

資 料

EU 法最新動向研究 (13)

EU 法最新動向研究会
(代表者 中 村 民 雄)

ジャーナリストによる
インサイダー情報の開示と「報道の自由」
——Case C-302/20, AMF, EU : C : 2022 : 190——

上 田 廣 美

ジャーナリストによる インサイダー情報の開示と「報道の自由」 —— Case C-302/20, AMF, EU : C : 2022 : 190 ——

はじめに

EU 法は、資本市場の濫用に関する指令 (2003/6 指令)⁽¹⁾ および規則 (596/2014 規則)⁽²⁾ を定め、資本市場の経済機能とその健全性を確保している。とくにインサイダー情報による取引に関する立法は、市場濫用に関する法律の重要な構成要素であり、株式発行者による適時開示・情報の非対称性による取引 (いわゆるインサイダー取引) の禁止・インサイダー情報の違法な開示の禁止により、すべての市場参加者が平等な立場にあることを保障している。本先決裁定⁽³⁾ は、インサイダー情報の要件である「明確な性質」とは何か、インサイダー情報開示の禁止の適用除外となる「報道目的」とは何かを問うた事例である。

-
- (1) Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), OJ L 96, 12.4.2003, p.16-25.
 - (2) Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance, OJ L 173, 12.6.2014, p.1-61.
 - (3) (先決裁定) Judgment of the Court (Grand Chamber) of 15 March 2022, M. A v Autorité des marchés financiers (Case C-302/20). ECLI : EU : C : 2022 : 190. (法務官意見) Opinion of Advocate General Kokott delivered on 16 September 2021, M. A v Autorité des marchés financiers (Case C-302/20). ECLI : EU : C : 2021 : 747.

1. 事案の概要と争点

(1) 事案の概要

金融ジャーナリスト A 氏は、英紙 Daily Mail のウェブサイト「Mail Online」に「Market Report」と題する資本市場情報を連載していた。2011年6月8日夜の記事⁽⁴⁾は、「LVMH 社が Hermès 社の株式に対する公開買付を行い、その買付価額は1株当たり350ユーロ」という内容であった。この価額は当該記事掲載日の終値に対して86%のプレミアムを表しており、記事公表以降、Hermès 株式の市場株価は取引開始後から0.64%上昇、取引中4.55%の高値となった。2012年6月12日深夜の記事⁽⁵⁾は、「Maurey & Prom 社（以下、MP）の株式が1株当たり約19ユーロで公開買付の対象となる」という内容で、この価額は当該記事掲載日の終値に対して80%のプレミアムを表しており、記事公表以降、MP 株式の終値は17.69%高となった。2012年6月14日、MP 社は、この公開買付情報を否定している（裁定18-20段）。

フランスの金融市場庁（Autorité des marchés financiers, 以下 AMF）の調査によると、上記2つの記事公表の直前、複数の英国居住者により Hermès 株式と MP 株式に対する買い注文があり、記事公表翌日以降に利益をもって売却されており、さらに電話通信記録⁽⁶⁾の分析を行ったところ、A 氏が記事公表の直前に電話で連絡をとっていた複数の人物には、A 氏が資本市場に関する情報交換のために何年にもわたり定期的に連絡を取り合っていた金融アナリスト関係者が含まれており、上記の株式の購入者であったことが判明した（裁定21段）。2018年10月24日、AMF 懲罰委員会（la commission des sanctions de l'AMF）は、A 氏が関係者に Hermès 株式と MP 株式の公開買付開始の風評（rumours）をリポートする記事の公表を予告するインサイダー情報を提供したことは AMF 規則622-1条および622-2条⁽⁷⁾違反にあたるとして、A 氏は関係

(4) <https://www.dailymail.co.uk/money/article-2001097/MARKET-REPORT-GEOFF-FOSTER-Herm-s-shares-fashion.html>

(5) <https://www.dailymail.co.uk/money/markets/article-2158387/MARKET-REPORT-Petrol-rumours-fuel-oil-trading.html>

(6) 法務官意見23段参照（情報提供が電話によることは法務官意見のみ言及）。

(7) 現行規定では削除。AMF 規則621-1条は「インサイダー情報の定義」、同規則622-1条は「インサイダー情報保有者の避止義務」、同規則622-2条「避

者（B氏とC氏）に対しHermès株式に関するインサイダー情報を、C氏に対しMP株式のインサイダー情報をそれぞれ違法に提供したかどで、A氏に40000ユーロの罰金を課す決定を行った（裁定22-24段）。A氏はこの決定を不服としパリ控訴院（Cour d'appel de Paris）に控訴した。2020年7月9日、パリ控訴院⁽⁸⁾は、EU裁判所に付託しその先決裁定を求める旨の判決をした。

（2）争点——付託裁判所の先決問題

争点となった4つの先決問題のうち、一つ目は、「金融商品の発行者に関する市場の風評をレポートする記事の公表を予告する情報」（本件情報）がEU法上のインサイダー情報に該当するかという点である。これには、EU法上のインサイダー情報を認定する要件の一つである「明確な性質（of a precise nature）」の要件が満たされる必要がある。2003/124指令1条1項は「明確な性質」の必要十分条件に「金融商品の価額に対する影響をもたらす」ことを定めている。付託裁判所は、当該記事に署名したジャーナリスト名・公表を行うメディア機関名とその評判、公開買付の買付価額の記載および実際の（事後的）当該株式の価額への著しい影響等が、「明確な性質」を有するかを評価するために必要な要素であるか、を問うた。

二つ目は、本件情報が「明確な性質」の必要な要件を満たし、インサイダー情報であったとしても、596/2014/EU規則21条の定める「報道目的」として、インサイダー情報開示禁止の適用除外となるか、である。つまり、ジャーナリストが、記事公表前に、通常の情報源に対して本件情報を提供したことが「報道目的」に該当するかを問うた。

三つ目は、596/2014規則10条と報道目的の関係性である。インサイダー情報が同規則21条にいう「報道目的」で開示された場合においても、同規則10条の定める職業上の開示が例外的に認められる要件（「雇用、職業または職務の通常の行使の範囲で開示がなされたこと」）を評価する必要があるか、である。

最後に、ジャーナリストにも同規則10条が適用される場合、開示が職業上の行使として「厳格に（strictly）必要」であり、かつ「比例性の原則」を遵守している場合に限り正当化されるか、である。

以上、4つの先決問題がパリ控訴院からEU裁判所に付託された（裁定31

止義務の対象者」を定めていた。

(8) CA Paris No RG 18/28497, Arrêt du 9 juillet 2020.

段)。

2. EU 裁判所の先決裁定

(1) 第1先決問題

EU 裁判所は、「インサイダー取引・市場操作に関する2003/6/EC 指令第1条1項は、インサイダー情報の認定のために、本条と2003/124/EC 指令1条1項の意味するところにより、金融商品の発行者に関する市場の風評をリポートする記事の公表を予告する情報は、「明確な性質」の情報を構成する可能性があり、ならびに、将来の公開買付における当該発行者株式の買付価額、記事に署名したジャーナリストの氏名や公表を行うメディア機関名を当該記事に掲載することは、公表以前に開示(提供)されたものであるかぎり「明確な性質」を評価するための関連要素となる。証券の価額に対して当該公表がもたらした実際の影響が、「明確な性質」の評価を有するための事後的(expost)証拠となる場合、公表に先立って周知または開示された他の関連要素を審査せずに、「明確な性質」を証明することは十分ではない。」と判示した(裁定57段・91段1)。

(2) 第二先決問題

EU 裁判所は、「596/2014/EU 規則21条は、ジャーナリストが本人の通常の情報源の一つに対して、市場の風評をリポートする本人の報道記事を予告する情報の開示は、その開示が公表の準備調査作業を含む報道活動の行使上に必要な場合は、その開示は21条における「報道目的」とであると解釈される」と判示した(裁定71段・91段2)。

(3) 第三・四先決問題

EU 裁判所は、「596/2014/EU 規則10条および21条は、ジャーナリストによるインサイダー情報の開示が、その職務の行使上に必要であり、かつ比例性の原則を遵守しているとみなされる場合は、合法であると解釈されなくてはならない」と判示した(裁定89・91段3)。

3. 解説

(1) 本先決裁定の意義

本先決裁定において、EU 裁判所は、2003/6/EC 指令 1 条 1 項⁽⁹⁾の定めるインサイダー情報の定義として 4 つの要件を挙げ（裁定 33 段）、「明確な性質」の解釈を示し、「金融商品の発行者に関する市場の風評をリポートする記事の公表を予告する情報」はインサイダー情報を構成する可能性があり、公開買付における買付価額、執筆するジャーナリスト氏名や公表を行う報道機関名は「明確な性質」を評価するために関連要素となとした（裁定 47-52 段）。また、関連要素を審査せずに、事後的に株式相場に著しい影響があったことだけでは「明確な性質」の証明にはならないとした（裁定 53-56 段）。一方、EU 裁判所は、本件情報が「明確な性質」に該当するか否かの事実認定は示さなかった。

そのうえで、「報道目的」によるインサイダー情報の開示は、民主主義社会における報道の自由・表現の自由により EU 法において正当化できるとし、風評を検証するためにジャーナリストが記事公表の準備段階で行う調査作業も「報道目的」の一環に含まれる（裁定 64 段）とした。

そして、インサイダー情報の開示が「報道目的」により合法、つまり正当化できるのは、その職務上の通常の行使に必要であり（裁定 75 段）、かつ比例性の原則を遵守している場合に限りされると結論付けた（裁定 89 段）。

本先決裁定の意義は、ジャーナリストがインサイダー情報開示を行った場合、違法となる可能性があるものの、職業上の必要性と比例性の原則により正当化しうることを示した点と、大法廷がインサイダー取引と市場の濫用に関する EU 法規定の解釈を、資本市場の濫用を防止する実質的な保護と、かたやジャーナリストの報道の自由の保護を比較衡量することにより行った点であると考えられる。資本主義経済と民主主義における報道の自由の緊張関係を、EU 裁判所は、法務官意見のほか、EU 裁判所と欧州人権裁判所の多くの先例を組み合わせて、理論構成している。

(9) 「インサイダー情報」の要件として、①情報は「明確な性質」であること、②情報が公表されていないこと、③直接的または間接的に 1 又は複数の金融商品またはその発行者に関連すること、④情報が公表された場合、関連する金融商品の価額、または関連する金融派生商品の価額に著しい影響をもたらす可能性があること。

しかし、EU裁判所は、先決問題の争点を整理し、「明確な性質」と「報道目的」については一定の見解を明らかにしたものの、先決問題に対する付託裁判所への回答を付与したわけではない。本先決裁定のもう一つの意義は、事実認定する唯一の管轄権が付託裁判所にあることに鑑み、596/2014規則21条の解釈は付託裁判所の完全な自由であるとして、その事実認定の余地を残したことである⁽¹⁰⁾という指摘がある。本事案の事実認定は国内裁判所の今後の課題とされた。

(2) 本先決裁定の理由付け

では、上記をふまえ、先決問題の主な争点につき、EU裁判所の理由付けを検討する。

【「明確な性質」の解釈】

第一先決問題では、インサイダー情報の要件の一つとして2003/6指令1条1項の定める「明確な性質 (of a precise nature)」の解釈が問題となった。2003/124指令1条1項によると、「明確な性質」の必要十分条件は、「i. 現に存在しているか、存在が合理的に期待される状況または事象を示していること、ii. それらが金融商品または関連する金融派生商品の価額に影響をもたらすことが十分に明白であること」としている。iiの条件について、EU裁判所は、先例(C-628/13, para.31)⁽¹¹⁾を引用し、「曖昧かつ一般的な情報」であり、(その情報から)関連する金融商品の価額に影響が生じた結論付けることができない場合は、インサイダー情報の概念から除外される、とした(裁定38-39段)。

本件情報が上記の必要十分条件を充当して「明確な性質」を有するかは、記事のテーマを形成する情報の性質に密接に関係する。EU裁判所は、特定の部類の情報(例:公開買付の開始)に属する情報が「明確な性質」とみなされることは除外できない(裁定42段英語版)⁽¹²⁾とした。かりにある特定の部類を除

(10) Pierrick BRUYAS, *EUROPE*, No.5 MAI 2022, *Commetaire*163, p.25-26.

(11) Judgement 11.03.2015, Lafonta, C-628/13, EU:C:2015:162. W社(L氏は代表取締役)はSG社の株式取得を可能とする財務操作に関する情報を公開しなかったことにつきAMFから罰金裁定を受けた。公開すべき情報とは何かをめぐり、インサイダー情報を定義する2003/6指令および2003/124指令の規定の解釈が問題となった事案。

(12) 情報の「明確な性質」は、特定の部類の情報(例:公開買付の開始)とい

外すれば、EU 資本市場全体の保護と投資家の信頼強化という2003/6指令の目的に反することになり、市場参加者の平等性を毀損する。その理由として、EU 裁判所は3つの先例と法務官意見49段を引用している。まず「(資本市場の) 信頼は投資家同士が平等な立場におかれ、インサイダー情報の不適切な使用から保護されることから生まれる」(C-628/13, para.21) とし、2003/06指令2条1項の定めるインサイダー情報開示の禁止の目的は、「インサイダー情報を保有し他の投資家より有利な地位にある当事者の一方が、その情報を知らない他の当事者の被る損害に当該情報を用いることを防止することにより、株式取引における当事者間の平等を確保する」(C-45/08, 23.12.2009, para.48)⁽¹³⁾ ことである。法務官意見49段は、「ある投資家が風評の公表を予告により知っているという事実は、一定の状況では、同人の他の投資家に対する有利性を認定するには十分である」とする。つまり、風評(の公表)に属する部類を、2003/6指令1条1項にいう「インサイダー情報」に該当しないとすれば、関連する金融商品の価額に影響を持つような内容であっても、同指令の対象外となり、「当該情報を知らない他の市場参加者に損害を与える」(C-19/11, 28.6.2012, para.36)⁽¹⁴⁾ ことになり、その情報を保有する市場参加者に利用され、不平等が生じることになる。

以上により、EU 裁判所は、市場の風評に関する記事の公表を予告する情報であっても、2003/6指令1条1項と2003/124指令1条1項にいう「明確な性質」に該当する可能性は排除できない、とした(裁定43-46段)。

次に、EU 裁判所は本件情報が、関連する金融商品または金融派生商品の価額にもたらす影響(iiの条件)につき、風評の信憑性(風評をレポートする情報源の信頼性)を検討すべきと指摘した。先例(C-628/13)は、「金融商品の

う事実から除外することはできない(=含む)(裁定42段仏語版)。

(13) Judgement 23.12.2009, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck, C-45/08, EU : C : 2009 : 806. 本件はS社が従業員の福利厚生として持株(ストックオプション)を付与するために市場から自社株を購入した際、これがインサイダー取引にあたるとして、CBFA(銀行、金融、保険委員会)より罰金裁定を受けた事案で、2003/6指令の目的が問題となった事案。

(14) Judgement of 28.06.2012, Gelti vs Daimler, C-19/11, EU : C : 2012 : 397. 本件は、D社の任期満了による役員交替と第2四半期業績の適時開示後、D社の株価が急上昇したため、開示以前にD社株式を売却した投資家らが、売却損の原因はD社の適時開示のタイミングが遅いことによるとしてD社に損失補填を請求した事案。

発行者名と予想される公開買付の条件を示す要素を含む情報」は「関連する金融商品の価額に影響しない曖昧かつ一般的な情報ではない」としており、公開買付の風評の一部に予想される買付価額を記載することは、情報が「明確な性質」に該当する可能性が生じるとした(裁定48-49段)。

EU裁判所は、この他の要素(factors)も、本件情報が「明確な性質」であるかの評価に寄与し、記事のジャーナリスト名や公表するメディア機関名やその評判は決定的(decisive)なものとなりうるとした。すなわち、ジャーナリストやメディア機関の名前によって信頼できる風評であると投資家が考える場合には、これらは風評の信憑性を構成する要素として評価することができ、記事の公表を予告する情報に上記の要素(記事の著者名や公表するメディア機関名)が含まれることが特定の人物に伝えられた場合、上記の要素は風評の信憑性を強めることになる(裁定50-52段)。よって、EU裁判所は、買付価額のほか、記事の著者名・メディア機関名等の他の要素を記載することは、風評の信憑性を補強し、関連する金融商品または金融派生商品の価額に影響をもたらすことになり、風評が内容とする情報が「明確な性質」に該当する可能性があるとした。

さらに、EU裁判所は、関連する金融商品または金融派生商品の価額に対して事後的(expost)に与えた著しい影響が、情報の「明確な性質」を評価するための要素となるかにつき検討している。EU裁判所は、当該情報自体が「明確な性質」を帯びていなければ、公表しても著しい影響をもたらさないので、(影響があったということは)当該情報が「明確な性質」を帯びている可能性があり、関連する金融商品の価額に対する現実(actual)の影響は、公表した当該情報が「明確な性質」を帯びていたことにつき、事後的な証拠を構成する(裁定56段)とした。ただし、EU裁判所は、公表に先立ってすでに知られている、または開示されている他の要素の審査を行わず、(現実の影響のみで)明確な性質を証明することは十分ではない、とした(裁定57段)。

以上のごとく、EU裁判所は、「明確な性質」の解釈について、一定の見解を判示しているが、本件情報への事実認定は行わず、付託裁判所に委ねている。

【596/2014規則の適用関係】

本先決裁定の実質審理は、第二先決問題の検討において本事案以後に施行された596/2014規則を適用している。この点につき、EU裁判所は、かりに同規則が本件の審理に適用されないとすれば、「報道目的」による適用除外の主張は排除され、第2～4先決問題に対する回答はできないことになると述べてい

る（裁定58段）。法務官は、EU 裁判所の刑事法に関する先例（C-650/13）⁽¹⁵⁾を引用して、「Lex minitor の原則（より寛大な刑罰の遡及適用）が本件にも適用されるには、同規則21条の解釈による」とし、むしろ「同規則10条は2003/6指令3条⁽¹⁶⁾に比べて寛大というより同等（comparable）である」として、Lex minitor の原則の適用を否定した（法務官意見68-69段）。とすれば、596/2014規則を本件の実質審理で適用するためには別の理由が必要となる。そこで、EU 裁判所は、「ある EU 法の解釈が当該訴訟と無関係であることが明らかでない場合は、当該 EU 法の適用に対する異議申し立ては先決裁定の受理には影響せず、当該 EU 法をその実質審理で扱いうる」とした先例（C-319/19）⁽¹⁷⁾を引用して（裁定60段）、596/2014規則を本件の実質審理に適用するとした。これにより同規則の言及する「報道目的」の検討が行われることになった。

【報道の目的と「報道の自由」】

ジャーナリストには「報道の自由」の保障があり、フランスでは1881年7月29日法、欧州基本権憲章11条のほか、596/2014規則21条を受けて、「報道目的」によるインサイダー情報開示の禁止の例外（適用除外、*dérogation*）が認められている。しかし、本事案の原決定（AMF 決定、2018年10月24日）は、本件情報の開示はインサイダー情報の違法な開示にあたるとしてジャーナリストに罰金を課した。AMF は、一般公衆ではなく特定の情報源に対して公表予定しているインサイダー情報を提供する行為は、同規則21条にいう「報道目的」の対象ではないとし、本件の風評は、（事後的に）当該金融商品の株式相場に著しい影響が生じたことからインサイダー情報であったとした⁽¹⁸⁾。付託裁判所であるパリ控訴院は、2020年7月9日判決において、インサイダー情報の概念とジャーナリストが特定の情報源に情報提供することも「報道目的」に含まれるかにつき、EU 裁判所に付託し、その旨はパリ控訴院 HP のプレスリリースにも掲載された⁽¹⁹⁾。

(15) C-650/13, 6.10.2015, para.53. EU : C : 2015 : 648. 刑事法の事例。

(16) 雇用・職業・職務上のいずれかの通常の行使に必要な場合には、インサイダー情報開示の禁止が適用除外されるとする規定。

(17) C-319/19, 28.10.2021, para.25. EU : C : 2021 : 883.

(18) BONNEAU/PAILLER/ROUAUD/TEHRANI/VABRE, Droit Financier 3e (2021) LGDJ, p.989-992. AMF 決定につき、BRDA 24/18, 15 dec.2018, p.6-7 : *Bulletin Joly Bourse*, mars-avril 2019, p.22-28.

(19) https://www.cours-appel.justice.fr/sites/default/files/2020-07/D%C3%A9cision_9juillet2020.pdf Décision_9juillet2020.pdf (justice.fr)

これに対し、EU裁判所の本先決裁定は、「報道の自由」は基本権憲章11条と結びついており、ジャーナリズムなど表現の自由に関する概念を広く解釈した先例 (C-345/17)⁽²⁰⁾を引用し、さらに欧州人権裁判所の2つの事例⁽²¹⁾を引用して、調査・準備活動まで「報道目的」による保護に含められるとした。

しかしながら、EU裁判所は、596/2014規則21条にいう「報道目的」としてインサイダー情報の開示を正当化する場合には、同規則21条 a あるいは b⁽²²⁾の条件に該当しないことに加え、同規則10条にいう職務上の必要性⁽²³⁾も求められ、さらに比例性の原則をクリアしなければ、インサイダー情報の開示は正当化できないとして、具体的に先例を引用して結論に至っている。

本先決裁定においてEU裁判所大法廷は、本件情報がインサイダー情報となる可能性を示したものの、事後的に株式相場に影響があったことだけではインサイダー情報であると認定できないとした。また、「報道目的」には一般公衆だけでなく特定の情報源に対する取材調査の作業も含まれるとした。

したがって、今後、付託裁判所において、本事案におけるこれらの要素は正当化できないと事実認定しないかぎり、AMFの決定は覆る余地が残されたと思われる。

(20) C-345/17, 14.2.2019, para.51. ECLI : EU : C : 2012 : 122.

(21) *Dammann vs. Switzerland*, ECHR 25.04.2006, para.52. 本件は、刑事事件報道記事の取材調査の段階で情報入手したジャーナリストが、当該情報が公表記事に含まれなかったにもかかわらずスイス当局から罰金が課せられた事案で、「公表前段階を対象とした報道の自由の制限は、ECHRの審理の対象範囲であり、大きな危険をもたらす可能性があり最も慎重な審理が必要である (para.52)」としたうえで、当該罰金は民主主義社会の利益に対して合理性を欠くものとして、比例性の原則に反するとした事例。同旨、*Satakunnan Markkinaporssi Oy and Satamedia Oy vs. Finland*. ECHR 27.06.2017, 「情報の収集は、ジャーナリズムの仕事において不可欠な準備段階であり、それは報道の自由の内在于、保護されることは十分に確立している (para.128)」。

(22) 596/2014規則21条は、a「(情報開示の)関係者等が情報開示により直接的または間接的に利益または恩恵を受けるとき」、あるいはb「開示が金融商品の売買注文または相場に関して市場を誤解させる意図で行われるとき」は適用されない。

(23) 596/2014規則10条は、インサイダー情報の違法な開示を定義し、ただし雇用・職業、職務の遂行中の必要性がある場合は除外される。