

ドイツにおける公開買付規制の監督 およびエンフォースメント

齊藤真紀

要 旨

本稿は、金融審議会「公開買付制度・大量保有報告書制度等ワーキング・グループ」報告を受けて、わが国の今後の公開買付規制の監督およびエンフォースメントの在り方を検討するために、ドイツ法を整理・分析することを目的とする。市場関係者による自主規制が中核をなす英国の規律とは異なり、ドイツの公開買付規制は、法律と国家による監督を基軸とする点でわが国と共通点が多い。

ドイツにおいては、BaFin が公開買付規制にかかる包括的な監督権限を有し、各種の裁量的判断や調査をする権限が法により認められている。また、監督当局の監視が行き届きにくい領域では、対象会社株主に買付者に対する私法上の金銭支払請求権が立法または判例により認められる一方で、BaFin が事後に判明した事情により民事的請求を受ける事態は回避されるよう、法解釈が展開されている。さらに、義務的公開買付けの実施義務には、監督当局によるエンフォースメントが及びにくいのが、株主権の停止および利息支払義務を通じた私法上の制裁が事後的に働くことを通じて、間接的に、適時の実施が促される構造になっている。

以上のような監督当局の監視と私法上の制裁の役割分担には、わが国においても参考になる点が多く存在する。

もっとも、ドイツをはじめとする EU 構成国においては、対象会社の支配権を取得した者に、公正な価格による全部買付けを実施することを求める義務的公開買付けに関するルールがあるところ、わが国においては、これに対応するものがない。令和 6 年金商法改正後においても、引き続き、わが国の公開買付規制は、対象会社の支配権の閾値を超える株式等の取得をするときに、その方法として公開買付けによることを求める。したがって、現在の規制の下では、民事的な規律についてはドイツの在り方をそのまま取り入れることは難しい。

I はじめに

公開買付規制にかかる令和6年の金融商品取引法の改正¹⁾は、金融審議会「公開買付制度・大量保有報告書制度等ワーキング・グループ」ワーキンググループ報告²⁾に基いて行われた。同ワーキンググループにおいては、公開買付規制および大量保有報告制度のエンフォースメントの在り方も検討課題として取り上げられたものの、最終報告においては、公開買付規制の運用や解釈につき、当局に多少の裁量を認める提言に留まった³⁾。

議論においては、違法な公開買付けの差止め、投資家からの損害賠償請求、違反者の対象会社における議決権停止などの私法上の制裁の導入の可否が議論されるとともに、監督の在り方として、英国のパネルへの関心も示された。しかし、各提案につき、規制対象となる個々の行為の性質等に照らして、うまく機能しうるかといった具体的な検討にまで立ち入るには至らなかった。

市場関係者により構成されるパネル (the Takeover Panel) がコード⁴⁾という形で企業買収に関する規範を公表し、それを運用する英国の在り方は、市場関係者が望ましいと考える企業買収の秩序を体現したのものとして、わが国においても古くから注目を集めてきた。そのエンフォースメントは、国家の関与を極力排した、シティの関係者による自主規制に拠っており、伝統的には評判やシティにおける取引の停止によるインフォーマルな制裁を主軸とする点にその特徴がある。このような位置づけは、EUに属していた時期に、EU企業買収指令⁵⁾が国内法化され、パネルに法律による基盤が与えられ、法による制裁が整備された後も基本的には変わっていない。わが国においても、手形取引における取引停止処分のように、民間の組織による自主的な規律が全く認められないわけではないものの、公開買付けは、昭和46年証券取引法改正以降、包括的に法律によって規律されており、金融庁の監督に服し、罰金・課徴金等の法的な制裁も設けられている点で、英国とは沿革も体制も異なる。

ドイツにおける公開買付けは、法律によって規律されており、国家の監督機関 (連邦金融監督庁、Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht。「BaFin」と略される。) による監督に服し、民事裁判所によって強制実現される私法上の救済・制裁によりエンフォースメントが補完される点においてわが国と共通点があり、参考になる点もあるのではないかと思

1) 「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律」(令和6年法32号)。
2) 金融審議会「公開買付制度・大量保有報告書制度等ワーキング・グループ」報告 (2023年12月25日)。
以下、「WG報告」という。
3) WG報告8頁-9頁, 11頁。
4) 最新版は、The City Code on Takeovers and Mergers, 14th edition, 11 December 2023。
5) Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids.

われる。経済産業省による英米独仏の企業買収法制にかかる横断的な調査が公表されており⁶⁾、本稿は、屋上屋を架すものに留まる。しかし、各国の制度は、それぞれの国内で複数の仕組みが相互補完的に作用しながら、全体として規制目的の達成に向けたシステムを形成している。ある一つの国のエンフォースメント体制を鳥瞰することにより、複数の国において機能的に同じであると評価される制度を横断的に比較することとはまた異なる示唆も得られると思われる。なお、本稿は、ドイツの公開買付けへの監督の体制を概観し、それを構成する諸制度の機能およびその相互関係を整理することを主たる目的としている。各制度はそれぞれ詳細な法令およびその解釈・運用によって成り立っているが、その検討は他日を期したい⁷⁾。

II ドイツにおける公開買付規制の概要

1 2001年企業買収法

ドイツには、わが国の金融商品取引法に対応する有価証券取引法⁸⁾が存在するが、公開買付規制は、同法からは独立した単行法である「有価証券の取得および企業買収に関する法律⁹⁾」(以下、企業買収法という。)に設けられている。

同国においては、長らく公開買付けにかかる法的規制は存在しなかった。1979年に、連邦財務省の証券取引所専門家委員会によりガイドライン (die Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote) が策定されたが、法的な拘束力はなく、ほとんど遵守されることがなかった。そこで同委員会がさらにその内容を見直し、1995年に、支配権取得後の全部買付けおよび対象会社経営陣の行為規範を備えた企業買収コード (die Übernahmekodex) を策定した。コードにおいては、企業買収委員会 (die Übernahmekommission) が設けられ、同委員会がコードの遵守状況を監視し、同委員会の事務局に、違反が認められる場合に意見を公表する権限を与え、インフォーマルな制裁により遵守を促すことが企図されていた。1998年以降は、コードを受け入れることが新規上場の条件とされた。しかし、法

6) 長島・大野・常松法律事務所「米英独仏における上場会社 M&A 制度・市場動向に関する調査報告書」(2023年2月)。このほか、ドイツの企業買収法制については、例えば、泉田栄一「ドイツ企業買収法について」早川勝ほか編『ドイツ会社法・資本市場法研究』(2016年、中央経済社) 531頁参照。企業買収実務も含めた紹介として、玉井裕子ほか「ドイツにおける上場会社の M&A」商事法務2131号 (2017年) 35頁も参照。

7) 本稿の元になった報告およびそれに対する質疑応答を受けて行った各論的検討の一つとして、齊藤真紀「ドイツ企業買収法における価格規制と対象会社株主の保護」荒谷裕子=椋川泰史編著「会社法と金融商品取引法の交錯」(法政大学出版局、2025年) 127頁以下。

8) Wertpapierhandelsgesetz vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708)。「WpHG」と略される。

9) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822)。「WpÜG」と略される。

的拘束力のない任意の規律であるという性格は維持されたことから、ドイツでは根付かず、証券取引所専門家委員会は1999年に法制定を提言し、企業買収法が2001年12月20日に制定され、2002年1月1日に施行された。

2004年のEUの企業買収指令の採択に先だって成立した同法は、対象会社株主の平等な取扱い、投資判断に必要な情報提供および時間の確保のための諸手続、義務的全部買付けなど、同指令の内容の多くを既に備えていた。そのため、同指令の国内法化に際して、ブレイクスルー・ルール、公開買付け実施後の少数株主の締出し（いわゆるスキーズ・アウト）、買取請求（いわゆるセル・アウト）の整備、対象会社の中立義務等の導入等がされたが、公開買付けの実施に関する基本的な規律に関する改正はほとんど必要とされなかった。

2 公開買付けの種類

ドイツにおいては、公開買付けは3つの類型に分けて規定されている¹⁰⁾。

第一の類型は、一般の株式その他の有価証券に対する買付申込みである（企業買収法2条1項・2項、10条参照）。第二の類型である企業買収買付申込み（Übernahmeangebot）とは、任意で行われる対象会社株式に対する買付申込みのうち、支配権取得を目指すものである（同法29条1項）。第三の類型である強制的買付申込み（Pflichtangebot）は、ドイツにおける義務的全部買付けに該当し、ある会社の支配権を取得した者が、当該会社の残りの全株式に向けて行わなければならない公開買付けである（同法35条1項・2項）。

第一類型の一般の有価証券買付申込みに関する諸規定は、公開買付けの基本形を定めている。公開買付期間（下記参照）、情報開示（同法11条・14条）、応募数が買付の上限を上回る場合の按分比例の原則（同法19条）など、公開買付けの透明性及び対象会社株主に対する情報提供と時間の確保、株主の平等な取扱いを担保するために必要な、関係者の義務や手続がそこに含まれる。第二類型・第三類型に属さず、第一類型の規律のみ適用される買付申込みは「単純な買付申込み」と呼ばれる。わが国の規律とは異なり、わが国のいわゆる5%ルールに対応するものはない。

第二類型の企業買収買付申込みに関する諸規定は、買付者が支配権取得を企図している場合の特則を定める（同法34条参照）。支配権取得の閾値は、対象会社の議決権の30%と定められており（同法29条2項1文）、この閾値を超える議決権の獲得を目的として行われる任意の公開買付けにおいては、部分買付けが認められない（同法32条）。すなわち、ドイツにおいては、支配権取得を目指す買集めは、必然的に全部買付けとなる。

また、企業買収買付申込みについては、価格規制が設けられており、申し出られる対価は、

10) このほか、上場会社自身の申立てにより上場を廃止するときには、他の市場に上場されているのでない限り、企業買収法に従って、すべての株式に対する公開買付け（Delisting Angebot）を実施しなければならない（取引所法39条2項、同法31条の価格規制にも従わなければならない（同条3項）。

公正でなければならない（同法31条）。価格規制は、公開買付内外の条件の平等を保障することを通じて、対象会社株主のうち、当該買付者に対して持ち株を売り渡す場合の平等を実現する制度である。

価格規制¹¹⁾は、公開買付けの決定の公表前6ヶ月から公開買付終了後1年間に及ぶ。対価は、原則として、公開買付けの決定の公表前3ヶ月間の加重平均市場価格、および公開買付けの決定の公表前6ヶ月間に、買付者またはその関係者が、対象会社の株式の取得に際して支払った対価のうち最も高いものを下回ってはならない（申込規則¹²⁾4条ないし6条参照）。

ドイツにおいては、公開買付期間中の別途買付けは禁止されていないが、買付者が、公開買付けよりも有利な条件で証券取引所の内外で買い付けた場合、公開買付けの条件は法律により自動的に当該有利な条件のほうに変更される（企業買収法31条4項）。買付者が、公開買付終了の公表後1年以内に、証券取引所外で、公開買付けの対価よりも高い対価で対象会社株式を取得した場合は、公開買付けに応じた株主は、当該対価と公開買付けの対価との差額を買付者に請求することができる（同条5項）。

部分買付けの禁止は、わが国においては、企業買収の選択肢を狭めるものとして実務からの抵抗が強いが、ドイツにおいては、いわゆる Low Balling が事実上市民権を得ている。これは、支配権取得の閾値ギリギリまで（例えば29%まで）株式を公開買付けによらずに取得し、閾値を跨ぐときに企業買収買付申込み（全部買付け）を実施するものであり、価格規制における最低価格で実施して応募数を低く抑え、必要最低限の取得で閾値を超えるという実務である。

第三類型の強制的買付申込みには、価格規制や部分買付けの禁止を含む企業買収買付申込みに関する規律の多くが準用される（同法39条）。支配権を取得した者は、その事実を7営業日以内に公表・届け出なければならず（同法35条1項1文）、その公表から4週間以内に義務的公開買付けに関する書類を BaFin に提出しなければならない（同法35条2項1文）。支配権の取得は、買付者自身が直接に市場内外で株式を取得したり、新株の引受けに応じたりする場合だけでなく、買付者と協調して行動する者や買付者の子会社がこのような行為をしたことにより、買付者に閾値を越える議決権が帰属するに至った場合にも生じる。

BaFin への申立てにより、一部の関係者の議決権を不算入とすることができる場合が定められている（同法36条）。議決権不算入すべき場合は、限定列挙されており、例えば、企業グループ内の再編が該当する（同条3号）。これに加えて、支配権を取得するに至った者は、BaFin に強制的買付申込みの免除を申請することができる（同法37条）。支配権取得の株式

11) 価格規制の詳細については、齊藤（前掲注7）129頁以下参照。

12) Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots.

保有を取り巻く状況、対象会社株主および申請者の利害状況に鑑みて強制的買付申込みを強制する必要がないと思料される場合が、それに該当するとされているが、BaFin に一定の裁量が認められており、申込規則9条に例示されている。例えば、対象会社を救済するために資本参加する場合や、第三者が申請者に帰属する議決権よりも高い割合の議決権を保有している場合が列挙されている（申込規則9条1文3号・2文1号）。

任意で企業買収買付申込みを実施した買収者は、強制的公開買付けの実施義務から解放されることになっており（同法35条3項）、企業買収買付申込みにおいては、最低応募株式数を定めることができるために、最初から支配権取得を目指す場合には、強制的買付申込みよりも、企業買収買付申込みが好まれると言われる¹³⁾。

強制的買付申込みの場合を除き、買付株式数に下限を設け、下限の未達によって公開買付けが不成立になった場合には、原則として、1年間、同一の対象会社の株式に対する公開買付けの実施が禁止される（同法26条2項。ただし、後述のBaFinの審査に基づく禁止と同様に申立てにより解除される余地はある。同条5項）。

3 公開買付けの実施

ドイツの公開買付けの実施のタイムスケジュールは、わが国とは異なる¹⁴⁾。公開買付けの実施を決定した者は、まず、その旨を公表し（企業買収法10条1項）、証券取引所、対象会社に通知しなければならない（同条2項・4項・5項。対象会社の経営陣は、従業員等に情報提供をしなければならない。同条5項）。

買付者は、その後4週間以内に、BaFinに関係書類（以下「公開買付関係書類」という。わが国の公開買付届出書に対応する。）を提出して、審査を受けなければならない（同法14条1項¹⁵⁾）。後述の通り、BaFinによる公開買付関係書類の審査により、同書類の法令適合性が確保されるが、それにより、対象会社株主が応募するかどうかの決定をするために必要な情報が保障されるだけでなく、対象会社の役員による合理的な根拠に基づく意見表明の準備や（適法な）買収防衛の準備も可能となる¹⁶⁾。また、BaFinは、公開買付けの公表から4週間以内の書類提出がされるかも監視する（後述）。公開買付けの決定をすると、対象会社の監査役会の中立義務が発生するところ、そのように対象会社を拘束しながら、いつまでも公開買付けを開始しないという事態がこれにより防止される¹⁷⁾。

13) 玉井ほか（前掲注6）39頁。

14) 長島・大野・常松法律事務所（前掲注6）91頁以下も参照。

15) 詳細については、玉井ほか（前掲注6）41頁参照。

16) Hariri, Übernahmerecht und Aufsicht, 2015, S.162.

17) Hariri (Fn. 16), S. 162. このようにドイツにおいては、公開買付けは決定の公表と公開買付書類の公表までに一定の時間を要するため、本当に公開買付けを実施する気がある買収者は、開始までに一定期間を見込んで決定を公表する必要があり、インフォーマルな「TOBの予告」がもたらしうる市場の混乱と必ずしも無縁ではないものの、わが国ほどは深刻とはならない可能性がある。

それにより BaFin が審査の必要性を理由に公開買付けの実施を妨害することがないよう、BaFin による審査には期間制限が設けられている。一般に10日であるが（同法14条2項2号）、法令に対応していないと認められる場合、書類を追完する等の対応を求めるために、さらに5日延長することができる（同条2a項2文）。この期間内に BaFin による禁止の決定がなければ、原則として¹⁸⁾、公開買付関係書類を公表し、公開買付けの実施をすることが認められる（同条2項2号参照。開示につき、同法11条1項1文、14条3項）。

公開買付書類を公表した際、対象会社にもそれは送付され（同法14条4項）、これにより対象会社は、意見表明をする前提として、公開買付けの概要を知ることができ、またその内容を従業員またはその代表に回付する（同条4項3文）ことができるようになる。

わが国と同様に、対象会社は、公開買付関係書類またはその変更の送付後、遅滞なく意見表明をすることが義務づけられており（同法27条）、そこにおいて、対象会社の取締役および監査役会は、対価に対する評価や公開買付けが成立した後の業務や従業員への影響に加え、自分たちが対象会社の株式を保有している場合に公開買付けに応じるつもりがあるかについて回答することになっており、通常は応募を推奨するか反対するかが表明される。

公開買付期間は、4週以上10週以内でなければならず（同法16条1項1文）、対象会社の有価証券および議決権の保有状況および買付けへの応募の状況は、公開買付期間中、週1回、最後の週には毎日公表され、BaFin にも通知される（同法23条1項1号）。事後的な不利益変更は禁止されるとともに（同法21条1項参照）、買付期間満了直前に変更がされた場合には、変更から2週間の考慮期間が確保されるよう、買付期間が延長される（同条5項）。

また、公開買付けにおいて、組織化されていない小株主に対して強圧性が生じることを回避するために、公開買付け終了時に公開買付が成立することが明らかになった場合には、応募していない株主のために、応募期間が2週間追加される（同法16条2項¹⁹⁾）。公開買付けに下限が付され、当該下限が未達であった場合にはこの限りでない（同項2文）。EU 指令

18) BaFin が事実上禁止の決定をしながら、正式な公示ないし伝達がされない場合に、その期間を埋めるために、さらに5日の延長が認められる（企業買収法14条2a項3文）。

19) ドイツでは、これは、「ミソサザイ（垣根の王）の規律（Zaunkönigregelung）」と呼ばれる。Zaun はフェンスや垣根、König は王を指す。イソップ寓話集に「ミソサザイは鳥の王様」という話がある。もっとも高いところまで飛べた者が鳥の王になるという競争で、もっとも高く飛んだはずの鶯につかまっていたミソサザイがゴール直前に鶯から飛び降りて、自分が王であると名乗る、というものである（梶田隆宏「英米文学鳥類考：ミソサザイについて」松山大学論集22巻1号（2010年）288頁参照。わが国にも、類似の民話がある）。グリム童話では、この話に続きがある。今度は、最も地中深くもぐることができた者を王にすることになり、ミソサザイはネズミの穴に潜り込み、自分が王であると主張した。そこで、鳥たちはフクロウを番人にして、ミソサザイをその穴に閉じ込めようと謀る。朝になり、フクロウが眠り込んだ隙にミソサザイは逃げ出し、ほかの鳥たちから危害を加えられないように、安全な垣根の中に身を置き、そこから自分は王であると鳴く。原典ではないが、以下を参照。https://www.maerchenatlas.de/deutsche-maerchen/grimms-maerchen/der-zaunkoenig/ 垣根の王（であるミソサザイ）のルールという表現は、残存株主に、安全な地位を保障して判断させる機会を与えるものとして、この童話に由来するものと思われる。

により導入された後述のセル・アウトとは別に、一般的な公開買付けに関する規律として、このような追加応募期間が設けられている。

4 買収防衛・残存株主の締出し・買収請求権

EUの企業買収指令は、厳格な対象会社の中立義務を定めつつ（EU企業買収指令9条）、構成国にオプト・アウトする余地を認めており（同指令12条1項）、その場合に、会社ごとにオプト・インする余地を認めるべきこととされている（同条2項）。また、いわゆる相互主義の採用も構成国に認められており（同条3項・5項）、買付者側が同様のルールを採用していない場合には中立義務を適用しない余地も認めている。

ドイツでは、対象会社経営陣の中立義務については緩やかな規律が採用されている。すなわち、原則として、買収防衛策は、監査役会の同意があれば発動できる（企業買収法33条1項2文）。また、株主総会による防衛策の授権の可能であり、この授権は18ヶ月の時間的制限に服するが、（欧州型の中立義務とは異なり）具体的な買付けの存在を必要としないため、いわゆる平時における防衛策の導入ができる（同条2項）。また、会社ごとに、定款の定めにより、欧州型のより厳格な中立義務へのオプト・インが認められる一方（同法33a条）、相互主義も採用されており、買付者側がこのように厳格に中立義務に服さない場合には、株主総会の授権により、欧州型の中立義務ではなくドイツ国内の防衛策に関する規律に復帰することが認められている（以上につき、同法33c条1項3項）。また、いわゆるホワイト・ナイトの探索には監査役会の同意も必要とされない（同法33条1項2文）。対象会社の役員の独立性確保のため、買付者が、対象会社の取締役や監査役会構成員に、買付けと関連づけて不当な金銭的利益を付与することや約することは禁止されている（同法33d条）。

EUの企業買収指令には、企業買収に関する level playing field の実現と買収促進のために、株式の譲渡制限や議決権制限、複数議決権を一定の条件下で無効化する、いわゆるブレイクスルー・ルールが定められている（EU企業買収指令11条）。すなわち、公開買付期間の間、株式の譲渡制限は無効になり、買収者が議決権の最低4分の3以上を取得した場合には、最初の株主総会で一株一議決権原則が徹底される。構成国に、会社自治を認める選択権、相互主義の採用の選択権が与えられており（同指令12条2項3項5項）、強行法として採用した例はほとんどないようである²⁰⁾。ドイツにおいても、採用は任意とされており、採用した場合にも相互主義の適用が認められている（企業買収法33b条・33c条2項3項）。

さらに、欧州の企業買収指令に従って、買付者が圧倒的多数の議決権を獲得した場合の少数株主の締出し（スキーズ・アウト）と少数株主の買収請求権（セル・アウト）が定めら

20) Schüßler, Unternehmensübernahme in Europa, 2023, S.263によれば、一時、イタリアにおいてブレイクスルー・ルールが採用されたが、現在では、強行法として採用している構成国も、選択をした会社もない。

れている。

スキーズ・アウトは、企業買収買付申込みまたは強制的買付申込みにより議決権の95%を取得した買付者に、公開買付期間終了後3ヶ月以内の申立てにより、残りの5%の議決権を保有する株主を締め出すことを認めるものである（同法39a条）。無議決権株式も合わせて基本資本の95%以上を取得すれば、無議決権（優先）株主も締め出すことができる。その実行には裁判所の決定（フランクフルト・アム・マイン地方裁判所の商事部）が必要である（同条5項）。また、公開買付けの対象となった基本資本の90%以上の応募があった場合には、当該公開買付けの対価は公正であるとみなされる（同条3項3文）。

セル・アウトとは、買付者が企業買収法上のスキーズ・アウトしうる場合、残存株主は、買付者に対し、公開買付け終了後3ヶ月以内に公開買付けと同じ条件での買付けをもとめることができる、という制度である（同法39c条）。

なお、ドイツの株式会社法においては、公開買付けを前置しない少数株主の締め出しの制度が存在する（株式法327a条以下）。少数株主の一般的な買取請求権のようなものは存在していないが、ドイツには、包括的な企業結合規制があり、株式会社を議決権によって支配できる企業は、子会社である株式会社と支配契約・利益抛出契約を結び、法的に子会社を指示に従わせることができる（いわゆる契約コンツェルン、同法291条以下）。契約コンツェルンにおいては、子会社の少数株主には、公正な価格で株式買取を請求しうる地位が認められている（同法305条）。

III 私法によるエンフォースメント

ドイツの公開買付規制のエンフォースメントの3本柱は、過料、利息支払義務、株主権の停止であると言われる²¹⁾。これに加えて、私法によるエンフォースメントとして、対象会社株主の私法上の金銭支払請求権がある。これらの諸制度は、とりわけ強制的買付申込みの実施義務違反がみとめられる場合に、適法な実施を促す、あるいは適法な実施がされたのと同じ結果を実現することに向けられている。

このほかに、虚偽の情報提供など、開示義務違反があった場合に、過料制裁に加えて、損害を被った第三者に対する損害賠償責任に関する定めがある。公開買付規制における開示義務違反の損害賠償責任については、企業買収法12条に規定されているが、その基本的な構造は、有価証券の発行市場における目論見書の不実記載にかかる責任（およびその適用除外）（有価証券目論見書法9条および12条）等、資本市場規制における他の開示書類の不実記載

21) Hariri (Fn. 16), S. 200. 違反事実の公表制度（企業買収法44条）を加えると、法定のエンフォースメント制度は4つということになる。

と同じである²²⁾。

1 利息支払義務

企業買収法38条によれば、強制的買付申込みの実施義務を負う者が、それを懈怠していた場合において後日実施したとき、懈怠していた期間にかかる利息（年利5%）を公開買付価格に上乗せしなければならない。懈怠の期間とは、具体的には、①強制的買付申込みの実施に関する公表を懈怠した期間、②公開買付けの実施を懈怠した期間、または③BaFinに実施を禁止され、後日禁止が解除されて実施されるまでの期間である。

2 株主権の停止

株主権の停止は、強制的買付申込みの実施懈怠のほか、大量保有報告義務の懈怠の場合にも定められているが（証券取引法44条）、本稿においては公開買付規制との関係に焦点を当てる。企業買収法59条は、以下のように定める。

第59条 権利の喪失

（第1文）買付者、買付者と共同して行動する者もしくはその子会社が保有する株式、または、第30条1項および第2項に基づき、買付者、買付者と共同して行動する者もしくはその子会社に議決権が帰属すると扱われる株式から生じる権利は、第35条1項または第2項に基づく義務が履行されない期間、存在しないものとする。（第2文）株式会社法第58条第4項〔筆者注：利益配当に関する規定〕および同法第271条〔筆者注：残余財産分配に関する規定〕に基づく請求権については、第35条1項1文または第2項1文に基づく公表または公開買付けが故意に履行されなかったものではなく、かつ追完された場合には、この限りでない。

わが国の立法論では、議決権の停止が取り上げられることが多いが、上記の規律の第一の特徴は、閾値を越える支配権取得の公表ないし公開買付けの実施の懈怠があった場合には、議決権のような共益権だけでなく、自益権も含めてすべて停止することになっている点である。ただし、経済的な権利である配当請求権および残余財産分配請求権は、違反が故意によるものではなく、後に義務が履行された場合には、最初から停止しなかったものと扱われることになっており、これを通じて、買付者の経済的な地位が保障される。自益権も停止することから、義務違反が存在している時期に株主総会の開催が予定されていない場合にも、配当等がされる可能性があれば、違反者に不利益が生じる点で議決権停止に留まる規律よりも

22) 齊藤（前掲注7）132頁参照。

故意の義務違反に対する制裁としては強力であるといえる。大量保有報告違反による株主権停止（証券取引法44条）においては、故意または重大な過失の場合には6ヶ月間議決権が停止するので、株主総会で議決権が行使できないという帰結を招きやすいところ、強制的買付申込みに関する義務違反については、停止が義務違反の期間に限定され、買付者と対象会社関係者の間に情報格差があり、適時のエンフォースメント義務違反の判明から義務履行までが実際にはあまり長い期間とならない可能性がある。もっとも、大量保有報告は株価の変動に重要な影響を与えるものであるが、強制的買付申込み制度は、退出権を与えることが主眼である。違反の間に違反者の議決権が停止することを通じて株主総会における支配の公正さが維持され、結果として買付けが実施されて退出の機会が与えられれば、エンフォースメントとしては十分であるという評価もある²³⁾。

ドイツの制度のもう一つの特徴は、株主権停止が、義務違反と同時に実体法上即時に生じる点である。義務者が、株式を、義務者以外の者に譲渡した場合、譲受人はその時点から権利を行使することができる²⁴⁾。また、完全に持株数を引き下げた場合には、義務者も権利を再び行使できるようになる。

しかし、義務の発生の確認するための議決権の状況や義務遵守状況に関する対象会社の情報請求権の定めはなく、他の法や契約によらざるを得ず、実際には、違反の有無について、当事者間に見解の相違があるのが通常なので、株主権が停止するか（しているか）は、通例、裁判により争われることになる。ドイツにおいては、具体的には、株主総会の決議取消しの訴えを通じて裁判所により判断される²⁵⁾。

企業買収法が制定されて間もない時期に、議決権停止の有無が争われたものとして、ミュンヘン地裁第I部2003年1月3日判決がある²⁶⁾。

事案は、ある上場会社の株式を株主総会の前日に譲り受けた者（会社）が、その者と協調して株主総会で議決権を行使した者と合わせると、30%の閾値を超えていたが、そのことを公表しなかったために、当該株主総会における議決権行使は無効とされ、決議が取り消されるべきものとされたというものである。

当該譲受会社が、上述の譲り受けた株式を含む自己の株式と、同人と協調して行動していると認定された者が保有する株式の議決権を代理行使して、株主総会で監査役会構成員を選任したところ、選任された監査役らが、当該譲受会社の取締役を、対象会社の取締役に選任し、従前の取締役を解任した。その後、対象会社の大株主が、株主権停止を理由に、決議取

23) Hariri (Fn. 16), S.205.

24) *Bachmann/Brunk* in *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 3. Aufl. 2022 [zitiert als *KK-WpÜG/Bearbeiter*], § 59 Rn97.

25) 筆者の調査では、株主総会の開催に先立ち、当事者間で議決権行使の可否を確認するための実務が形成されていることまでは確認されなかった。

26) LG München I, Urteil vom 3.1. 2003, BKR 2003, 810.

消しの訴えを提起し、当該訴えを本案として、決議の執行の差止めの仮処分、具体的には取締役、監査役の職務執行の停止等を申し立てた（上記の裁判は、仮処分命令に対する異議を取り扱ったものである）。

本件では、株式を譲り受けた会社が、閾値を超えないように、形式的には保有議決権の割合を28%にとどめていたが、同人と協調する者の議決権と合算すると、議決権が閾値を超えていたこと、支配権を獲得した以上、この事実を遅滞なく公表する義務があったのに、しなかったと判断された。本来は、株主総会の直前に議決権が閾値を超えたとしても、公表に必要な事務処理の時間は考慮されるべきであると思われるところ、この点について、どのような判断がされたのかは、決定文からは明らかではない²⁷⁾。

3 対象会社株主の私法上の請求権

公開買付規制に関連して生じる一般私法上の請求権には、次に紹介する強制的買付申込みにかかる請求権のほか、開示・通知義務違反にかかる損害賠償請求権（企業買収法12条）、金銭対価について資金証明²⁸⁾をした金融機関に対する補償請求権（同法13条2項）などがあるが、これらの請求にかかる裁判の管轄は、一般商事件を扱う地方裁判所にある（同法66条1項。ただし、スキーズ・アウトに関する決定の申立ては、フランクフルト・アム・マイン地方裁判所に行く）。

強制的買付申込みの実施義務に関連して、第一に、強制的買付申込みの実施が懈怠されている場合にその実施等を請求できるか、第二に、違法、不当な強制的買付申込みが実施される場合に、その株主が差止めを請求できるか、第三に、強制的買付申込みの実施が免除される企業買収買付け申込みの対価が、公正な価格を下回る場合にその差額を請求することができるかが、問題となる。

① 強制的買付申込みの実施請求等

強制的買付申込みの実施が懈怠されている場合に、対象会社株主がその実施等の請求ができるかは、強制的買付申込みに関連する義務を定める企業買収法35条が、私人の権利保護をも目的する「保護法規」に該当するかに依存する。保護法規に該当する場合には、それに違反する者に対して、民法823条2項により不法行為にかかる請求権が発生する。しかし、多数説は、同条が保護法規にあたることを否定しており、連邦通常裁判所も、対象会社株主が強制的買付申込みの実施を請求することはできないとしている²⁹⁾。

27) 株主総会の直前に、意図的に、しかも他の株主との行動の協調を通じて支配権を取得した点をもって、企業買収法35条の潜脱として同条の違反とされたものと推察される。

28) 資金証明の意義については、長島・大野・常松法律事務所（前掲注6）88頁参照。

29) 齊藤（前掲注7）133頁参照。

② 違法ないし不当な公開買付けの差止め

企業買収法が保護法規ではなく、BaFinによる実施許可について、対象会社の株主は法的に争う余地がないという支配的な学説からは、BaFinが許可した公開買付けに同法違反があったとしても、対象会社株主が、私法上の請求権に基づき、その実施を差し止めることはできないということになりそうである³⁰⁾。

③ 企業買収公開買付けにおける「より」公正な価格と買付価格との差額の請求

裁判所が公正な価格を算出し直し、その算出された価格と、実際にBaFinの許可を得て実施された公開買付けの対価との間に差がある場合、公開買付けに応募した株主が買付者にその差額の支払を請求することは認められている。その法律構成についてはさまざまな立場があるが、契約法に依拠し、買付者と応募株主との間の売買契約の内容について、企業買収法が実質的な内容規制をしているという理解が有力である³¹⁾。このような差額が生じるのは、最低価格の算出に影響を与えるすべての要素がBaFinに知られているとは限らないためである。たとえば、参照対象になるはずの事前取得の条件を考慮すれば最低価格はより高くなったはずであるところ、その存在が知られていなかったために、それより低い価格で許可を出すに至った場合などがある。このような事態は、参照対象に含まれることが明らかな事前取得の存在を買付者が秘匿しているような場合だけでなく、(企業法務弁護士などの力を借りて)特定の第三者からの実質的に有利な条件での買付けを、参照対象に含まれないよう工夫されたスキームで実施したものの、後日、裁判所が参照対象に含めるべきであると判示するような場合にも生じる。

前述の通り、上記の請求権は契約法理に依拠するため、結果として最低価格を下回る対価で行われ公開買付けに応募しなかった株主は同請求権を行使することができない。ドイツにおいては、不法行為の類型として、非常に悪質な行為であるが特定の権利を害するとはいえない場合に良俗違反を理由に損害賠償の請求が認められる余地があり(民法826条)、この請求の可能性はどんな場合においても完全に否定するのは難しいと考えられているため、上記のような応募しなかった株主による請求が認められる余地が全くない、と言い切るのは難しいように思われる(セル・アウトに関する企業買収法39c条の類推適用を主張する見解もある)。

30) BaFin やドイツの M&A 業務に携わる弁護士への聞き取り調査では、私人(対象会社ないし対象会社株主)が仮処分等の私法上の手続で公開買付けを差し止めるという実務の存在は確認できなかった。

31) 齊藤(前掲注7)135頁。

IV 連邦金融監督庁（BaFin）による監督³²⁾

1 BaFin の職務と権限

ドイツの公開買付規制において、わが国の金融庁に対応する監督を担う機関が、連邦金融監督庁、通称、BaFin と呼ばれる組織である。

① 公開買付け規制の監督機関としての BaFin

企業買収法 4 条 1 項には、BaFin が公開買付けの監視・監督を担う機関であることが明記されている。

BaFin は、銀行、保険および証券取引の監督を担う 3 組織が統合して 2002 年 5 月 1 日に設立された³³⁾。BaFin の設立は、企業買収法の制定よりも後であり、企業買収法の制定当時は、BaFin の前身の一つであり、証券取引を監督していた連邦証券取引監督庁（das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, BAWe）が便宜上監督機関として指定されていたが、BaFin が設立されたのを機に、BaFin が監督機関として指定されることになった。

BaFin には、企業買収法の諸規定（例えば、企業買収法 11 条 5 項、31 条 7 項、37 条 2 項 2 文）により、連邦財務省から、広範な規則制定権が委任されている（ドイツ憲法 80 条 1 項 4 文参照）。このほか、BaFin は、その監督領域において、しばしばガイドライン、手引き、通達、解釈に関する決定、リーフレットなど、法的な規則以外の形でその立場や業務慣行を示すことがある。このような発表には、法的拘束力はないものの、実務や裁判において常に参照の対象とされることを通じて事実上の拘束力があると言われている³⁴⁾。また、特定の当事者との非公式な対話や相談にも応じており³⁵⁾、例えば、公開買付けについては、後述の通り、短い公式の審査期間に先立ち、潜在的な買付者からの非公式の事前相談に応じる。

② 外部有識者の登用

企業買収法制定当初、ドイツにおいては、公開買付規制に関する経験が乏しく、とりわけ監督実務慣行および法の解釈に関する判例がなかったことから、外部有識者の手を借りつ

32) BaFin の実務に関する記述は、2024 年 3 月に BaFin において実施した聞き取りに基づくものである。この場を借りて、応対をしてくださった 3 人の担当官に感謝の意を表したい。

33) Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz) vom 22.04.2002, BGBl. I 2002, S. 1310, § 1 Abs. 1.

34) Hariri (Fn. 16), S.135.

35) もっとも、その姿勢は、市場関係者側からみると、規制上越えられない課題について単に通知し、その解決に協力するわけではなく、課題はそのままにされるという意味において、不満の残るものようである。Hariri (Fn. 16), S. 138.

つ、これらを確立していくために、外部有識者も加わる諮問委員会（Beirat）と呼ばれる諮問組織と異議申立ての審査を担う異議申立委員会（Wideransprucausschuss）と呼ばれるものが設けられていた。

かつて、ドイツで英国に倣ってコードによる買収規制が試みられていた時代、英国のパネルにならった買収委員会（die Übernahmekommission）という組織が置かれていた。上記の諮問委員会は、それを引き継ぐものと位置づけられる。しかし、Beiratには最終的な決定をする権限はなく、その決定にはBaFinを拘束する効力はなく、また開催頻度も高くはなかったため、その存在意義が疑問視されていた³⁶⁾。

両者は、既に監督実務が確立し、先例の蓄積も進んだため、その役目を終えたため、2021年の改正により廃止された³⁷⁾。英国のパネルは、市場関係者により構成されることがその特徴の一つであるが、現在のドイツの公開買付規制の監督は、基本的には行政官の手に委ねられている。

③ 公開買付け規制における BaFin の権限と業務

公開買付規制における BaFin の最も基本的な業務は、公開買付関係書類の審査と公表・実施の許可である³⁸⁾。

正式な提出時からの審査の期間は法定されているところ、実際には、この期間では十分な審査ができないために、当事者には、正規の提出より前に非公式に相談をするように呼びかけられており、かなり念入りに事前相談がされるようである。公開買付関係書類の審査において、特に価格規制の遵守状況が重点的な審査事項である³⁹⁾。BaFin の調査権限が行使される一例は、価格規制が遵守されているかどうかを判断するために必要な情報提供や書類の提出を、買付者、その関係者およびその子会社に求めることである。このほか日常的に行われる業務としては、当事者の申立てにより、議決権不算入や強制的買付申込み実施の免除の可否を判断することが挙げられる⁴⁰⁾。

36) Hariri (Fn. 16), S.107.

37) Entwurf eines Gesetzes zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern (Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften, Drucksache 19/27410, S.64. ただし、聞き取り調査によれば、現在においても、企業買収法の解釈や運用について新たに生じた問題につき、外部有識者との意見交換を行うとのことである。また、価格規制において対象会社の企業価値を算出する場合に公認会計士に助力を求めるように、民間人や民間企業に業務を委託することができることが、企業買収法7条2項に明記されている。

38) 公開買付関係書類の審査、後述の議決権不算入、強制的買付申込みの実施免除以外にも、手続の進め方等について、当事者からの申請に基づき、さまざまな例外的な取扱をする裁量を有している（企業買収法10条1項3文・20条1項・24条5項）。

39) KK-WpÜG/Kremer/Kulenkamp, § 31 Rn.114.

40) 2024年度は、議決権不算入の申立が33件、免除の申立が13件あった。Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2024, S. 54.

BaFin の公開買付けにかかる監督は、提出された公開買付関係書類、または、買付者が公表した公開買付けを審査し、法令に適合しない場合に当該公開買付けの実施を「禁止する (untersagen)」という形で発揮される (企業買収法15条)。禁止の決定がかならずされるのは、具体的には、①公開買付関係書類に法が要求される情報が含まれていない場合、②公開買付関係書類に記載された情報が「明らかに (offensichtlich)」同法または同法に基づく規則に違反する場合、③買付者が適法に公開買付関係書類を BaFin に連邦金融監督庁に提出しない場合、④買付者が適法に公開買付関係書類を公表していない場合、および⑤公開買付関係書類の公表が法定の禁止期間に違反している場合、または買付者が禁止期間中に公開買付けの決定を公表している場合である (同法15条1項)。また、⑥公開買付けにつき適法な方式による公表が行われない場合には、裁量により、禁止することができる (同条2項)。

②につき「明らかな」違反とされているのは、BaFin に与えられた審査期間が限定されていることに配慮して、書類から明らかである場合に限定する趣旨である。BaFin には、その監督業務に必要な調査権限が与えられており (同法40条)⁴¹⁾、上記の審査においてもこの調査権限を行使することができるが、当該調査権限を行使すれば事実関係の解明を可能とする具体的な根拠がある場合を除いて、その権限行使は義務ではない⁴²⁾。なお、BaFin が一旦公表を許可した公開買付関係書類につき、その後に禁止事由の該当性が判明したことなどを理由に、審査後にあらためて禁止 (許可の撤回/許可の取消し) ができるかについては議論がある。不備について、BaFin は監督権限に基づき、訂正の公表を命じることができる⁴³⁾。それを越えて、事後的な許可の撤回を認めることは、審査期間の制限や、禁止を明らかな法令違反の場合に限定していることとの緊張関係にあり、重大な違反に限定する、本来の審査期間内の事実関係に基づくものに限定するなど、制限的に解する見解が多い⁴⁴⁾。

③に該当するという理由で、支配権取得者による強制的買付申込みが禁止されることもある⁴⁵⁾。強制的買付申込みは、対象会社株主に退出の機会を与えるためのものであることから、その禁止は制度趣旨に一見反するように見える。しかし強制的買付申込みが BaFin によ

41) これにより、BaFin は、あらゆる者に対する聞き取り、書類ないしその写しの提出、人物の召喚と聴取、事務所等への立入ができる。

42) Hariri (Fn. 16), S.167.

43) Meyer/Kiesewetter in Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar, 4. Aufl. 2024 [zitiert als Bearbeiter in Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider], § 15 Rz.14. ただし、反対説もある。

44) Hariri (Fn. 16), S. 169 ; Meyer/Kiesewetter in Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider, § 15. Rz. 14.

45) ③は、企業買収法14条1項1文に反して公開買付関係書類を提出しない場合とされているところが解釈上問題となる。しかし、上記の適用除外は、強制的買付申込みにおいては同法35条2項1文によって公開買付関係書類提出義務が課されることによるものであり、強制的買付申込みについては、同法14条1項1文を同法35条2項1文に置き換えることになる。Meyer in Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider, § 15 Rz. 8.

て禁止されても、強制的買付申込みに関連する義務を免れるわけではない。そのため、前述の利息支払義務は課され⁴⁶⁾、買付けが実施できない期間、支配権取得者が支払うべき利息が増加することにより対象会社株主は保護されることになる。

公開買付けが禁止された場合、公開買付関係書類の公表は禁止され、そのような公開買付けにつき締結された契約は無効とされる（同法15条3項）。仮に応募株主がいた場合にも売渡にかかる契約の効力は否定される。また、BaFinはその裁量で、禁止にかかる決定をインターネットに公表することができる（同法44条）。さらに、次の1年間、強制的買付申込みに該当するのではない限り⁴⁷⁾、公開買付けの実施等が禁止される（同法26条1項・4項）。ただし、BaFinは、対象会社の同意があることを条件に、買付者からの申立てにより、この禁止を解除することができる（同条5項）。

さらなる権限として、不当な勧誘活動の禁止権限（同法28条）がある。買付申込みに関連する広告に起因する不正（Missständen）が認められる場合には、BaFinは特定の種類の広告を禁止することができる。ドイツの企業買収法の制定を促したヴォーダフォンによるマンネスマン社への敵対的公開買付けにおいては、メディアを通じた両者の激しい宣伝活動が行われ、これを契機にメディアを通じて株主に働きかける実務が定着し出したことが、この規律の導入を促したとされる⁴⁸⁾。この規律は、買付者と対象会社が相互に牽制・監視をする敵対的買収の場面よりも、友好的な買収においてさらに重要なものとなる。

また、前述の通り、秩序違反行為に対して過料を科す権限がある。

④ BaFinの処分に対する異議申立て

BaFinの措置に対して不満がある当事者は、その適法性の審査を申し立てることができ、これは、二段階の手続となっている。

まずは、異議申立て（Widerspruch）（企業買収法41条）と呼ばれる手続において、BaFinの内部で審査される。BaFinは、申立てから2週間以内に結論を出さなければならない。前述の委員会（Widerspruchsausschuss）の廃止後は、BaFinの職員のみが対応している。この異議申立ての結果に不満がある当事者は、不服審査手続（Beschwerde）（同法48条）によって、フランクフルト・アム・マインを管轄する高等裁判所に訴え出ることができる。さらに連邦通常裁判所への上告もできる⁴⁹⁾。聞き取り調査によれば、実際には事前相談で買付者との見解の対立が解消されるため、公開買付けについて異議が申し立てられることはほとんどない⁵⁰⁾。

46) Meyer in Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider, § 15 Rz.8. なお、BaFinへの聞き取り調査においては、株主権の停止も効果の一つとしてあげられた。

47) ただし、強制的買付申込みの公表・実施が禁止されている場合は別である。

48) Hariri (Fn. 16), S. 187.

異議申立てや不服審査手続の申立権者に、BaFinの措置の名宛人である買付者が含まれることは当然であるが、対象会社の株主が、公開買付けの実施内容（例えば対価）に不満がある場合に、BaFinの許可を取り消させることができるか。

この問題は、ドイツでは、BaFinのような行政機関の措置に、個々の私人の利益を保護する（第三者保護（Drittsschutz））機能があるか、あるいは企業買収法上の関連規定が、私人の権利を保護する保護法規であるか、という問題として議論される。企業買収法4条2項には、「連邦監督機関⁵¹⁾は、公共の利益のために（im öffentlichen Interesse）のみこの法律により割り当てられた任務を引き受け、権限を行使する」と定められている。支配的な学説によれば、BaFinの監督権限は、企業買収市場に対する投資家の信頼を維持するために公開買付けのプロセスを監視するために付与されており、BaFinの措置には、第三者保護機能は原則として認められず、同項はそのことを明記した規定である⁵²⁾。それゆえ、対象会社株主は、異議申立手続の申立権はなく、BaFinが価格規制違反を看過したとしても、それにより、対象会社株主がBaFinに対して民事責任を追及することはできない⁵³⁾。

⑤ 過料制裁

公開買付けの実施に関して生じる行為義務への重大な違反は、秩序違反として過料制裁の対象になる（企業買収法60条）。たとえば、開示・通知の懈怠、虚偽や不完全な内容の記載、不記載、遅滞、方式の不遵守（方式が指定されている場合）、公開買付けの禁止に違反する公表や買付けの開始などが罰金の対象となる（同条1項1号ないし7a号）。また、対象会社の中立義務に関連する行為義務違反（たとえば、違法な買収防衛の発動）も罰金の対象とされている（同項8号ないし10号）。原則として、違法行為につき故意・重過失がある場合に限定されており、例外的に軽過失にも科されるのは、BaFinの調査を拒否する、広告の禁止命令に従わないなど、監督を妨げた場合に限られる（同条2項）。一部の行為については、

49) BaFinの措置の適法性に関する審査や、行政法上の法執行、罰金の手続き等の公法的な側面で裁判所が関わる場合には、その管轄はすべてフランクフルトの高等裁判所にあるものとされている（企業買収48条1項・62条1項）。不服申立に関する規律は、カルテル庁による競争法上の措置に対する不服申立制度と類似している。競争法上の不服申立の手続は、買収法とは異なり、一段階であり、Widerspruchに関する手続はなく、直接、裁判所に申し立てることになっている（競争制限禁止法（Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkung）63条ないし76条）。手続上の類似点と制度の目的の相違について、in KK-WpÜG/Pohlmann/Benzing, § 48 Rn. 13.

50) 聞き取り調査による。

51) 現在では、BaFinを指す。

52) Döhmel in Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, § 4 Rz. 25 ff.

53) 齊藤（前掲注7）132頁以下参照。このような条文は、破綻した銀行の顧客に対して瑕疵ある銀行監督に起因する損害を賠償する責任があることを認めた連邦通常裁判所の判決を受けて、その帰結を変更するために、銀行規制に導入されたのがその始まりであったことにつき、Baum, Protection of third-party interest under German takeover law, in Tison et al. (eds), Perspectives in Company Law and Financial Regulation, 2009, p.402.

法人にも科され、法人に対する過料の金額の上限は、総売上高を基準に、自然人の場合よりも高く設定されている（同条4項）。

過料制裁を科す権限はBaFinに与えられている（同法61条。BaFinの決定に対して、当事者は、フランクフルト・アム・マイン高等裁判所に異議申立てをすることができる。同法62条）。もっとも、公開買付規制関係について、過料が科された例はほとんどないようである⁵⁴⁾。

2 監督の実務

BaFinにおいて実際に公開買付けの監督業務を担うのは、「証券監督とアセットマネジメント」部門における「企業買収」担当に配置されている職員である⁵⁵⁾。聞き取り調査の当時、同部門には10人程度の職員が在籍しており、そのうち半数が法曹資格者であるということであった。公務員として登用され、ほぼ専属で公開買付規制を担当し、中には在籍年数が長く、実務に熟知し、コンメンタールや法律専門誌に寄稿する担当者も存在する。

BaFinの2024年度の年次報告書によれば、同年度における単純な買付申込みは0件、企業買収買付申込みは12件、強制的買付申込みは6件、非公開化のための買付申込みは14件、禁止がされたのは0件である⁵⁶⁾。公開買付けの監督は、公開買付けの実施のタイミングや件数に左右されるため、どの程度のマンパワーが必要とされるかについて確定的な判断は難しいものの、上記のような公開買付け市場の規模の下において、BaFinでは増員を必要性が認識される状況ではないようである。

大量保有報告書規制は、ドイツでは証券取引法に規定されており、公開買付規制とは別の部署が担当している。聞き取り調査によれば、大量保有報告の閾値のうち、30%の閾値にかかる報告状況については、大量保有報告制度の監督を担う部門と公開買付けの監督を担う部門が情報を共有する体制がとられている。

職員が直接コンタクトをとるのは、通常は、買付者（あるいは、支配権を取得したという

54) BaFinの年次報告書には過料制裁の状況にかかるデータも記載されているが、2023年度においても2024年度においても公開買付け規制違反にかかる過料制裁の実施に関する記述は見当たらなかった。聞き取り調査によれば、一般に、実務上、過料を課すか、その額をいくらとするかの判断は、BaFinの企業買収担当部門ではなく、規制横断的に対応する専門の部署が担当し、違反行為の重大さや執行のコスト等を考慮するかなり大きな裁量をもって運用されているとのことであった。

55) 今日の横断的な金融監督に対応するために、組織が再編される過程で、民間から有能な専門家を登用する必要性が認識され、BaFinの給与体系が改善されてきていることにつき、Hariri (Fn. 16), S.113. 改正法の理由書にも、金融セクターにおける激しい人材獲得競争がある中で、金融監督への要請に応えるために有能な職員を確保するために、待遇の改善が必要であることが指摘されている（Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung der deutschen Finanzaufsicht, BT-Drucks. 17/10040, S.2）。

56) Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2024, S.54. 禁止される件数は、あまり多くないが、2020年度に3件、2021年度に1件、2022年度に1件、2023年度および2024年度は0件である。

公表を行う者)であり、対象会社に連絡を取る場面はほとんどない⁵⁷⁾。企業買収法には、買収防衛の適法性にかかわる規律もあり、それに関する法的制裁も規定されているところ、敵対的買収自体が、今日のドイツでは非常に少ない上、防衛策の発動やどのような買収案件が望ましいかについて経営陣に事実上広い裁量があるために、防衛策に関する規制違反による法的制裁の発動が現実化することがほとんどないようである。

企業買収法の運用について、BaFinには一定の裁量が認められるものの、BaFinの審査は、法的適合性に関する側面に限られ、実質的な判断には立ち入らない、例えば、法定の要件を満たしている限り、実施方法が強圧性的である理由で許可を与えないという状況は想定されておらず、価格規制についても、法定の基準を満たしている限り、それ以上の審査をしない。ただし、価格規制においては、一定の場合(とりわけ、参照に適する市場価格が存在しない場合)、対象会社の企業価値を評価することが必要になり、外部有識者、専門業者の協力を仰ぐことになる。他方で、前述の通り、ドイツにおいては、公開買付規制のエンフォースメントの多くは、民事的解決に委ねられており、たとえば、株主権の停止の判断も、株主総会の決議取消の訴えを担当する商事裁判所に委ねられるが、例えば、株主権の停止にかかる企業買収法59条の解釈が争われる民事裁判において、BaFinに意見を求められることは通常はないということであった⁵⁸⁾。

VI 日本に対する示唆

ドイツの公開買付規制における監督・エンフォースメント体制には、以下のような特徴が認められる。

まず、公開買付規制には解釈の余地や運用の幅があり得ることを前提に、国家の監督機関であるBaFinにその裁量が与えられている。他方で、その措置に対する異議申立ての手続が整備されており、実際に利用されることは少ないものの、透明性の確保と恣意的な運用の回避に繋がっているといえる。

BaFinによる監督においては、当初は外部有識者の登用・活用が企図されていたが、企業買収法が制定されて20年以上経った現在においては、ノウハウが蓄積されたことを理由に、専ら公務員(ただし、一定数の法曹有資格者が存在する)が担っている。

わが国の伝統的な公開買付規制は、内閣府令を含む法令に必要なことを書き尽くすことに

57) 聞き取り調査によれば、かろうじて対象会社とコンタクトをとることがあるとすれば、対象会社が意見表明を行うべき場合に、電話等により事情を聞くということがあるかもしれないということであった。

58) 聞き取り調査による。企業買収法の制定当初は、同法ないし同法上の規定が、私法上の請求権を基礎づける「保護法規」であるかについて、意見を求められることがあったが、この問題は現在では決着したという回答を得た。

注力しており、監督当局は、提出された書類の形式的な審査のみを行う建て付けになっているが、一方には法の運用が硬直的になるおそれが存在し、他方には、運用の幅があるために必要な実質的な判断を当局が行うものの、それについて異議申立ての途がないために透明性に欠けるおそれがあるように思われる。令和6年法改正により、規制柔軟化のために、当局に一定の裁量があることが明らかにされたことは、歓迎されるべきである。他方で、裁量に委ねられる領域が増えていくのであれば、その判断に異議を申し立てる手続の整備も必要となってくるであろう。

もっとも、ドイツでの運用をみる限り、実際のところは、非公式な事前相談において、関係当事者と当局との見解の相違の多くは解消されており、ドイツでは、当局と直接の設定を持たない利害関係者（特に対象会社株主）が、当局が許可した公開買付けに適法性・妥当性が欠けることが判明した場合に、どのように救済されるのかが課題とされている。BaFinの審査は、限られた時間内に、限られた情報の元で行われることに配慮して、許可が撤回されることや、事後的に結果としてその判断に過誤があったことを理由に、BaFinが民事的な責任を問われることを回避する解釈・立法が展開されている。BaFinには把握することができない、あるいは看過した事実関係により対象会社株主が不利益を被る事態については、買付者と対象会社株主との間の民事的な（金銭的）解決に委ねられる。

ドイツの公開買付規制のエンフォースメントの3本柱は、過料制裁、利息支払義務、株主権の停止である。このうち、過料制裁は、広く行為規制違反をカバーしているものの、実際に科されることは稀である。利息支払義務、株主権の停止は、主として、強制的買付申込みの懈怠に向けられている。加えて、価格規制に服する企業買収買付申込みおよび強制的買付申込みにおいては、応募株主に、適正な対価と公開買付における対価との差額にかかる私法上の請求権が認められている。この請求権のうち、①別途買付けの価格との差額、②事後取得の価格との差額にかかる請求権は、企業買収法の明文規定に根拠づけられ、③事前取得の価格との差額にかかる請求権は、一般私法の解釈により導かれる。さらに、BaFinに公開買付けの禁止（不許可）の決定を受けた買付者は、その後原則として1年間、同一対象会社に対する公開買付けを禁止される、という規律も、関係者の慎重な行動を促す強力なエンフォースメントであると思われる。

英国では、支配権取得をもたらす買付けにおいて、部分買付けも一定の条件の下で認められるが、その後一定期間の買増が原則として禁止されているのに対して⁵⁹⁾、ドイツでは部分買付けが禁止される一方、別途買付けや公開買付期間後の買増は認められるが、そこに価格規制が及ぶという取扱いになっている。BaFinの監視が及びにくい別途買付けや事後の買増しを認めつつ、価格規制を課すという立法を採用されているのは、これらの領域におけるエ

59) 英コード・ルール9.1, 36.1, 36.3参照。

ンフォースメントを買付者と応募株主との間の民事的な解決に委ねるといふ割り切りがされていることと無関係ではないように思われる。立法による規律により、事前規制における義務や手続の遵守状況については国家の監督機関が監視し、公開買付け開始後の利害関係者（対象会社株主）の財産的地位の保障や会社運営の公正さの担保は、大幅に私法に委ねるといふ采配も可能となったといえる。

支配権取得の閾値を跨ぐ公開買付けに規制が及ぶ点は、ドイツとわが国に共通する。しかし、ドイツにおいては、支配権取得の閾値を跨ぐ公開買付けは、原則として、強制的買付申込みにしたがった形で、すなわち全部買付けとして行われる必要があり、申し出られるべき対価には価格規制が及ぶ。また、ドイツにおいては、閾値を跨ぐ際に企業買収公開買付けを実施するかどうかは、任意であり、閾値を跨いでから、強制的公開買付けを実施すれば、義務を果たしたことになる。したがって、閾値を超える事態が判明した場合に、事後的に強制的買付申込みを実施させることを促せば、基本的には規制の趣旨は達成されたことになる。強制的買付申込みについては、全部買付けであること、価格規制によって最低価格が定まることから、最低限であれ、法の要請を満たす公開買付けの内容が特定されうる。

これに対して、わが国の30%ルールは、支配権取得の閾値をまたぐ取引が金融商品取引法に依拠した公開買付けで行われることを求め、対象会社株主に「機会の」平等を保障するものである。したがって、閾値を跨ぐ取得が、公開買付け以外の方法で行われていないかを監視することを要するが、これは必ずしも容易ではないように思われる。また、わが国においては、価格規制はなく、全部買付けが求められる場面は限定的である。30%の閾値を跨ぐ取得が違法になされたとして、適法な買付けとは何か、ないし、それによりもたらされうる状態が明らかでない（たとえば、対象会社のある株主が、市場価格を上回る価格であれば、どのような価格であれ応募するつもりであったとしても、適法に公開買付けが実施された場合の買付数は不確定である以上、当該株主の株式が全部買付けられたかどうかは明らかではなく、市場価格以上で買付けがされることも保障されていない）。そのため、閾値を跨ぐ違法な取得の差止めは別段、適法な公開買付けの実施の懈怠に対して、私法上の請求権により、事後的に適法な公開買付けが実施された場合の状態を実現することは難しい⁶⁰⁾。少なくとも、現行法においては、30%ルールのエンフォースメントについては、罰金・課徴金による抑止効に依拠せざるを得ないと思われる。

立法論としては、これに加えて、30%ルールに違反して取得された株式につき、株主権ないし議決権を停止することにつき、検討する余地がある。もっとも、ドイツにおいては、閾値を超える取得の方法は制限されておらず、支配権取得から一定期間内に強制的買付申込み

60) 公開買付け実施義務の違反における損害額の算定の困難について、東京高判平成20・7・9金融・商事判例1297号20頁参照。

をすれば足り、株主権停止は、この強制的買付申込みにかかる義務違反の発生から適法な行為がされるまでの暫定的なものとして位置づけられている。これに対し、制度の建て付けが異なり、閾値を跨ぐ取引自体が規制され、違法な取得がされた場合に、その状態を解消する制度がないわが国においては、停止される期間について、ドイツのように定めることはできない。わが国において考えられ得る制度の一例は、違法に30%の閾値を跨ぐ取得がされた場合においても閾値を跨ぐ取得が当然には無効とならず、監督当局が30%以下の水準まで株式数を引き下げを命じ、30%を下回る水準になるまで30%を越える部分の議決権は行使させないというものである。

この場合に、ドイツのように、実体法上、即時に議決権停止がされる制度がよいのか、監督当局により、あるいは関係者の監督当局・裁判所に対する申立てにより議決権を停止させる制度がよいのかについては、それぞれに一長一短あるように思われる。

直ちに権利が停止する仕組みの下では、株主総会の開催間際や開催後に違反が判明した場合においても、決議を争う訴えの提訴期間内に訴えを提起できる限り、事後的に、買付者による違法な議決権行使により成立した決議の効力を否定することが可能となる。そして、買付者に合算されるべき議決権の範囲が関係者の主観等にも左右される制度の下では、議決権（ないし株主権）停止の有無は、関係者の行動、取引の経緯等に基づき判断しなければならない。このような判断は、一般民事を扱う裁判所に馴染むものである。

他方で、上場会社の株主総会において、この種の紛争が常に潜在的に存在しているとすれば、円滑な企業運営は困難となろう。ドイツにおいては、議決権停止が争われた事案は皆無ではないが、ほとんど存在しないと見てよいほどに少なく、現地の上場企業における株主総会運営を妨げる制度であるとは認識されていないようである。これに対して、わが国では、対象会社が議決権行使の適法性を確認できないまま株主総会が開催される余地を残すことに対して、実務関係者の抵抗感が強いと思われる⁶¹⁾。したがって、実際には、裁判や命令、あるいは対象会社による公告などにより、停止されるべき議決権が確定している状態で株主総会を開催できる制度の実現が要請されるであろう。

令和6年金商法改正前の（旧）3分の1ルールについては、エンフォースメントの強化を通じてその違反を抑制する必要性は乏しかったと思われる。公開買付規制違反に対する罰金は高額になり得ることから、抑止効が強いが、それだけでなく、当時は、市場取引により閾値を適法に超えることができた。買収スキームが複雑である、あるいは解釈上の争いがあるなどの理由で3分の1ルールに抵触することが事前に明らかでないような場合を除いて、同ルールに違反するような取引は行われにくかったのではないかと推察される。しかし、令和

61) ドイツにおいても、株主権停止を生じさせる義務違反が存在しないことを公的に確認する制度が存在しないことに伴い生じる不確実さを、立法論として問題視する見解があることにつき、Hariri (Fn. 16), S.206 ff.

6年改正により、閾値を超える取得は原則として公開買付けによることが求められるようになり、以前にも増して、(過失による場合も含めて)違反が生じる可能性が高まったといえる。もっとも、単に制裁を強化するだけでは、実務の萎縮を招くおそれもあることから、将来的には、特別関係者の範囲の明確化をはかりつつ事前規制を維持するのか、欧州型義務的公開買付けの導入も視野に入れて事後規制中心に移行するのかなどについても検討していくことになる⁶²⁾。

(京都大学公共政策連携研究部教授)

62) 齊藤真紀「公開買付規制の課題」商事法務2367号(2024年)58頁。