

ドイツの内部者取引規制—EU法を踏まえて—

同志社大学 船津浩司

はじめに

ドイツの内部者取引規制は、EU法の影響を色濃く受けている→本報告では、ドイツの有価証券取引法（Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)：以下「証券取引法」）14条をはじめとしたドイツの現行法制度を基本に据えたうえで、その基礎となるEU法、とりわけ2003年に採択された市場濫用指令（Marktmissbrauchsrichtlinie：以下「濫用指令」）¹およびその解釈の状況にも適宜言及。

I. 内部者取引に係る実体的規律

1. 総説

A) 規律の趣旨

EU法

「共同体金融市場の完全性を確保すること、および、当該市場に対する投資者の信頼を向上させること」（濫用指令前文）

「市場の円滑な運営は、投資家の信頼(Vertrauen)に大きく依存する。この信頼は、とりわけ、投資家が平等に取り扱われ内部者情報の不当な使用(unrechtmäßig Verwendung)から保護されているという保証が投資家に与えられていることに基づいている。」(89年指令前文)

∴「投資家の信頼」の(少なくともひとつの)内容=投資家の平等取り扱い(後述 Georgakis 判決、Spector 判決、Geltl 判決も参照)

ドイツ法も同様

B) 規律の概要

「内部者情報 (Insider-Information)」を有する者が、当該内部者情報を用いて当該内部者情報に係る金融商品の売買を行い、あるいは他人に売買することを推奨し、あるいは当該内部者情報を他の者に伝達する行為を禁止。

2. 内部者情報

A) 総説

EU法

¹ 2003/6/EC

「一もしくは複数の金融商品の発行者 (Emittent) または一もしくは複数の金融商品に関する、精確な (präzis) 未公表の情報であって、それが公表されれば、当該金融商品の相場 (Kurs) または当該金融商品と関連づけられた派生金融商品の相場に重大な (erheblich) 影響を及ぼすのにふさわしい (geeignet) 情報」(濫用指令 1 条 1 項)

ドイツ法

「内部者証券の一若しくは複数の発行者又は内部者証券そのものに関係し、これが公となった場合には内部者証券の取引所価格又は市場価格 (Börsen- oder Marktpreis) に重大な影響を及ぼすのにふさわしい、公表されていない状況 (Umstände) についての具体的な (konkret) 情報」(証券取引法 13 条 1 項 1 文)。

⇒「精確性」「価格影響力」「証券または発行者との関連性」「未公表」の要件

B) 精確性

EU 法

「その情報によって、存在しているか将来における存在の十分な蓋然性を前提とすることができる一連の状況 (Umstände)、または、発生しているか将来における発生の十分な蓋然性を前提とすることができる事象 (Ereignisse) が想起される場合であって、金融商品または関連する派生金融商品の価格に対する、当該一連の状況または事象のありうべき効果に関する決定が行える程度に、当該情報が特定されている (spezifisch) 場合には、情報は精確であると見なされる」(施行指令² 1 条 1 項)

∴「発生・存在の十分な蓋然性」と「情報の特定性」を要求

ドイツ法も同様

① 第三者関連性

取引を行った内部者自身の内心・意図が内部者情報たりうるか?

ドイツ法

後ほど自らが買い推奨することを秘匿して有価証券を買う行為は、後に自分が行為を行う意図を利用したものであっても、内部者取引に該当しない (BGH³)

∴精確性の中に「第三者関連性」が含まれる

EU 法

むしろ内心も「内部者情報」となりうるのが前提 (Georgakis 判決⁴)

② 段階的プロセスの場合

段階的プロセスで進む場合に、それぞれの段階で内部者情報となるのか、それともトータル

² 2003/124/EC

³ BGH NJW 2004, 302, 303

⁴ C-391/04

タルで一つの内部者情報として取り扱うべきか？

EU 法

肯定（欧州証券規制当局委員会（CESR）ガイドライン⁵、Geltl 判決⁶）

※いずれも問題とされているのは適時開示対象としての「内部者情報」該当性

ドイツ法も同様

③蓋然性

発生の蓋然性と価格影響力とは、それぞれ別個独立の要件と解すべきか、それとも蓋然性の程度は価格への影響力の大きさとの関連で判断されるべきか？

EU 法

別個に判断すべきである←沿革・規定構造等（Geltl 判決）

ドイツ法も同様か

「精確」であるためにはどれだけの発生の蓋然性が必要か？

ドイツ法

発生可能性が 50%以上ある場合に認められる（多数説）

EU 法

高度の蓋然性は要求せず。「既に判明している手掛かりの包括的評価（eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte）」によって、発生等が「現実的に期待（tatsächlich erwartet werden）」できるか（Geltl 判決）

④特定性

価格影響力の該当性判断（D）参照）と類似するが、価格影響力テストとは異なり影響力の大きさは問題とならず

EU 法

a.投資家がいったん公になれば当該情報が関連する金融商品等の価格にどのように影響を与えるかを確信をもって評価することができる場合、b.それを知ったら直ちに市場参加者がそれを基礎として取引をするような場合（CESR ガイドライン）

※もともと、加盟国の国内裁判所において特定性に関する判断は分かれている模様

C)発行者あるいは証券関連性

ドイツ法

特定性の要件（B）③参照）および価格影響力（D）参照）とは切り離された独立した要件

⁵ CESR, Level 3- second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-526b, July 2007.

⁶ C-19/11

としての意義はない。

D) 価格影響力（相場関連性：Kursrelevanz）

僅かな価格変動が生じるのみの場合であっても内部者情報に該当するとしてしまうと、有価証券取引を強く阻害してしまうため。

価格影響力はどのような評価基準を用いるべきか？

EU 法

「賢明な (verständig) 投資家ならばその投資判断の基礎の一部として用いることが通常であるような情報」（施行指令 1 条 2 項）

ドイツ法

「賢明な (verständig) 投資家が当該情報を投資判断に際して考慮するような場合」（証券取引法 13 条 1 項 2 文）

では、「賢明な (verständig) 投資家」とはいかなる投資家か？

ドイツ法

- ・「平均的な賢明な」投資家説
- ・「賢明で、市場に精通し」「全ての利用可能な情報を与えられた」投資家説

どの程度価格への影響力を有する蓋然性があれば内部者情報たりうるか？

EU 法

「価格に重大な影響力を有しがちな (be likely to have a significant effect)」（濫用指令の英文）→「単なる可能性 (mere possibility) だけでは十分ではないが、確実性に近い蓋然性 (probability close to certainty) が必ず存していなければならないという訳でもない」

ドイツ法も同様

どの程度の証券の価格変動があ（ると見込まれ）れば「重大な影響」があるといえるか？

EU 法

閾値の設定はボラティリティの違いなどを考えれば適切でない。むしろ、以下の点を考慮する（CESR ガイドライン）

- i) 会社の活動をトータルで見た、事項・事象の予測される重大性 (magnitude)
- ii) 金融商品価格の主要決定要因との関係での情報の関連性 (relevance)
- iii) 情報源の信頼性
- iv) 当該金融商品価格に影響を与える市場変数（価格、リターン、ボラティリティ、流動性、金融商品間の価格関連性、総量、需要、供給）

その際の指標として、

- a.過去に価格に対する重大な影響力を有した情報と同様のものであるか
 - b.それまでのアナリストレポート等により価格が反応したか
 - c.会社自身が過去に同様の事象を内部者情報として取り扱っていたか、
- という点も考慮する。

ドイツ法

①情報そのものが市場における価格形成に対する重大な影響力を有する性質のものであるか→②意思決定の時点で存在したまたは予見しうる個々の事例の全ての特異な状況につき、それが価格に顕著な影響を与える特性を増加させるか減少させるか、の二段階判断（連邦金融監督庁（BaFin）発行者マニュアル⁷）

E)未公表

公表の意義

EU法

適時開示：「情報の公表に関しては、開示すべき内部者情報を有する会社は、権限ある当局によって特定された開示機構を用いるべき」

内部者取引：「当該特定の方法によって発行者により開示がなされていない場合であっても、情報が公共に供されているとされる。このことは、不適切な開示を通じて情報が公になったのが発行者によるものであるか第三者を通じたものであろうと妥当」（CESR ガイドライン）

ドイツ法

利害関係を有する各市場参加者が、情報を知りうる可能性を有する（圈内公開性⁸：Bereichsöffentlichkeit）かどうかが決め手（通説）

公表に当たらない事例：①発行者がアナリストミーティングで特定のアナリストに対して伝達した場合、②総会場で情報が伝達された場合

3. 内部者

EU法

第一次内部者＝①管理機関、指揮機関もしくは監督機関の構成員、②発行者の株主等、③「その労働（Arbeit）、職務（Beruf）または任務（Aufgabe）に基づき」情報を入手した者、④「犯罪行為に基づいて（aufgrund ihrer kriminellen Aktivitäten）」情報を有した者（濫用指令 2 条）

第二次内部者＝①～④以外（濫用指令 4 条）

ドイツ法

第一次内部者＝①発行者または発行者の結合企業の業務執行機関もしくは監督機関の構

⁷ Emittentenleitfaden

⁸ 川口ほか・民商 461 頁（洲崎）参照。

成員又は無限責任社員、②発行者または発行者の結合企業の株主等、③職務 (Beruf)、活動 (Tätigkeit) または任務 (Aufgabe) に基づいて定めに従って (bestimmungsgemäß) 情報を取得した者、④犯罪行為の準備又は遂行に基づいて情報を有した者 (証券取引法 38 条)
第二次内部者 = ①～④以外 (証券取引法 39 条参照)

A)職務等に基づき情報を入手した者

ドイツ法

- ・職務等と内部者情報の獲得との間の因果関係 (Ursachenzusammenhang) が存在
- ・定めに従って (bestimmungsgemäß) = 単なる偶然に (zufällig) 又は何かの折に (bei Gelegenheit) ではなく内部者情報を入手したこと

B)第二次内部者

ドイツ法

- ・情報獲得の方法・出所は第二次内部者該当性には影響しない。
- ・第一次内部者に由来する必要なし
- ・情報が内部者情報であることを認識

4. 禁止行為とその効果

A)取引禁止

EU 法

第一次内部者につき、「当該情報の利用の下で (unter Nutzung)、自己または他人 (fremd) の計算で、自らまたは間接的に、当該情報に係る発行者の有価証券を取得または譲渡すること」を禁止 (濫用指令 2 条 1 項)。また、第二次内部者にも同様の禁止 (濫用指令 4 条)。

ドイツ法

「内部者情報の使用の下で (unter Verwendung) 有価証券を自己または第三者の計算のためにまたは他人のために取得または譲渡すること」を禁止 (証券取引法 14 条 1 項 1 号)。故意 (vorsätzliche) 行為の場合には 5 年以内の自由刑又は罰金 (Geldstrafe) (証券取引法 38 条 1 項 1 号)、軽率な (leichtfertig) 行為の場合には 1 年以内の自由刑又は罰金 (証券取引法 38 条 4 項)。

内部者情報の「利用 (Nutzung)」・「使用 (Verwendung)」の意義

ドイツ法

- ・内部者情報の「使用 (Verwendung)」とすることで、主観的要素が不要であることが明らかに←2004 年改正前は内部者情報の「悪用 (Ausnutzung)⁹」要件とされており、経済的

⁹ 英語版では、89 年指令は “taking advantage of that information”、濫用指令は “using that information” とされる。“Ausnutzung” “ausnutzen” の語感に関しては、松井秀征「インサイ

利点の獲得の意図などの主観的要素の存在が必要だが証明が非常に困難だった

・「使用」の概念の下で、行為者の行為と内部者情報を知ることとの間の因果関係の要件を読み込む→内部者情報が行為者の行為に対する影響を何らもちえない場合には、「使用」が存在しない

EU法

「内部者情報を有する第一次内部者が、取引禁止規定に違反して取引した場合には、内部情報を『利用』したとする、反証可能な推定が働く」(Spector 判決¹⁰)…加盟国法(の解釈)の修正が必要?

主観的要件

ドイツ法

・故意～問題の取引が内部者証券についての取引であることを知っていること。故意の内容には、内部者情報が未公表であること、価格影響力があることが含まれる。価格影響力の詳細な評価ができることまでは必要はない。

・軽率～命じられた注意を大幅に (in einem ungewöhnlich hohe Maße) 怠ること。刑事法における軽率性は、民事法の重過失 (Grobe Fahrlässigkeit) に相当¹¹。軽率性は、客観的構成要件の全てに存在する必要あり。

B)伝達禁止

EU法

取引禁止に服する者は、「第三者に内部情報を伝達する (weitergeben) こと」も禁止。ただし、「そのような開示が、労働、職務の行使 (Ausübung) 又は任務の遂行 (Erfüllung) の通常の枠内で (in normalen Rahmen) 行われた場合」は、この限りでない(濫用指令 3 条 a)。

ドイツ法

「権限なく (unbefugt)、他の者に内部者情報を知らせ (mitteilen) 又はアクセス可能とする (zugänglich machen) こと」を禁止。第一次内部者による故意行為については 5 年の自由刑又は罰金が科せられる犯罪行為 (証券取引法 38 条 1 項 2a) ~d) 号)。第一次内部者の軽率な行為または第二次内部者の故意もしくは軽率な行為は、20 万ユーロ以下の過料 (Geldbuße) に処せられる秩序違反 (証券取引法 39 条 2 項 3 号)。

目的は、内部者情報を知る者の範囲を、可能な限り小さくすることで、内部者取引の危険性を可能な限り低減すること

ダー取引規制に関する比較法的研究・序説」平成 22 年度委託調査研究会活動報告『目指すべき資本市場のための規制・法制の改革』(資本市場研究会、2011 年) 248 頁注 16 参照。

¹⁰ C-45/08

¹¹ Wessels/Beulke, Strafrecht Allgemeiner Teil, 41. Aufl., Rn.622. その機能としては、証明責任の緩和にあるという指摘もあり。

禁止に該当しない場合

EU 法

任務遂行等に「不可欠 (strengt nødvendig)」でなければならない (Grøngaard 判決¹²) →89 年指令下の事例であるが、文言が同じ濫用指令にも妥当する判示と理解されている

ドイツ法

BaFin 発行者マニュアル～比較的広く例外を認めている

主観的要件

ドイツ法

・故意～関連情報が内部者情報であることを知っていること、および、第三者がこの内部者情報を認識することを知り、又は計算に入れて容認して (damit rechnen und dies in Kauf nehmen) いること。例：掃除婦が紙の内容について認識することを知らずに、内部者情報を含む紙をゴミ箱に捨てた場合には、故意の伝達は存在しない。

・軽率～例：書付を置きっぱなしにしていた、なんでもしやべってしまう、コンピューターをパスワード保護せずに部屋を出て他の者に内部者情報のアクセスを可能としていた

C) 推奨禁止

EU 法

「内部情報に基づいて、当該情報が関係する金融資産の取得又は譲渡を推奨し (empfehlen) 又は他の者をそそのかす (verleiten) こと」を禁止 (濫用指令 3 条 b))。

ドイツ法

「内部者情報に基づいて、内部者証券の取得若しくは譲渡を推奨し、又はその他の方法で他の者をこれへとそそのかす (verleiten) こと」を禁止 (証券取引法 14 条 1 項 3 号)。第一次内部者による故意行為については 5 年の自由刑又は罰金が科せられる犯罪行為 (証券取引法 38 条 1 項 2a) ~d) 号)、第一次内部者の軽率な行為または第二次内部者の故意もしくは軽率な行為は、20 万ユーロ以下の過料に処せられる秩序違反 (証券取引法 39 条 2 項 4 号)。

趣旨～利用禁止や伝達禁止の潜脱防止

内部者情報を開示して行う必要はない。推奨行為と内部者情報との因果関係は必要。

その他の方法でのそそのかし～意思への影響全般を規律。

D) 未遂

EU 法

未遂も制裁対象 (濫用指令 2 項 1 項)。ただし、取引禁止のみに妥当 (伝達・推奨禁止は対象外)

¹² C-28/99

ドイツ法

未遂は取引・伝達・推奨すべてについて処罰対象（証券取引法 38 条 3 項）。

既にそれによって投資家の信頼が揺るがされ、資本市場の機能能力が危殆化する、というのが未遂処罰の根拠。

E) 共犯

ドイツ法

共犯規定も適用あり。

II. エンフォースメント

1. 国家による制裁

※ドイツにおける内部者取引に対する制裁の規定構造

	第一次内部者		第二次内部者	
	故意	軽率	故意	軽率
取引	刑事罰：5 年以内の自由刑 又は罰金（38 条 1 項 1 号） ※未遂処罰（38 条 3 項）	刑事罰：1 年以内 の自由刑又は罰金 （38 条 4 項 1 号）	刑事罰：5 年以内 の自由刑又は罰金 （38 条 1 項 1 号） ※未遂処罰（38 条 3 項）	刑事罰：1 年以内 の自由刑又は罰金 （38 条 4 項 1 号）
伝達	刑事罰：5 年以内の自由刑 又は罰金（38 条 1 項 2 号） ※理論的には 39 条 2 項 3 項で秩序違反もあるが秩 序違反法 21 条 ¹³ により刑事 罰のみ ※※未遂処罰（38 条 3 項）	秩序違反：20 万ユ ーロ以下の過料 （39 条 2 項 3 号）	秩序違反：20 万ユ ーロ以下の過料 （39 条 2 項 3 号）	秩序違反：20 万ユ ーロ以下の過料 （39 条 2 項 3 号）
推奨	刑事罰：5 年以内の自由刑 又は罰金（38 条 1 項 2 号） ※理論的には 39 条 2 項 4 項で秩序違反もあるが秩 序違反法 21 条により刑事 罰のみ ※※未遂処罰（38 条 3 項）	秩序違反：20 万ユ ーロ以下の過料 （39 条 2 項 4 号）	秩序違反：20 万ユ ーロ以下の過料 （39 条 2 項 4 号）	秩序違反：20 万ユ ーロ以下の過料 （39 条 2 項 4 号）

¹³ 「ある行為が同時に犯罪行為且つ秩序違反である場合には、刑事法（Strafgesetz）のみが適用される」

A) 刑事罰

EU 法

罰則そのものの規律は設けられず。他方、濫用指令 14 条 1 項は、「加盟国は、刑事制裁を科す権利を侵害することなく」行政上の制裁を定めるべきことを規定。

※加盟国の多くは、第一次内部者の取引禁止違反は刑事罰

※※特に、スウェーデンでは、刑事罰のみ。軽過失で足りる。ただし、416 件の調査中、立件が 27 件、有罪は 8 件～刑事手続のみをサンクションとしていることの弊害だと評価する向きも。

ドイツ法

- ・取引禁止～第一次内部者・第二次内部者、故意・軽率問わず刑事罰の対象。
- ・伝達禁止・推奨禁止～第一次内部者の故意行為についてのみ処罰される。

※構成要件の不明確性？

※※BaFin と検察の連携に関する規定（証券取引法 40a 条 1 項）

B) 行政的制裁

EU 法

「加盟国は、…本指令の実施において採択された規定が遵守されない場合には、国内法に従って、責任ある者に対して、適切な行政措置がとられ又は行政手続において課せられるべき制裁が下されるように配慮する。加盟国は、それらの措置が、実効性があり (wirksam)、比例的 (verhältnismäßig) かつ威嚇的 (abschreckend) なものであることに配慮する。」(濫用指令 14 条 1 項)

ドイツ法

制裁の対象となるのは第一次内部者の軽率な (≒重過失) 行為による伝達・推奨禁止違反と、第二次内部者の故意又は軽率な行為による伝達・推奨禁止違反であって、過失は対象とされていない。

・秩序違反の性質～行政上の制裁であるが、憲法裁判所の判例では、広義の刑法 (Strafrecht im weiteren Sinne) に分類

・手続～BaFin が訴追官庁 (Verfolgungsbehörde) となる (秩序違反法 35 条・36 条、証券取引法 40 条)。訴追官庁は、刑事手続における検察と同様の権限と義務を有する (秩序違反法 46 条 2 項)。秩序違反行為の訴追 (Verfolgung) は、訴追官庁の義務に応じた裁量 (pflichtgemäßes Ermessen) の範疇 (秩序違反法 47 条 1 項：便宜主義原則 Opportunitätsgrundsatz)。その際の指導原理は「目的適合的考量 (Zweckmäßigkeitserwägung)」

C) 開示による制裁

EU 法

濫用指令では、当局が、濫用指令を具体化した規定の違反に対して課されるあらゆる措置又は制裁を公開できる様に定めることを加盟国に求めている（濫用指令 14 条 4 項）。

ドイツ法

BaFin による公表措置を定める（証券取引法 40b 条）～しかし、未だに公表措置なし

3. 民事法上の効果

ドイツ法

- ・内部者取引規制違反行為によって行われた取引であっても無効ではない
- ・民法 823 条 2 項、826 条による損害賠償請求権を有しない

III. 予防の取り組み

1. 当局による監督

A) 監督当局の指定

EU 法

「司法当局の権限を侵害することなく、各加盟国は、本指令に従って採択された規定を適用することを確保する権限を有する単一の行政当局を指定する」（濫用指令 11 条）

ドイツ法

BaFin がこれに該当（証券取引法 4 条）

B) 監督に資する手段

① 通報義務

EU 法

「金融商品にかかる取引に職業的に従事している者は、ある取引が内部者取引または相場操縦に該当すると根拠ある疑いを抱く場合には、遅滞なく所管当局に通知する」（濫用指令 6 条 9 項）。通報内容・方法につき、施行指令 7～10 条。

ドイツ法

証券取引法 10 条 1 項に同様の規定。

既に締結され、かつ、執行された取引が存在していることが前提。通報内容等につき、有価証券取引通報及び内部者一覧表規則（Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung : WpAIV）が定める。

② 取引の記録義務 Aufzeichnungspflicht

ドイツ法

証券サービス業者等に対して、顧客の注文の遂行前にその属性（氏名・生年月日・連絡

先等)の確認・記録を義務付け(証券取引法 16 条)

③通信データの保存義務

ドイツ法

BaFin は、内部者取引等の嫌疑がある場合に限り、証券サービス業者や発行会社等に対して、電気通信の接続記録の保存を要求することができる(証券取引法 16b 条)。

※「その限りで憲法(基本法) 10 条の基本権は制限される」

③経営陣による取引の報告義務

EU 法

「金融商品の発行者の内部で経営責任の果たしている者、及び場合によってはそれらの者と緊密な関係にある者は、少なくとも、当該発行者の株式(等) …に関連して自己勘定で行った取引の存在を所管当局に通知しなければならない」(濫用指令 6 条 4 項)。

ドイツ法

いわゆる「ディレクターズディーリング」の報告義務の規定を定める(有価証券取引法 15a 条)。目的は多様だが、特に内部者取引の予防に資するものとしても位置づけ。詳細は通報・一覧表規則が定める。

④内部者一覧の作成

a. 総説

EU 法

内部者情報にアクセスを有する者の一覧表(Verzeichnis)の作成義務等を定める(濫用指令 6 条 3 項 3 段)。詳細は施行指令が定める。

ドイツ法

「…発行者及びその委託を受け若しくはその計算で行動している者は、それらの者ために働いており、内部者情報に定めに従ったアクセスを有する者の一覧表を作成しなければならず、また、「第一文の義務者は、この目録を遅滞なく(unverzüglich)更新し、連邦金融監督庁の要求に基づき(auf Verlangen)それを伝送しなければならない」(証券取引法 15b 条)。目的は、「定めに従った」内部者情報を有する全ての者をリストアップすることによって、内部者取引の監督を容易にすること。詳細は通報・一覧表規則 14~16 条が定める。

b. 啓蒙(Aufklärung)義務

EU 法

一覧表の作成義務を負う者は、一覧表に掲載された者が法令の規定から生じる義務を認識し、かつかかる情報を濫用・不正伝達した場合に生じる制裁を覚知していることを確保する措置をとらなければならない(施行指令 5 条 5 項)。一覧表掲載者に内部者情報の取り扱いに細心の注意を払わせることが目的。

ドイツ法

「一覧表中に掲載された者は発行者によって、内部者情報へのアクセスを有することから生じる法的義務及び違反の法的効果について説明されなければならない」（証券取引法 15b 条 1 項 3 文）。通常、BaFin の標準様式への署名という形で行われている模様。

2. 適時開示義務

EU 法

濫用指令により、「内部者情報」は同時に遅滞なく開示が要求される適時開示 (Ad-hoc-Publizität) の対象に（濫用指令 6 条 1 項 1 文¹⁴）。

ドイツ法

濫用指令を国内法化する投資家保護改善法によって、「内部者情報」を遅滞なく開示するという体裁に～情報格差の是正とともに、内部者情報の濫用に対する予防措置としての機能も重視

IV. 改正動向

1. 市場濫用規則案 (COM(2011)295, COM(2012)421)

- ・直接適用ある規則 (Verordnung) による内部者取引の規律
- ・内部者取引規制の対象と適時開示の対象の分離

2. 刑事制裁指令案 (COM(2011)654, COM(2012)420)

- ・加盟国に内部者取引規制の制裁として刑事罰を設けることを義務付け。
- ・故意の取引禁止違反および伝達禁止違反に刑事罰 (指令案 3 条)。共犯 (教唆・幫助)、および、取引禁止違反の未遂も刑事処罰の対象 (指令案 5 条)。法人の責任 (指令案 7 条)。刑事罰の程度は「実効性があり (wirksam)、比例的 (verhältnismäßig) かつ威嚇的 (abschreckend) なもの」と定めるのみ (指令案 6 条)。

※指令案は刑事罰の有するメッセージ性の強さを重視

以上

¹⁴ 「加盟国は、金融商品の発行者全てが、当該発行者に直接関係する内部者情報を可及的速やかに (so bald als möglich) 公衆に知らしめることに配慮する (sorgen)」