過失」責任が展開されていたとされる（潮見佳男「投資取引と説明義務―投資交渉における自己決定権侵害と説明義務・情報提供義務―」先物取引被害研究三〇号九一頁（二〇〇八年））。

(21) Schwark, Fn.15, Rn.6 BörsG §§44, 45; Groß, Fn.9, Rn.9 §21 WpPG. 資本維持原則と目論見書責任の関係、不法行為に関する特別規定（ドイツ民法八三〇条・八三一条）の適用可能性、準拠法については違いが生じうるが、取引所法上の限定的な目論見書責任が、不法行為法と契約法のグレーゾーンにおける一般的学説によって侵害されるべきではないとされる。

(22) 条文の邦訳については日本証券経済研究所編『新外国証券慣例法令集　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、二〇〇八年）一四一頁以下、三五四頁以下等を参考にした。

(23) Wackerbarth/Eisenhardt, Gesellschaftsrecht II Recht der Kapitalgesellschaften, 2013, Rn.824.

(24) Groß, Fn.9, Rn.70 §21 WpPG; Habersack, Fn.7, §29 Rn.70; Wackerbarth, Fn.7, Rn.56 WpPG §21-23; Hamann, Fn.15, Rn.121 §§44, 45 BörsG; Hauptmann in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung Handbuch, 2000, §3 Rn.123.

(25) 旧法時の議論について黒沼・前掲注（3）「証券市場㈠」五四頁参照。

(26) なお、適時開示責任（有価証券取引法三七ｂ、三七ｃ条）が導入されるのは、二〇〇二年第四次資本市場振興法による証券取引法の改正時である。

(27) BT-Drucks, Fn.11, S.77.

(28) Groß, Fn.9, Rn.70 §21 WpPG. 判例では四ヶ月（OLG Frankfurt WM 1996, 1216）、五ヶ月（BGH WM 1984, 586, 596）、最長一二ヶ月（BGHZ 139, 225, 232）としたものがある。なお、黒沼・前掲注（3）「証券市場㈠」四七頁以下、河内・前掲注（3）一六七頁以下参照。

(29) BT-Drucks, Fn.11, S.77.

(30) 旧法時の議論について黒沼・前掲注（3）「証券市場㈠」五〇頁以下参照。

(31) Wackerbarth, Fn.7, Rn.55 WpPG §21-23; Pankoke, Fn.20, Rn.3 §§44 BörsG, 13 VerkProspG. Vgl. BT-Drucks, Fn.11, S.77.

(32) Groß, Fn.9, Rn.69 §21 WpPG; Schäfer, Stand und Entwicklungstendenzen der spezialgesetzlichen Prospekthaftung, ZGR 2006, 40, 48.

(33) Pankoke, Fn.20, Rn.61 §§44 BörsG, 13 VerkProspG.

(34) BT-Drucks, Fn.11, S.78.

(35) Pankoke, Fn.20, Rn.61 §§44 BörsG, 13 VerkProspG.

(36) なお、消滅時効に関しては、取引の迅速性の観点から、不実記載を知った時から六ヶ月間（後に一年間に延長）、遅くとも目論見書の公表時から三年間とする旨が規定され、これはリスクキャピタル支援の目的にも資するものとされていた（BT-Drucks, Fn.11, S.81）。しかし、二〇一〇年改正時には同規定は目論見書法には引き継がれず、ドイツ民法一九五条、一九九条が適用されることとなった結果、目論見書責任に係る請求権は、債権者が請求権を基礎づけ

る事情及び債務者を知った年の終了の時から三年間、遅くとも一〇年間で消滅するものとなっている（Leuering, Fn.6, 1906）。

（37）間接的新株引受権（株式法一八六条五項）について高橋英治『ドイツ会社法概説』（有斐閣、二〇一二年）二七〇頁以下参照。

（38）Erman, Zur Prospekthaftung aus §45 Börsen-Gesetz, AG 1964, 327, 328.

（39）「目論見書の作成元とされる者」（目論見書法二一条一項二号）には一般に、独自の取引上の利益を有する者が理解され、かかる利益を有する取締役はこれに該当し、そのほか、コンツェルンの支配会社や持分を譲渡しようとする大株主、目論見書の作成に影響力を与えた監査役会構成員などが含まれるとされる（Groß, Fn.9, Rn.35 §21 WpPG）。

（40）Harbersack, Fn.7, §29 Rn.30; Mülbert/Steup, Fn.14, §41 Rn.81; Wackerbarth, Fn.7, Rn.49 WpPG §21-23; Hamann, Fn.15, Rn.100 §§44, 45 BörsG; Schwark, Fn.15, Rn.12 BörsG §§44, 45; Assmann, Fn.9, §5 Rn.158. なお、一般私法上のプロスペクト責任は問題になりうる。

（41）Pankoke, Fn.20, Rn.74f. §§44 BörsG, 13 VerkProspG.

（42）Lutter in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd.1, 2. Aufl., 1988, Rn.69 §71.

（43）RGZ 71, 97, 99; RGZ 88, 271, 272; OLG Frankfurt ZIP 1999, 1005; Henze, Vermögensbindungsprinzip und Anlegerschutz, NZG 2005, 115, 117ff. 但し、間接的新株引受権の方法による株式取得を引受行為と解すべきとする見解もある（Schwark, Fn.15, Rn.13 BörsG §§44, 45）。

（44）BT-Drucks, Fn.11, S.78.

（45）瑕疵ある資本市場情報に対する発行者責任（二〇〇四年透明性指令（Richtlinie 2004/109/EG）六条、七条）は構成要件的に第二会社法指令（Richtlinie 77/91/EG）一五条二項の払戻禁止にあたらず、目論見書責任（二〇〇三年目論見書指令六条）に関しても、出資払戻原則に抵触するのであれば、国内法の立法者は会社を責任主体としないこともできたはずであるとする（Mülbert/Steup, Fn.14, §41 Rn.7）。なお、目論見書義務違反に基づく発行者の国内法上の責任はEU法の準則と矛盾しないとする欧州裁判所の判決として、EuGH GesRZ 2014, 42.

（46）BGH NJW 2005, 2450.

（47） Groß, Fn.9, Rn.14 §21 WpPG; Hamann, Fn.15, Rn.83f. §§44, 45 BörsG; Harbersack, Fn.7, §29 Rn.8; Mülbert/Steup, Fn.14, §41 Rn.6f.; Fleischer, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? in: Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, 2002, F74; Hopt in: Baumbach/Hopt, HGB, 35. Aufl., 2012, Rn.5 §44 BörsG. なお，破産時には一般債権者に劣後する見解として，Langenbucher, Kapitalerhaltung und Kapitalmarkthaftung, ZIP 2005, 239, 244f.

（48） 前注（47）の Fleischer や Groß 参照。

（49） BT-Drucks, Fn.11, S.80; Mülbert/Steup, Fn.14, §41 Rn.104; Leuering, Fn.6, 1906. 但し，特に二四条に関して，近時は過失責任を前提とした責任ではないとする見解も有力になりつつある（Vgl. Becker in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., 2014, Rn.14 WpPG §24）。

（50） Sittmann, Die Prospekthaftung nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, NZG 1998, 490, 494; Mülbert/Steup, Fn.14, §41 Rn.96.

（51） BT-Drucks, Fn.11, S.80.

（52） Groß, Fn.9, Rn.70 §21 WpPG. a.A. Ellenberger, Prospekthaftung im Wertpapierhandel, 2001, S.41f.

（53） Pankoke, Fn.20, Rn.23 §45 BörsG.

（54） Pankoke, Fn.20, Rn.25f. §45 BörsG. なお判例は，個々の具体的事例において，例えば消極的なプレスリリースの発行により生み出された投資雰囲気が後になくなったことの立証を認めているが（BGH WM 1984, 586, 596; OLG Bremen AG 1997, 420, 421），当該事案以上にほとんど意味をもたないと評価されている。

（55） Pankoke, Fn.20, Rn.28 §45 BörsG; Sittmann, Fn.50, 492; Hamann, Fn.15, Rn.260 §§44, 45 BörsG; Mülbert/Steup, Fn.14, §41 Rn.102; Schwark, Fn.15, Rn.58 BörsG §§44, 45.

（56） Mülbert/Steup, Fn.14, §41 Rn.102; Schwark, Fn.15, Rn.58 BörsG §§44, 45. Vgl. BT-Drucks, Fn.11, S.80.

（57） 黒沼・前掲注（3）「証券市場(一)」四三頁以下参照。

（58） BT-Drucks, Fn.11, S.80. なお，学界は，重過失に過失基準を制限することは国際的に見ても反しており，法政策

的にも時代遅れであるとして、責任の厳格化を要求していたとされる（Vgl. Fleischer, Fn.47, F60; Hopt, Fn.15, Rn.80, 170）。

(59) Grundmann/Selbherr, Börsenprospekthaftung in der Reform, WM 1996, 985, 989; Hamann, Fn.15, Rn.214 §§44, 45 BörsG. a.M. Groß, Fn.9, Rn.74 §21 WpPG.

(60) Hamann, Fn.15, Rn.214 §§44, 45 BörsG. Vgl. Canaris, Fn.15, Rn.2276; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rn.11.192 S.1024. なお、岩原ほか・前掲注（3）一四六頁以下［神作裕之］参照。

(61) 池田粂男「危険領域論の現状」民訴雑誌三八号二四四頁以下（一九九二年）参照。

(62) BT-Drucks, Fn.11, S.80.

(63) Groß, Fn.9, Rn.79ff. §21 WpPG. なお、黒沼・前掲注（3）「証券市場①」六四頁以下参照。

(64) Grundmann in: Münchner Kommentar zum BGB, Bd.2, 6. Aufl., 2012, Rn.94f. §276, Rn.3 §277; Löwisch/Caspers in: J. von Staudingers Kommentar zum BGB, Buch 2 §§255-304, Rn.98ff. §276. 目論見書責任に関して Groß, Fn.9, Rn.75 §21 WpPG 及び同注325の文献参照。

(65) Hauptmann, Fn.24, §3 Rn.104; Assmann, Fn.9, §5 Rn.182; Groß, Fn.9, Rn.75 §21 WpPG; Hamann, Fn.15, Rn.213 §§44, 45 BörsG; Pankoke, Fn.20, Rn.20 §45 BörsG.

(66) Groß, Fn.9, Rn.75 §21 WpPG; Harbersack, Fn.7, §29 Rn.38.

(67) Harbersack, Fn.7, §29 Rn.38.

(68) 前掲注（66）（67）に挙げた文献のほか、Wackerbarth, Fn.7, Rn.91 WpPG §21-23; Sittmann, Fn.50, 494; Mülbert/Steup, Fn.14, §41 Rn.105; Schwark, Fn.15, Rn.48 BörsG §§44, 45; Pankoke, Fn.20, Rn.9 §45 BörsG.

(69) Pankoke, Fn.20, Rn.9 §45 BörsG.

(70) Fleischer, Fn.47, F62; Pankoke, Fn.20, Rn.10 §45 BörsG.

(71) 近時、ドイツテレコムに対する目論見書責任追及訴訟が集団訴訟として連邦通常裁判所で結審したが、二〇〇〇年公表の目論見書に虚偽記載が認められ、因果関係と過失に関して審理するよう差し戻されている（BGH ZIP 2015, 236）。

（72） BGH WM 2012, 2147, 2153.

（73） LG Frankfurt/Main ZIP 1998, 641, 644. 但し、一九九八年改正前の事案である。

（74） Hommelhoff=van Aerssen, EwiR 1998, 579, 580; Hamann, Fn.15, Rn.218 §§44, 45 BörsG. a.A. Ellenberger, Fn.52, S.44f.

（75） Krämer/Baudisch, Neues zur Börsenprospekthaftung und zu den Sorgfaltsanforderungen beim Unternehmenskauf, WM 1998, 1161, 1171; Ellenberger, Fn.52, S.45; Mülbert/Steup, Fn.14, §41 Rn.106.

（76） Groß, Fn.9, Rn.73 §21 WpPG; Pankoke, Fn.20, Rn.4 §45 BörsG.

（77） ドイツ民法三一条が（類推）適用されるとするものとして、Ellenberger, Fn.52, S.44; Pankoke, Fn.20, Rn.9 §45 BorsG. Vgl. Zimmer/Grotheer in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., 2010, Rn.53, 54 WpHG §§37b, 37c.

（78） Assmann, Fn.16, S.337f. Vgl. Zimmer/Grotheer, Fn.77, Rn.53 WpHG §§37b, 37c.

（79） Assmann, Fn.16, S.337. 一般私法上のプロスペクト責任に関する記述であるが、論者は目論見書責任についても同じく不法行為的性質を理解している。なお、組織過失については吉村＝中田・前掲注（19）一四一頁以下、潮見佳男「ドイツにおける組織過失の理論」『現代における物権法と債権法の交錯』（有斐閣、一九九八年）一九一頁以下参照。

（80） なお、会社のみを責任主体とする適時開示責任（有価証券証券取引法二七b、二七c条）でこの問題は先鋭化するが、株式法の原則に優先するとする多数説を前提に、経済効率性や法政策的観点からの議論がなされている（Vgl. Zimmer/Grotheer, Fn.77, Rn.11ff. WpHG §§37b, 37c）。