

EUにおける目論見書統一指令の採択

2003年7月15日、欧州連合（EU）の閣僚理事会は、2001年から審議を続けてきた目論見書規制統一に関する指令を正式に採択した。EU構成国は、2004年6月末までに本指令の内容を実施するための国内法整備を完了させなければならない。1999年に発表された「金融サービス・アクション・プラン」（FSAP）に基づき、2005年に予定される国際会計基準の導入をにらんで進められているEUにおけるディスクロージャー制度の統一へ向けて、また一歩前進することになった。

1. 目論見書統一指令制定の背景

EUは、1999年5月に発表された「金融サービス・アクション・プラン」（FSAP）に基づいて、2005年の完了を目標に、金融サービス分野での市場統合を促進するための立法作業を進めている。企業情報開示（ディスクロージャー）制度の統一は、FSAPにおける三つの戦略的目標の第一として掲げられている「EU単一ホールセール市場」を確立するための措置であり、2001年以降、検討が本格化している¹。

欧州における目論見書制度は、米国やわが国の制度とは異なり、証券公募時に作成されるいわゆる販売目論見書と取引所市場等への上場時に作成される上場目論見書の二つから成っている。

既に、1980年代には、上場目論見書に関しては「証券取引所の上場認可に際して公刊される書類の統一に関する指令」（80/390/EEC）、販売目論見書に関しては「証券公募に必要な目論見書の調整に関する指令」（89/298/EEC、以下「89年指令」と呼ぶ）が採択されていた²。

これらの指令によって、ある構成国で承認された目論見書の他の構成国における使用を原則として容認する「相互承認」（mutual recognition）が制度化され、域内資本市場の統合は一定の進展をみせた。しかし、後述するように、これらの指令による相互承認には様々な制約が残されており、一度承認を受けた目論見書によって域内の全ての国で円滑な資金調達や上場が可能になる「単一パスポート」が実現したとは言い難い。

そこで、FSAPに基づく立法作業では、上場目論見書と販売目論見書のいずれについても

¹ 大崎貞和「EUにおけるディスクロージャー制度統一の動き」『資本市場クォーターリー』2003年夏号参照。

² なお、上場目論見書に関する指令は、現在では、2001年に採択された証券の上場と情報開示に関する統合指令（2001/34/EEC）に取り込まれている。

「単一パスポート」の制度化が目指されることになった。最初の指令案は、2001 年 5 月に提出され、その後、2002 年 8 月には修正案が提出された。その後、欧州議会、諮問機関における審議が順調に進められ、2003 年 7 月、目論見書統一に関する新たな指令の採択に至ったのである。以下では、新指令の主要な内容を紹介する³。

2. 目論見書統一指令の概要

1) 指令の目的と適用範囲

(1) 指令の目的

目論見書統一指令の目的は、証券が公募される際に公刊される、いわゆる販売目論見書と証券が構成国の規制市場 (regulated market) での取引を認められる際に公刊される、いわゆる上場目論見書の作成、承認、交付に係わる規制を調和化させることである (指令 1 条 1 項、以下目論見書統一指令の条文は条数のみを示す)。

ここでいう規制市場とは、証券取引所が開設する市場のうち、正式上場 (official listing) とされるものに加えて、新興企業向けに新たに創設された市場やロンドン証券取引所の AIM (Alternative Investment Market) のような一定の数値基準に基づく上場審査が行われていない市場をも含む概念である。従来の上場目論見書に関する指令 (2001/34/EC、以下「2001 年指令」と呼ぶ) は、正式上場の手続きを経た証券のみに適用されるものであり、今回の改正によって適用対象となる証券の範囲が拡大されたことになる⁴。

(2) 指令の適用除外となる証券

本指令は、一般に、譲渡可能証券 (transferable securities) の公募、上場に適用されるが、次のものは、本指令の適用対象とされない (1 条 2 項)。

① クローズド・エンド型でない集団投資スキーム (投資信託) によって発行された投資

³ 2003 年 10 月 20 日現在、正式な法文が EU 官報 (Official Journal) に掲載されていないため、以下の記述は、2002 年 8 月提出の EU 委員会による修正案、2003 年 2 月の理事会による共通の立場 (common position) に関する共通ガイドライン、2003 年 7 月 2 日の議会による修正文等に基づく。なお、EU 委員会の域内市場総局は、2003 年 10 月 1 日付けで欧州証券監督者委員会 (CESR) に対して、本指令の実施に関する技術的助言を要請したが、その要請文書の中で、本指令の正文は 2003 年中に官報に掲載される予定であり、掲載日から施行されると述べている。

⁴ 2002 年 9 月に採択された国際会計基準の導入に関する規則 (No1606/2002) や 2003 年 3 月に提出された継続開示規制に関する指令案 (COM(2003)138) など、EU におけるディスクロージャー規制統合に関する他の法令 (案) も、同様に、規制市場で取引される証券すべてを適用対象としている。詳しくは、大崎貞和「EU におけるディスクロージャー制度統一の動き」『資本市場クォーターリー』2003 年夏号参照。

ユニット⁵

- ② 構成国もしくは構成国の地方公共団体、構成国が加盟する国際機関、欧州中央銀行、構成国の中央銀行が発行する非エクイティ証券（債券等）⁶
- ③ 構成国もしくは構成国の地方公共団体によって保証された証券
- ④ 構成国によって認められた非営利団体によって発行された証券
- ⑤ 金融機関によって継続的、反復的に発行される非エクイティ証券（但し、劣後債、転換債、デリバティブ・リンク債等を除く）

また、満期1年未満の債券等の負債性証券は、定義上「証券」に含まれないため、本指令の適用を受けない（2条1項(a)）。

（3）公募にあたらぬ場合

次の場合は、「証券の公募」にあたらぬ、本指令の適用を受けない（2条2項）。

- ① 適格投資者（qualified investors）に対する売り付け⁷
- ② 一構成国当たり100名未満の適格投資者以外の投資者に対する売り付け
- ③ 一投資者当たり5万ユーロ以上を取得することになる証券の売り付け
- ④ 額面5万ユーロ以上の証券の売り付け
- ⑤ 12ヶ月間の調達金額が250万ユーロ未満となる証券の売り付け

これらは、わが国の証券取引法にいう適格機関投資家向け勧誘（いわゆるプロ私募）、少人数私募、少額公募などに相当する目論見書作成義務の適用除外規定である。

なお、89年指令では、いわゆるユーロ債市場に規制を及ぼさないようにするために「一般向けの広告宣伝や勧誘の対象とならないユーロ証券」を適用除外とする規定が置かれていた（89年指令2条2項(1)）。これに対して、改正指令では、それに代わるものとして、上の③、④の適用除外が設けられたものと考えられる⁸。

2）目論見書作成義務

⁵ EU法上UCITS（undertakings for collective investment in transferable securities）と呼ばれるオープン・エンド型投資信託に関しては、いわゆるUCITS指令（85/611/EEC）が適用され、目論見書、最新の年次報告書、年次報告書提出後に出た半期報告書を契約成立前に買い付けを申し込んだ投資者に対して交付することが義務づけられている（同指令33条）。なお、2002年に採択された改正指令（2001/107/EC）では、簡易目論見書制度が導入され、UCITSの投資者への交付義務の対象は簡易目論見書のみとなり、正式目論見書、年次報告書等は、投資者からの請求があれば無償で交付するものとされることになった。この改正指令は2003年8月13日が国内法化期限となっており、対応する国内法の施行期限は2004年2月13日とされる。

⁶ この規定は、これらの機関が本指令に合致した目論見書を作成することを妨げない（1条3項）。

⁷ 銀行、証券会社（investment firms）、集団投資スキーム、生命保険会社等の金融機関、中央及び地方の政府、政府機関や国際機関、中小企業でない法人、一定の取引経験や運用資産があり自ら適格投資者として認められることを希望する個人などが該当する（2条1項(e)）。

⁸ 2003年3月に提出された継続開示指令案でも、額面5万ユーロ以上の負債性証券のみを発行している発行者に関する適用除外規定（同指令案8条(b)）が設けられており、EU委員会による解説では、プロ投資家を対象に発行される、いわゆるユーロ債を適用除外とする趣旨だとされている。

(1) 目論見書の作成、承認、開示

EU 構成国は、①自国内で行われる証券の公募、②自国内に所在するか活動している規制市場における、ある証券の取引の承認（上場や登録）、のいずれの場合においても、原則として、目論見書が作成され、公開されるようにする義務を負う（3 条）。目論見書は、発行者の所在国または上場や公募がなされる国の当局による承認を経て、初めて公開される（13 条）。

但し、既に同種の株式が発行、上場されている場合に、その代替として資本の増加を伴わずに株式が発行、上場される場合、株式交換による買収、合併、株主割り当てによって発行、上場される場合、役員や従業員に対して付与される場合、新株予約権の行使、といった場合については、目論見書の作成、公開は求められない（4 条）。

(2) 目論見書の記載内容と形式

目論見書には、投資者が発行者の資産、負債、財務状況、損益等について判断を下せるよう必要な情報が、容易に分析できる分かりやすい形で盛り込まれていなければならない（5 条 1 項）。また、必要最小限の情報を平易な言葉を用いて 2,500 語以内で表現した要約を付すことも求められる（5 条 2 項）。但し、額面 5 万ユーロ以上の負債性証券を上場する場合には、要約の添付は不要とされる。

目論見書は、単独の文書としてではなく、①発行者に関する情報を含む登録書類（registration document）、②証券情報（securities note）、③要約、の三つの独立した文書から成るものとして作成することも可能である（5 条 3 項）。また、継続的、反復的に発行されるといった場合には、最初に基本目論見書（その有効期間は 12 ヶ月）を作成し、補遺の形で情報を適宜アップデートしていくことも認められる（5 条 4 項、9 条、16 条）。

分冊形式の目論見書を認めるという様式上の工夫は、目論見書制度改革の方向性を初めて提示した、2000 年 10 月に欧州証券委員会フォーラム（FESCO）が発表した諮問文書「発行者のための単一欧州パスポート」で提案されたものである⁹。後述するように、分冊形式をとれば、いったん承認を受けた目論見書を使用して他の構成国で公募や上場を行う場合、公募や上場が行われるホスト国の当局は、要約部分の翻訳しか要求してはならないものとされ、発行者にとっては翻訳費用の負担が軽減されることになる。

目論見書の様式は、単独形式、分冊形式ともに、指令の付属文書に示されている。但し、構成国の当局は、一定の要件の下で、一定の情報の記載を免除することや最終的な価格が記載されていない目論見書を承認することも可能である（8 条）。

目論見書作成に伴う負担を軽減するために、一定の場合には、既に開示されている文書を参照することで同じ情報を重ねて開示することを不要とする参照方式を採用することが認められる（11 条）。また、分冊形式をとる場合、登録書類が既に当局によって承認され

⁹ The Forum of European Securities Commissions, “A “European Passport” for Issuers,” Consultation Paper, May 10, 2000. Fesco/99-098e.

ていれば、公募や上場の際には、証券情報と要約だけを新たに作成することで足り、登録書類の内容に重要な変更があっても、証券情報に当該情報を記載すれば良いとされる（12条）。

3）目論見書の公開と広告宣伝

（1）目論見書の公開

米国やわが国では、目論見書とは、証券の募集、売出しに際して作成され、勧誘の対象となる投資者に対して直接交付されるべき書面を指す。これに対して EU 法では、目論見書は、公募や上場の際に作成され、一般に公開されるものであり、必ず投資者に交付すべきものとはされていない。このため、目論見書には、継続開示書類に類似した性格も与えられている。例えば上場目論見書については、最初の承認後、毎年その内容を更新しなければならないとの規定が設けられている（10条）。

当局による承認を経た目論見書は、一般に公開されるが、その方法は次の三つのいずれかとされる（14条2項）。

- ① 公募や上場が行われる構成国で購読されている新聞紙への挿入
- ② 上場される取引所等の事務所、発行者や引受、販売に携わる金融機関（支払代理人を含む）の事務所における冊子の無償での提供
- ③ 発行者または引受、販売に携わる金融機関（支払代理人を含む）、上場される取引所等のウェブ・サイト上での電子的な開示¹⁰

また、各当局は、承認した目論見書そのものもしくはその一覧表を自らのウェブ・サイト上で公開しなければならないものとされる（14条3項）。その場合、発行者のサイト上の目論見書にリンクを張ることも認められる。こうした電子媒体利用の容認も、改正前の指令にはみられなかった点である。

（2）広告宣伝等に関する規定

公募や上場に関する広告宣伝を行う場合には、目論見書の存在とその入手方法に言及しなければならない（15条2項）。また、広告宣伝に含まれる情報は、不正確であったり、誤解を招くものであったり、目論見書の内容と矛盾するものであったりしてはならないものとされる（15条3項）。ここでも、投資者への目論見書の交付が義務づけられているわけではない。

口頭で提供される情報も、目論見書の内容と整合的なものでなければならない（15条4項）。ミーティング等において、適格投資者や特定の投資者向けに重要な情報が提供された場合には、発行者のウェブ・サイト等を通じて一般向けに同じ情報を開示することが求

¹⁰ 但し、投資者が希望すれば、無償で紙形態の目論見書を交付しなければならない（14条6項）。

められる（15 条 5 項）。これらの規定は、証券発行や新規上場に行われる投資者向け説明（ロードショー）の内容に関する規制や特定の投資者だけに重要事実を選択的に開示してはならないとするフェア・ディスクロージャーの考え方を盛り込んだものと考えられる¹¹。

4) 目論見書の相互承認

(1) 他の構成国における目論見書の使用

域内のある国で作成され承認された目論見書が、他の構成国において有効なものとして取り扱われる相互承認を確保することは、目論見書指令制定の最大の狙いである。しかし、これまでの指令では、相互承認の原則は掲げられていたものの、大きな障害が残されていた。

すなわち、89 年指令でも、いったん承認された目論見書が、他の構成国で同じ証券の公募に用いられる場合、原則として、新たな承認手続きや追加的な情報提供を求められることなく有効な目論見書として認められることが定められていた。しかし、同指令では、公募が行われる構成国の当局に対して、①既に承認された目論見書の翻訳、②所得税法上の取り扱いなど自国市場に特有の事項に関する情報の追加提供、などを要求できるとしていたのである（89 年指令 21 条 1 項）。

一方、新しい目論見書指令によれば、複数の構成国で公募や上場が行われる場合、発行者の所在国等（本国）の当局によって承認された目論見書は、他の全ての構成国で有効なものとして取り扱われる（17 条 1 項）。但し、実際に公募や上場を行うホスト国の当局への通知が必要である。本国の当局は、発行者の要請があれば、三営業日以内に、ホスト国の当局に対して、目論見書が指令の規定に合致して作成され、承認されたことを証明する証明書を呈示しなければならない（18 条 1 項）。

(2) 目論見書に使用される言語

EU 構成 15 カ国の公用語は、少なくとも 11 カ国語ある。しかも、EU は、2004 年 5 月には 25 カ国への拡大を予定している。複数の構成国で証券の公募や上場を行おうとする発行者が、目論見書の各国公用語への翻訳を求められれば、それに要する費用や時間は膨大なものとなり、域内資本市場統合は、絵に描いた餅になってしまう。

新指令では、この点が改められ、一度承認された目論見書を他国語に翻訳する必要性を最小限に抑える仕組みを導入した。

図表 1 目論見書作成に用いられるべき言語

公募や上場の 行われる国	必ず作成	いずれかを選択して作成
-----------------	------	-------------

¹¹ フェア・ディスクロージャーについては、大崎貞和・平松那須加「求められる公平な情報開示」『資本市場クォーターリー』臨時増刊 No.5（2001 年 5 月）参照。

本国のみ	本国の当局が認める言語	—	—
本国以外の構成国のみ	—	公募・上場先の国の当局が認める言語	国際金融における慣行上用いられる言語
本国を含む複数の構成国	本国の当局が認める言語	公募・上場先の国の当局が認める言語	国際金融における慣行上用いられる言語
額面5万ユーロ以上の証券を複数国で公募・上場	—	本国及び公募・上場先の国の当局が認める言語	国際金融における慣行上用いられる言語

(出所) 野村総合研究所

すなわち、本国以外の構成国で公募や上場を行う場合、発行者は、当該国の当局が認める言語ではなく、国際金融における慣行上用いられている言語で目論見書を作成することを選択できる。その場合、ホスト国の当局は、目論見書の要約のみを自国語に翻訳するよう要求することができる(19条2項、3項)。また、額面5万ユーロ以上の証券を公募または上場する場合には、国際金融における慣行上用いられている言語のみで目論見書を作成することも認められる(19条4項)(図表1)。

ここでいう「国際金融における慣行上用いられている言語」が何語を指すかについて名文の規定は存在しないが、国内法化にあたっては、英語を指すものと解釈されると考えるのが自然であろう。

なお、国際金融における慣行上用いられている言語で作成された目論見書を一定の要件の下で容認するという考え方自体は、今回の新しい指令に初めて現れたものではない。従来の上場目論見書に関する指令においても、国際金融における慣行上用いられている言語がホスト国の当局によって容認されている場合には、当該言語で上場目論見書等を作成してもよいとされていた(2001年指令103条)。

また、構成国国内法のレベルでも、同じような考え方をとる例があった。例えば、ドイツの場合、1998年の第三次資本市場振興法によって制定された証券販売目論見書法(Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz)が、連邦政府に対して投資者保護の観点から目論見書の内容や用いられる言語に関して政令を定める権限を与えている(同法7条2項)。そして、当該条項に基づいて制定された証券販売目論見書に関する政令(Verordnung über Wertpapier-Verkaufsprospekt)では、監督当局に対して、外国の発行者が「ドイツにおいて証券のクロスボーダー取引の分野で通例用いられていないとは言えない言語(im Inland auf dem Gebiet des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels nicht unüblich ist)」を用いて目論見書を作成することを認める権限を与えている(同政令2条1項)。実務上は、この規定に基づいて、英語の目論見書の使用が容認されてきた。

しかし、いずれの場合においても、英語で作成された目論見書を容認するかどうかは、あくまでホスト国当局の政策的な判断に委ねられていた。これに対して、今回の目論見書指令は、発行者が自らの選択で英語の目論見書を作成すれば、ホスト国は、要約以外についての自国語への翻訳を求めてはならないとしており、使用言語に関する考え方が大きく

転換されたと言ってよいだろう。

(3) 域外の発行者に対する取り扱い

目論見書統一指令では、EU 域外の第三国に本社を有する発行者に関しては、最初に上場や公募が行われる構成国が「本国」となるとしている（2 条 1 項(m)）。本国の当局は、こうした発行者に対して、次の要件が満たされる場合には、本社が所在する第三国の法令に依拠して作成された目論見書の使用を認めてよいものとされる（20 条 1 項）。

- ① 目論見書が証券監督者国際機構（IOSCO）のディスクロージャー基準を始めとする監督当局の国際的な組織によって定められた国際基準に従って作成されており、
- ② 財務情報を含む記載すべき情報が本指令の求めるものと概ね同等であること

ちなみに、IOSCO のディスクロージャー基準は、1998 年 9 月にナイロビで開かれた第 23 回総会において採択され、法的な拘束力は有しないが、国際的な証券公募や上場に際して開示されるべき情報の具体的項目を詳細に論じている¹²。

なお、域外の発行者が作成した目論見書の EU 域内における相互承認については、EU 域内の発行者と同じ仕組みが適用される（20 条 2 項）。この点についても、改正前の指令では、構成国に対して、相互承認の対象を域内に事業所を有する発行者のみに限定することを認めていた（89 年指令 21 条 4 項）。

3. おわりに

目論見書統一指令の採択によって、FSAP に基づく資本市場関連の法整備がまた一步前進した。欧州資本市場の一体性が増すことは、中長期的にみて、わが国企業や金融機関にも様々な影響を与えていくことであろう。

また、目論見書統一指令の内容自体も、わが国の証券市場制度のあり方を考える上で示唆に富んでいる。とりわけ、要約目論見書に関する翻訳義務を容認したり、大口投資家のみを対象とする証券を他の証券と区別して規制したりしながら、一定の場合に英語の目論見書の使用を可能にする本指令の仕組みは、わが国証券市場の国際化を進める上で、参考になるものとも考えられる。

(大崎 貞和)

¹² IOSCO, “International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers,” September 1998.