

利益相反構造のあるM&A 海外法制調査 (中間報告)

ホワイト&ケース法律事務所

2019年1月10日

目次

□ 委託調査内容.....	2
□ 統計値.....	3
□ エグゼクティブ・サマリー.....	7
□ 米国.....	11
□ 英国.....	29
□ フランス.....	40
□ ドイツ.....	48

委託調査内容

- 調査対象国：米国、英国、フランス、ドイツ
- 調査内容：
 - 統計調査（各国の上場会社数／上場支配株主を有する上場従属会社数、支配株主による上場従属会社の買収件数、対象会社が上場会社であるMBO件数）
 - 各国の利益相反構造(conflict of interest)のあるM&Aに関する規制・実務について、文献調査、現地弁護士へのヒアリング・質問票による調査を実施
- 現地調査：未実施（今後実施予定）
- 2月末頃に最終報告書提出予定

統計値

各国の上場会社数／ 上場支配株主を有する上場従属会社の数

支配株主（対象上場会社の発行済株式30%・50%以上を保有）と対象会社の両者が、同一国のいずれかの取引所（同一市場には限られない）に上場している件数¹

各国（対象とした市場）	上場会社総数	上場支配株主を有する上場従属会社数 （上場会社総数に対する比率）	
		支配株主50%以上保有	支配株主30%以上保有
米国（Nasdaq Capital Market; Nasdaq Global Market, Nasdaq Global Select, New York Stock Exchange, NYSE MKT LLC (AMEX)）	5,348	28件 (0.52%)	48件 (0.89%)
英国（London Stock Exchange(LSE), AIM）	1,920	0件 (0.00%)	4件 (0.20%)
フランス（Euronext Paris）	806	18件 (2.23%)	30件 (3.72%)
ドイツ（Deutsche Boerse, Xetra, Hmburg Stock Exchange, Munich Stock Exchange）	794	17件 (2.14%)	28件 (3.52%)
日本（Tokyo Stock Exchange, TSE JASDAQ）	3,892	238件 (6.11%)	418件 (10.73%)

1. S&P Capital IQ (<https://www.capitaliq.com>) の検索結果をもとに、ホワイト&ケース法律事務所にて作成(2018年12月時点)

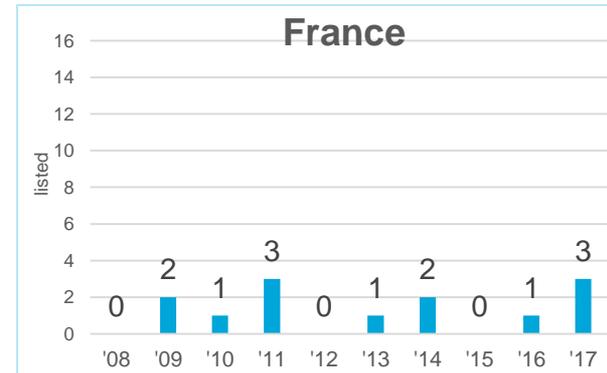
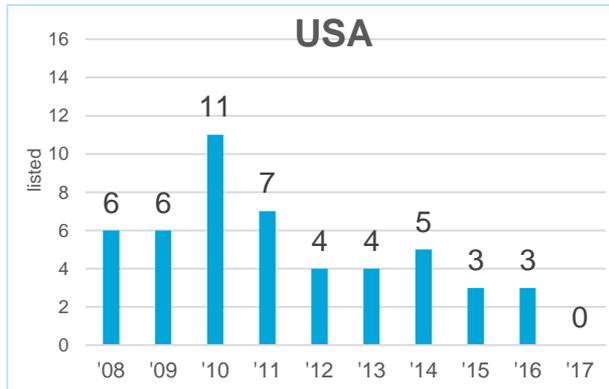
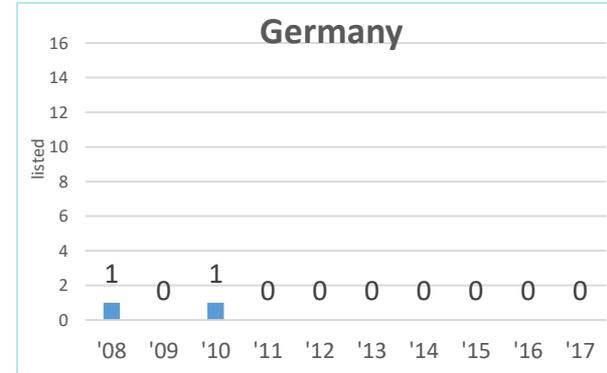
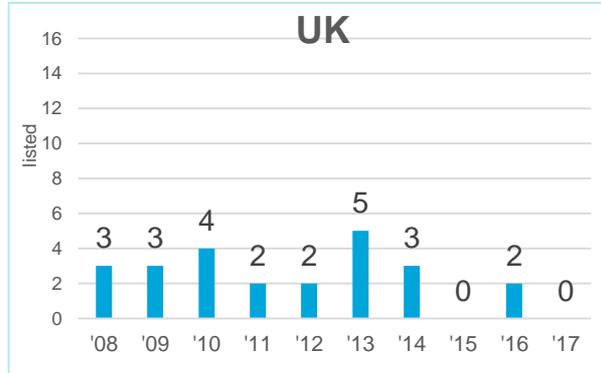
支配株主による上場従属会社の買収件数

2009～2018年の期間に、支配株主(対象上場会社の発行済株式50%以上を保有)が、上場している従属会社を買収した件数

対象会社が上場している国	各国における支配株主による上場従属会社の買収の件数 ¹ (そのうち、支配株主が同一国の上場会社である件数)
米国 ²	76件 (13件)
英国 ³	16件 (2件)
フランス ⁴	63件 (22件)
ドイツ ⁵	59件 (4件)
日本 ⁶	169件 (140件)

- 1 S&P Capital IQ (<https://www.capitaliq.com>) の検索結果をもとに、ホワイト&ケース法律事務所にて作成(2018年12月時点)
- 2 NYSE, NasdaqCM (Nasdaq Capital Market), NasdaqGS (Nasdaq Global Select), AMEX (American Stock Exchange) 上場を対象 ※OTCPK(OTCBB Pink Sheets) 上場を除く
- 3 LSE (London Stock Exchange), AIM上場を対象
- 4 ENXTPA (Euronext Paris) 上場を対象
- 5 DB (Deutsche Boerse), Xetra, HMSE (Hmburg Stock Exchange), MUN (Munich Stock Exchange) 上場を対象
- 6 Tokyo Stock Exchange, TSE JASDAQ上場を対象

対象会社が上場会社であるMBO件数(2008-2017)



1. mergermarket (<http://www.mergermarket.com/>) における各年の統計値を基に、ホワイト&ケース法律事務所が編集・作成(2018年9月時点)
2. mergermarketにおける「MBO」(Management Buy-Out) の定義は、"The acquisition of a company by its incumbent management team which again is usually backed by a venture capitalist or a private equity investor." その検索結果のうち、対象会社が上場会社であるケースをホワイト&ケース法律事務所にて抽出

エグゼクティブ・サマリー

上場会社の100%買収を目指す、conflict of interestのあるM&Aに関する各国の基本スタンス

<p>米国</p>	<ul style="list-style-type: none"> Conflict of interestのあるM&Aにおける対象会社の取締役、買付者の行動規範は、事後に提訴されることを前提として、いかに後の紛争において責任を問われないようにするか、という、裁判による実質的な事実認定を想定して、ケースローから発展した行為規範に基づいている 法令・規制当局のルールによって、買付者・対象会社が行うべきことが定まっているものではない ただし、開示に関してはSECに審査権があり（Proxy statement、Offer documentへコメントする権限）、買付者はかかるSECのコメントに対応しなければmerger／公開買付を完了できない
<p>英国</p>	<ul style="list-style-type: none"> Panelという独立機関がTakeover Code (Code)の発行及び運用、並びにCodeが適用されるTakeover等の監督・規制を行っている Panelにおける案件対応、Codeの具体的な解釈・運用等の日常業務はPanel Executive が担当。半数が投資銀行や弁護士事務所からの出向者であり、他国と比べ「規制・監督」の側面よりも、案件のプロジェクトマネージャー、相談機能的な側面が強い Conflict of interestがある場合に特別の規制が課されるのではなく、conflictの有無にかかわらず適用されるルール（全ての案件でindependent advisorの選任が必要等）において、conflictの場面もカバーしている スクイーズアウトの閾値が高く（Takeoverは買付対象株式の90%、SOAは買付者を除く独立株主の議決権の75%かつ頭数の過半数）、conflict of interestの有無にかかわらず、少数株主の保護が図られている 価格の公正性は株主が判断するものであるという考えが徹底され、株主が事後的にPanelや裁判所に価格の公正性について不服申立てをする仕組みはない点は、他の3か国と異なる特徴
<p>フランス</p>	<ul style="list-style-type: none"> 全般的に、買付者・対象会社が従うべきルールが細かく規定されている傾向。Conflict of interestがある場合にはIndependent appraiser, fairness opinionの取得が義務付けられている等、英・独と比較してconflict of interestに特に対応する規制がある 監督当局であるAMFが、公開買付の実施に関し強い監督権限を有する（Offer Documentの公表にはAMFの承認必要） スクイーズアウトの閾値が高く（株数・議決権の95%）、conflict of interestの有無にかかわらず、少数株主の保護が図られている
<p>ドイツ</p>	<ul style="list-style-type: none"> 他の3か国と比べると、conflict of interestがある場合の特別の規制が少なく、基本的には情報開示により対応 仏と同様、監督当局であるBaFinの監督権限が強い（Offer DocumentについてBaFinの承認必要） スクイーズアウトの閾値が高く（手法により95%又は90%）、conflict of interestの有無にかかわらず、少数株主の保護が図られている スクイーズアウトの閾値が高いことに加え、株主が買付価格／合併対価について事後的に裁判所に不服申立てできる等の事情から、対象会社が上場会社の場合必ずしも100%買収を目指すこともないこともある 対象会社と株主との間でdomination and loss-pooling agreement（支配契約及び損益共通契約）を締結する（対象会社における75%議決権以上の株主総会承認）ことにより、100%買収をしなくとも、株主が対象会社のキャッシュにアクセスし、また税制上一つの事業体として扱える、というドイツ特有の企業間契約という仕組みがある。公開買付の有無にかかわらず締結できるが、対象会社のキャッシュにアクセスするため、Post-closingの一環として、かかる契約を締結することが頻繁にある

(参考) 上場会社買収／スクイーズアウトに関する、本研究会検討項目の各国比較表

※conflict of interest (Col)との略称を使用

	米国		英国		フランス	ドイツ	日本	
	One-step merger	Two-step merger	Takeover	SOA	Public Offer/Squeeze-out Offer	Takeover/Squeeze-out	公開買付／株式等売渡請求・株式併合等	株式交換合併
当局	SEC／Proxy statementの審査・コメント／コメント対応まで株主総会開催不可	SEC／Offer documentの審査・コメント／コメント対応しなければ公開買付のクローズ不可	Panel/Offer document等についてレビュー・コメントを行うがconsultationが主な役割		AMF／Offer documentの審査・承認権あり。承認が拒否されるとオファーは無効になる	BaFin／公開買付者はOffer documentについてBaFinの審査・承認を得なければならない	金融庁（所管地方財務局）／公開買付届出書の届出（承認不要）／取引所規則に基づく開示（承認不要）	取引所規則に基づく開示（承認不要）
成立・スクイーズアウト(SO) 閾値	株主総会において発行済株式総数の過半数決議	Short-form（株主総会決議不要）：公開買付により発行済株式総数の90%以上or DGCL 251 (h)の要件を満たせば過半数 Long form: 公開買付後の株主総会過半数決議	公開買付対象株式総数及び議決権の90%以上	(a)集会に出席・投票した株主の総議決権の75%以上かつ頭数の過半数による承認+(b)裁判所の許可	Public offer後3か月以内に行うSqueeze-out offerによる株式数及び議決権の95%以上取得／株式数及び議決権の95%以上保有する株主はBuy-out offer実施可、その後Squeeze-out offer	公開買付法に基づくSO: 議決権株式の95%以上／ 株式会社法に基づくSO: 総株式数の95%以上 合併の場合、90%以上の議決権を有する大株主は株主総会決議によりSO可	株式等売渡請求：議決権の90%以上／ 株式併合：株主総会特別決議（議決権の過半数株主が出席、出席した株主の3分の2以上）	株主総会特別決議
MOM 条件	Colが指摘される可能性がある場合、判例に基づき取締役のfiduciary duty上、one-stepの場合株主総会決議、Two-stepの場合公開買付において、MOM条件付けるのが通例		90%は既存保有分を除いた買付対象株式総数が母数のためMOMより厳しい	買付者はSOAの投票から除外され、買付者を除く株主を母数に75%のためMOMより厳しい	MOMの考え方は取られていない	MOMの考え方は取られていない	MBOでは公開買付において任意にMOM条件を設定することがあるが必須ではない／支配株主買収事例では設定しないことが一般的	MOMの考え方はとられていない

	米国		英国		フランス	ドイツ	日本	
	One-step merger	Two-step merger	Takeover	SOA	Public Offer/Squeeze-out Offer	Takeover/Squeeze-out	公開買付／株式買取請求・株式併合	株式交換合併
特別委員会	Colが指摘される可能性がある場合、判例に基づき取締役のfiduciary duty上、通例設置する		設置しない（conflicted directorを審議・決議から除外するので特別委員会の別途設置は不要との考え）		設置する実務は取られていない	設置する実務は取られていない	MBOでは通例設置、支配株主買収でも近時は通例設置	設置することもあるが事例による
Fairness opinion (“FO”)	州法と判例に基づき取締役のfiduciary duty上、対象会社、特別委員会がそれぞれFOを取得するのが通例		Colの有無に関わらず対象会社はindependent adviceの取得義務あり（独立FAの選任）／FOという形式ではない		Colがある場合対象会社はindependent appraiserを選任し、FO取得義務あり	義務ではないが、買付者・対象会社ともにFO取得することがある	MBO・支配株主買収の場合株式価値算定書を通例取得、FOは通例取得されない	支配株主買収の場合、株式価値算定書の取得が通例、FOは通例取得されない
Market check	支配権移転の取引において、判例に基づき取締役のfiduciary duty上、通例実施		通例行わない		通例行わない	通例行わない	通例行わない	通例行わない
情報提供	特別委員会の議論、FOの内容、マーケットチェックの内容、取引の理由、交渉プロセス等に関する詳細が開示される／SECのコメントも公開／裁判手続を通してさらに公開される		Colの内容（インセンティブプラン等）開示あり／独立FAのコメントは一文のみ		対象会社によるReasoned Opinionにおいてオファーを詳細に評価／FOは全文開示	対象会社によるReasoned statementにおいてCol説明／買付者のFOサマリーがOffer documentに記載	買付者による公開買付届出書、対象会社による意見表明報告書、適時開示等において情報開示／MBO・親会社買収の場合、買付者が算定書等を取得した場合は届出書の添付書類として開示／対象会社が取得した算定書は取引所等に提出するが全文の開示はされない	対象会社による株主総会招集通知、適時開示等において情報開示／対象会社が取得した算定書は取引所等に提出するが全文の開示はされない
オファー成立後の応募（強圧性排除）	—	Initial offering period満了し結果公表後3営業日以上、subsequent offer periodを設定可	オファー成立後最低14日間応募可能にしておかなければならない		オファー成立後、自動的に10取引日以内に再開され、10取引日以上応募可能にされる	オファー成立後、2週間応募できる	なし	—

米国

米国: 1-1. 上場会社M&A規制の基本枠組み

<p>上場会社の100%買収の主要な手法／スクイズアウト</p>	<ul style="list-style-type: none">• アメリカにおける主な上場会社買収方法は、one-step merger及びtwo-step mergerの2種類<ul style="list-style-type: none">■ one-step merger：買付者及び対象会社の取締役会による承認を得て合併契約（merger agreement）を締結し、対象会社の株主総会で承認を取得することにより対象会社の発行済株式100%を取得する方法■ two-step merger：第一段階として買付者が公開買付により対象会社の発行済株式を取得後、第二段階として各準拠州法に基づいて、応募されなかった株式を取得して合併（Merger）を実施することにより、残りの少数株主分の株式も取得する方法• 友好的買収についての買収方法は、one-step merger又はtwo-step mergerのいずれの形式を取ることも可能であり、買付者と対象会社との間で締結される最終契約（definitive merger agreement）に基づいてプロセスが進行する
<p>適用法令・ルール</p>	<ul style="list-style-type: none">• 上場会社のM&Aにおける法的枠組みとしては、以下の3つのレイヤーがある<ul style="list-style-type: none">■ 設立地の州法：conflict of interestがある取引における取締役のFiduciary duty等には、当該上場会社の設立地州法が適用される。多くの上場会社はデラウェア州法に基づき設立されていることから、デラウェア州裁判所の判例が実務上の基礎となっている■ 連邦証券取引法（Securities Exchange Act of 1934）：上場会社の開示義務（conflict of interestについての開示、one-step merger又は公開買付に関するSECへの届出等）は連邦レベルの証券取引法が適用される■ 取引所規則：上場している取引所の規則により、開示義務が定められていることがある
<p>規制当局</p>	<ul style="list-style-type: none">• 開示についてはSEC（Securities and Exchange Commission）が監督• 主な開示の対象：<ul style="list-style-type: none">■ 承認対象となる当該M&A取引に関する事項に加え、他の（潜在的）買収候補者からの申入れや各候補者とのやり取り、2年分のM&A等に関連する連絡、会議内容等■ 取得したフェアネスオピニオンにおける意見の詳細・根拠、取締役会の承認理由の詳細■ 当該M&A契約そのもの及びそのサマリーも開示対象

米国: 1-2. 上場会社M&A規制の基本枠組み (スクイーズアウト)

Two-step mergerにおけるスクイーズアウト

- 買付者は先行する公開買付によって、対象会社の過半数の議決権を取得後、対象会社との合併（Back-End/Squeeze-out merger）を実行することにより、残存する少数株主の株式を取得できる
- 公開買付の結果、Short-form mergerの要件を満たす株式を取得した場合はShort-form mergerを実施し、かかる要件を満たさなかった場合はLong-form mergerを行う
- **Short-form merger** : 公開買付を通じて対象会社の発行済株式総数の90%以上（但し、Delaware General Corporation Law (DGCL) 251(h)の要件を満たす場合には過半数で足りる）を取得した場合に、株主の承認を得ずに行うことができる合併。
- **Long-form merger** :
 - 公開買付の後、買付者がShort-form mergerを実施することのできる株式割合を取得しなかった場合、株主の承認（過半数）を得て合併契約で合意した対価で残存株式を取得する
 - 買付者は、対象会社の株主総会において、公開買付で取得した株式の全議決権を行使可
- **DGCL 251(h)** :
DGCL 251(h)に定める以下の事項を全て満たした場合、対象会社の発行済株式総数の過半数を取得することによりShort-form mergerを実施し、残存株式を取得可
 - 対象会社がデラウェア州設立の会社であり、株式を国内証券取引所に上場しているか又は株主数が2,000名を超えること
 - 対象会社の定款において、合併につき株主総会決議の承認が必要である旨の明示的な記載がないこと
 - 合併契約において、DGCL 251(h)が適用されることが容認され又は適用を義務づけることが明示的に規定され、かつ、公開買付の実行後、可及的速やかに合併の効力が生じることが規定されていること
 - 買付者が、対象会社の合併契約の承認又は拒絶について議決権を有する株式の全てを対象として公開買付を実施すること
 - 公開買付の完了後、買付者が、合併を承認するために必要となる割合の株式を保有していること
 - 買付者が合併契約に従って対象会社と合併すること
 - 合併手続の中で、公開買付に応じなかった株式につき、当該公開買付と同種同額の対価に変換されること

米国：2. 司法審査基準による実務の発展

<p>デラウェア州における、M&A取引に関する株主から会社への訴え提起</p>	<ul style="list-style-type: none">あるM&A取引にconflict of interestが存在し又は存在しているように見える場合、株主は、取締役に対し、会社及び株主に対するfiduciary duty違反を理由に損害賠償請求の株主代表訴訟を提起可(Conflict of interestがない場合であっても) あるM&A取引が会社に損害を及ぼす可能性がある場合、株主は、会社に対し当該取引の差止の訴え提起可
<p>conflict of interestとは</p>	<ul style="list-style-type: none">何がconflict of interestに該当するかは裁判ごとにケースバイケースで判断されるが、一般的には、以下のような場合が該当すると考えられている<ul style="list-style-type: none">a. 取締役が、取引の両サイドの立場を有している場合（売主と買主、一方のCEOであると共に他方の取締役である、個人的な人間関係を有している、相手方の取引成功に経済的な利害関係を有している等を総合考慮） →①MBO及び②支配株主による買収事例はこちらのタイプに含まれ得るb. 取締役が取引の相手方と個人的又はプロフェッショナルとしての関係を有しており、それが取締役の独立性に疑念を生じさせる場合c. 少数株主（取締役に限られない）が、支配株主から抑圧される(oppressed)場合（例：支配株主に有利な取引の締結を強制される、少数株主の合理的な期待に反する取引等）
<p>conflict of interestがある場合の司法審査基準と実務との関係</p>	<ul style="list-style-type: none">デラウェア州法上、conflict of interestがある場合に条文上採るべきとされている措置はないしかしながら、conflict of interestの要素があるM&A取引については、ほとんどの事例において、株主のクラクションにより、取引の差止訴訟や取締役への損害賠償請求訴訟が提起されるため、後の司法判断プロセスにおいて、取締役の判断の正当性が裁判所に認められやすくなるよう、<u>デラウェア州裁判所の判例で示された、実質的にみて公平かつ独立当事者間取引として認められるべき手続きに沿って、実務上conflict of interestのあるM&A取引において採るべき措置が発展してきたという背景がある</u>

米国: 3-1. conflict of interest と司法審査基準

- デラウェア州の判例上、取締役のfiduciary dutyに関する司法審査基準は、基本的な枠組みとして、**Business Judgment Rule**（経営判断原則、BJR）が適用される
- 一方、conflict of interestがあるM&A取引、また支配株主による買収に関する取締役のfiduciary dutyの司法審査基準は、原則として、BJRと対極にある**Entire Fairness**（完全な公正性基準）が適用される
- ただし、conflict of interestがあるM&A取引、また支配株主による買収に関する取締役のfiduciary dutyに関する訴えであっても、一定の要件を満たしたと認定された場合には、**Entire Fairness**からBJRの基準にシフトすることができる

Business Judgment Rule

- **BJRは取締役のfiduciary duty違反に対する原則的な判断基準**：conflict of interestのない取引に関する審査に原則的に適用される＝取締役にとって有利な、緩やかな基準
 - 裁判所が経営判断に関する取締役のfiduciary dutyを審査するにあたって、当該取締役は十分な情報を取得して、誠実に、かつ会社にとって最善の利益に資するものと信じて行動したと推定されるとのルール
 - BJRが適用される場合、原告（株主）が、取締役が十分な情報を取得していなかった等、判断過程に問題があったこと、誠実に行動していなかったこと等を証明し、推定を覆さなければ、当該経営判断が不相当 (irrationality) でない限り、取締役に義務違反なしと判断される

米国: 3-1. conflict of interest と司法審査基準 (続き)

Entire fairness

- **Entire fairnessは取引の公正性を厳格に判断する基準**：conflict of interestのあるM&A取引(※)、及び支配株主による買収取引に原則的に適用される＝取締役にとって不利な、厳しい基準
 - 取締役は、fiduciary dutyに違反していないというためには、**fair process (公正な手続き)** 及び**fair price (公正な価格)** の2つの観点から、取引が会社及び株主に対して完全に公正といえることを実質的に立証しなければならない
 - ただし、conflict of interestがある場合にEntire fairnessの基準が固定的に適用されるわけではない＝判例により、特別委員会設置等の措置を取るにより、適用する判断基準をEntire fairnessからBJRにシフトすることが認められている
 - 取締役は、裁判においてはまずEntire fairnessの基準からBJRの基準適用が認められるよう、立証活動を行う。この場面を想定して、取引時には、判例上示された、BJRにシフトするための要素(例：MFW 2014)を満たすよう行動する
 - MBOの場合も上記と同じ規律が適用される**(原則Entire fairness、特別委員会設置等の措置によりBJRにシフト可)
 - Entire fairnessからBJRにシフトすることが認められなくとも、判例上示された要素を立証することにより、fairnessの立証責任が被告(取締役)から原告に転換することが認められる場合がある(例：Lynch 1994)
- ※上記におけるconflict of interestのあるM&A取引には、過半数の取締役にconflict of interestがある疑義がある場合、又は中心的な取締役にconflict of interestがあり、その中心的な取締役が、取締役会全体に影響力を及ぼしている疑いがある場合を含む。少数派の、中心的ではない取締役にconflict of interestがあったとしても、必ずentire fairnessの基準が適用されとは限らない

米国: 3-2. conflict of interest と司法審査基準 (Entire fairness からBJRへのシフト)

Entire fairnessから BJRへのシ フト

- デラウェア州の判例において、Entire fairnessからBJRにシフトするためには、一般的に以下が前提条件として必要とされている
 - ① **特別委員会**：プロセスの初めから、十分な情報を得た、独立した(disinterested)取締役により構成される、特別委員会の設置、その効果的な運用、及びかかる特別委員会による承認の取得 (Establishment and effective operation and approval of an independent committee of fully-informed, disinterested directors from the beginning of the process)
 - ② **Majority of Minority (MOM)**：十分な情報を知らされており、強要されていない(uncoerced)、独立した(disinterested)株主により保有される株式の過半数による承認 (Fully-informed, uncoerced approval of majority of the shares held by disinterested shareholders)
- 上記の前提条件を満たしているかは、形式的ではなく、実質的に判断される
 - 特別委員会が初期的な段階で設置され、またMOMを満たす株主決議があったとしても、それらがeffectiveであったか、またuncoercedであったか等は、discoveryの制度に基づき、対象会社において実際にどのような内容であったかが原告（株主）及び裁判所に対して明らかにされた上で、裁判所がケースバイケースで実質的に判断する
 - Effectiveであったというには、実質的に、当該特別委員会が、支配株主に対しても最終的に拒絶できるような委員会であり、そのような委員会が、交渉開始前に設置された、という要素が重要
- 支配株主／親会社による買収案件でのシフト：
近時の判例において、取締役が、特別委員会の設置が実質的な交渉よりも前の初期的な時点であること、実質的にみて特別委員会に十分な権限が与えられていること、MOMを満たす取引であること、といった要素を「前提条件として」取引が実行されたことにつき立証した場合には、支配株主／親会社による買収の案件においても、Entire fairnessの基準からBJRにシフトさせることが可能であることが明示された（参考：Arthur Flood v. Synutra International, Inc., et al., No. 101, 2018 opinion (Del. Oct. 9, 2018)）

米国: 3-3. conflict of interest と司法審査基準 (Majority of minority条件)

<p>One-step mergerの株主総会におけるMajority of minority</p>	<ul style="list-style-type: none">• One-step mergerの株主総会における”Minority”（母数）は”disinterested”な株主が保有する株式の、株主総会において行使された議決権数<ul style="list-style-type: none">■ disinterestedな株主が保有する株式とは、一般的には、conflictのある株主、対象会社のマネジメント、及び当該取引を承認した取締役が保有する株式を除いた株式■ どのような株主がdisinterestedとしてカウントされるかは、デラウェア州法のMOMIに関するケースローに基づき、当該株主と関連当事者との関係についてのケースごとの特有の事実・状況を評価し判断する• One-step mergerの株主総会における”Majority”（過半数）は、株主総会において賛同の投票をした（委任状含む）disinterestedな株主の議決権の過半数• Merger agreementでは、Majority of minority (disinterested) stockholdersによる承認がクローージング条件の一つと定められ、proxy statementにおいて、承認に必要な議決権数は目立つ形で、繰り返し説明される
<p>Two-step mergerの公開買付におけるMajority of minority</p>	<ul style="list-style-type: none">• 公開買付におけるMajority of minorityの”Minority”（母数）は、公開買付の対象となっている対象会社の株式（関連当事者保有分等除く）（応募する・しないにかかわらずカウントされる）• 公開買付におけるMajority（過半数）は、応募された株式数• 上記のOne-step mergerの株主総会決議と異なり、母数には応募をしない（積極的な行動を起こさない）株主も含まれることになるが、その点について実務上は特に問題視されていない

米国: 3-4. conflict of interest と司法審査基準 (具体的な裁判例)

MFW判決 (2014)	<ul style="list-style-type: none">• 支配株主と対象会社の合併において、以下の6要件を満たす場合にのみBJRの審査基準が適用される<ol style="list-style-type: none">1. 特別委員会の承認とMOMの賛成を支配株主が取引を進行させるための前提条件としていること2. 特別委員会が独立していること3. 特別委員会がアドバイザーを自由に選任することができ、最終的に拒否する権限が与えられているだけでなく、実質的にこの権限を自由に行使することができること4. 特別委員会が公正な価格を交渉する際に注意義務を果たすこと5. 情報を得た上で少数株主の投票が行われること6. 少数株主への強圧性（提案に応じさせるために圧力がかけられた事実）がないこと
Lynch判決 (1994)	<ul style="list-style-type: none">• 親子会社間の合併において、対象会社の独立取締役による特別委員会の承認又はMOMの充足により、Entire Fairnessに係る証明責任が原告側に転換されるとの規範を示した（ただし、結論としてはEntire Fairnessの基準を適用 - 下記参照）• 具体的には、少なくとも以下の2要件が満たされることが必要<ol style="list-style-type: none">1. 支配株主が合併条件につき指図を行ってはならないこと2. 特別委員会が支配株主と対等に交渉し得る真の交渉力を有すること• 本事案では、実際に特別委員会が3回も買付者からのオファーを拒否した上で最終的に承認に至ったという事情があったにもかかわらず、事実審理の結果、上記2の要件を満たしていないとしてEntire Fairness基準を適用（上記MFWの要件3は、本判決の要件2にかかる判断と同じ基準を示したものと考えられる）• 本判決により特別委員会の設置は実務に浸透したものの、MOMによる承認手続きは定着するには至らず

米国: 4-1. 株主が対象会社から終局的に離脱するM&A取引の司法審査基準 (Revlon基準)

1. Revlon基準

- Revlon基準：株主が対象会社から終局的に離脱するような取引を会社が行う場合等において、当該会社の取締役は「株主のために実現可能な最善の価値」を追求しなければならないという基準
- 典型的には(i)現金対価のM&A取引全般（株主が対象会社から締め出される）及び(ii)株式対価のM&A取引のうち支配権の売却または移転を生じさせる取引（支配株主がいない対象会社の株主であったのに、株式対価の結果、新たに株主となった会社には支配株主が存在し、支配株主のいる会社の株主になった(change of controlが生じた)）が該当する
- Revlon基準の背景：上記のような取引を進めることが決まった状況においては、株主のために対象会社における長期的な価値向上を追求することが無意味となる。よってこの場合、BJRの基本理念である、『会社の長期的な価値向上を取締役の判断に委ねることで司法審査が介入しないようにする』という価値判断が妥当せず、かかる場面での取締役の責任は、ひとえに競売人として高く売るという点に尽きると考えられる
- ①MBO、②支配株主による買収事例といっても事案によって様々な要素があるため一律の当てはめはできないが、これらが上記のような取引に該当する場合は、Revlon基準が適用され得る。なお、MBOは現金対価による買収が多いため、多くの場合にRevlon基準が適用され得る
- (i)現金対価のM&A取引であっても、対象会社に既に支配株主がいる場合、Revlon基準そのものは適用されないが、類似の基準が適用される。類似の基準は、そのような状況であっても株主のために最も高く売る義務は存在するとし、取締役がそのfiduciary dutyを果たしたかを判断する

米国: 4-1.株主が対象会社から終局的に離脱する M&A取引の司法審査基準 (Revlon基準) (続き)

裁判所による審査の対象	<ul style="list-style-type: none">Revlon基準のもとでは、(BJRの適用場面と異なり) <u>取締役の行為・判断内容そのものの合理性に立ち入った審査</u>がなされる
主張立証の構造	<ul style="list-style-type: none">原告株主がRevlon基準の適用対象である取引にあたることを立証した場合、被告取締役は、当該取引における自身の行為が、「株主のために実現可能な最善の価値」の追求のための合理的行動であったこと、つまり以下の2要素につき立証しなければならない<ol style="list-style-type: none">取締役による判断過程の適切性 (判断の基礎となった情報の十分性を含む)取締役の行為そのものの合理性 (行為当時に存在した事情を基礎とする)
取締役の行為規範	<ul style="list-style-type: none">Revlon基準に沿った取締役の行為規範としては、画一的に買収価格の高い提案を選択することが求められるわけではなく、クロージングの確実性 (たとえば買収資金の調達方法など) といったその他の前提条件を勧案することができる現金対価の場合には純粋に価格の高さ+クロージングの確実性が基準となる一方、株式対価の場合には、将来におけるシナジー等も勧案されうるRevlon基準の適用場面における株主のための「最善の価値」を追求する具体的な方法の一つとして、<u>潜在的な買収提案者を募るオークションやマーケットチェック</u> (他の買収提案の可能性を探るための市場調査) が行われることが一般的
Conflict of Interestとの関係	<ul style="list-style-type: none">Conflict of interestのある場面では、Revlon基準のもとで求められる「株主のために実現可能な最善の価値」の追求だけではなく、これに加えて株主にとって客観的に「Fair」な価格・プロセスとなっていることが求められる

米国: 4-2.株主が対象会社から終局的に離脱するM&A取引の司法審査基準（Unocal基準）

2. Unocal基準

- Unocal基準：敵対的買収その他の脅威に対して対象会社が実施する対抗措置や、友好的買収の場面で利用される取引保護措置（deal protection devices）に関する取締役の判断について、**当該会社の経営方針・経営効率に対する「脅威」の有無**および**当該措置の当該脅威に対する「相当性」**という2段階の審査基準を用いるという基準

適用対象となる場面	<ul style="list-style-type: none">Unocal基準は、1985年、敵対的買収への対抗措置についての審査基準として、BJRよりも厳格なものとして登場したその後、Unocal基準は、Omnicare判決（2003年）において、友好的買収における取引保護措置への適用にも拡張された
審査基準の内容	<ul style="list-style-type: none">Unocal基準のもとでは、以下の2要件を満たすことが必要<ol style="list-style-type: none">「脅威」の存在：買付者の株式保有により会社の経営方針・経営効率に対する脅威が生じると合理的にいえること「相当性」：採用する措置がかかる脅威との関係で、株主に対する強制を生まないこと＋他の対抗提案の実現可能性を完全には排除しないこと＋合理性の範疇に収まるものであること
Omnicare判決（取引保護条項の有効性）	<ul style="list-style-type: none">Omnicare判決では、Unocal基準を適用した上で、「大株主の議決権拘束に関する合意」及び「株主総会への議案提出義務」等を内容とする取引保護条項につき、実効性のあるFiduciary Out条項がないことを理由に、当該取引保護条項の有効性が否定されたFiduciary Out条項：M&A契約の締結後に別の潜在的買付者からより良い対抗提案等があった場合には、一定の条件の下、対象会社（取締役）を当該M&A契約の拘束から解放する旨の条項
Conflict of Interestとの関係	<ul style="list-style-type: none">買収防衛措置との関係では、取締役が、会社や株主の利益よりも主に（地位の確保を含めた）自らの利益のために行動しうるという意味でのconflict of interestあり取引保護措置との関係では、自らが承認したM&A取引の保護を図るという取締役の利益が、当該M&A取引についての最終決定を行うという株主の利益と相反しうる状況にある

米国: 5. Market checkの実務

<p>Pre-agreement market check</p> <p>Post-agreement market check</p>	<ul style="list-style-type: none">• 米国実務で最も多く用いられるのはpre-agreement market check：対象会社が、一つの買主候補と交渉しつつFAを通じて他の多くの買主候補者に接触し、より高い価格の対抗買収の可能性を探る• Post-agreement market check (merger agreement締結後に一定期間、対象会社に対抗買収者を勧誘する権限を与える。go shop)という手法もあるが、このような「事後の」マーケットチェックは、「事前の」マーケットチェックを実施することが困難な場合に用いられる傾向にある• どのようなmarket checkの手法を取るかは、対象会社のBoardが、当該状況においてfiduciary dutyを果たすための手法として最も適切な手法という観点から選択する<ul style="list-style-type: none">■ 場合により、買主候補者が交渉中のexclusivityを強く要求し、pre-agreement market checkを実施できない場合がある。かかる場合、post-agreement market checkが必要となる■ 売主が、cashがない状態、また非常に緊急性が高い状況で、pre-agreement market checkを行う時間がない、ということもある。このような場合も、post-agreement market checkが行われる• pre-agreement market checkを行ったとしても、取締役はmerger agreementの締結後に会社にとってより良い対抗買収提案がなされた場合に、それを検討し受け入れるfiduciary dutyから免れるものではない。より良い対抗買収提案があった場合、取締役は締結済みのmerger agreementを解除して、かかる提案を受諾することができなければならない• なお、取締役のfiduciary dutyの内容として、望ましいと判断した買収案について、より高い買収価格を交渉する義務があるという義務の前段階の義務として、そもそも、買収されること自体が望ましいのか（そのまま上場企業として残り、配当増加を志向する方が株主にとってより良い選択とならないか）、提示されている価格はフェアなのか、といった点の義務から（マーケットチェックをすることにより）免れるものではない
<p>支配株主による従属会社買収の場合</p>	<ul style="list-style-type: none">• 支配株主による従属会社の買収や、新たに過半数を取得することとなる第三者割当などの場面では、Revlon基準と同様の義務が課せられることにより、マーケットチェック等の措置が必要とされている（In re Loral Space & Commc'ns Inc. Consol. Litig., C.A. No. 2808-VCS, slip op. at 1 (Del. Ch. Sept. 19, 2008), aff'd, 977 A.2d 867 (Del. 2009)）• 一方、既に過半数を超える議決権を有する株主による買収の場面では、取締役のfiduciary dutyは同様に課せられるものの、義務履行手段としてのマーケットチェックという措置が実効性を欠くため、必要ではないと考えられている（Mendel v. Carroll, 651 A.2d 297 (Del. Ch. 1994)）• いずれの場合であっても、原則としては支配株主との取引は"entire fairness"基準（少数株主にとって価格とプロセスがfairであるか否かの客観的な判断も含む）で判断される

米国: 6. Fairness Opinionの実務

米国におけるFairness Opinion関連の実務	
取得の実務	<ul style="list-style-type: none">Conflict of Interestの有無にかかわらず、対象会社の取締役会によってFairness Opinionが取得されるケースが多い
意義	<ul style="list-style-type: none">取得されるケースが多い理由としては、デラウェア州法（DGCL 141(e)）によって、Fairness Opinion取得が取締役の責任を否定し得るような手続きの公正性を支える要素として認められているためであるが（なお、Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del. 1985)では、Fairness Opinionの未取得で責任が問われた）、一方で、Fairness Opinion取得によりただちに取締役の責任が否定されるというわけではない
対象	<ul style="list-style-type: none">手続きの公正性ではなく、財務的見地からみた対価の公正性のみ
規制（自主ルール・開示）	<ul style="list-style-type: none">自主規制機関FINRAの規則（FINRA Manual 5150）において、FAは内部規程に、内部手続き上、どのような取引類型のFairness OpinionをFINRAの公正性委員会（Fairness Committee）による審議にかける必要があるかにつき規定することが求められているFairness Opinionは、SECのシステムを通じてすべて開示される（Board Bookは開示の対象外）
発行主体とその法的責任	<ul style="list-style-type: none">Fairness Opinion発行主体であるFA（投資銀行）は、基本的に、米国においてブローカーディーラーライセンスを取得する必要あり特にFAにおける対象会社とのconflict of interestが問題になり得る場面などでは（これに限られない）、FAが当該取引において取締役のfiduciary duty違反を助長したとして、FA自身が法的責任を負うケースもある。加えて、Reputationリスク、価格評価主体として訴訟に巻き込まれるリスクもある

米国:7-1. conflict of interestある取引におけるステップ (特別委員会)

対象会社取締役会	特別委員会	特別委員会のアドバイザー
<p>① 特別委員会を設置するために、対象会社のリーガルアドバイザー（LA）ではない、独立LAIに特別委員会の設置を依頼（取引の交渉開始前）</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 独立のLAが、社外取締役各自の特別委員としての適否を判断 <p>⑦ 特別委員会からの報告を基に、conflict of interestある取引の賛否（別の第三者との取引を選択するか又は独立の上場企業として引き続き経営にあたるか(Stand-Alone Case)の判断を含む）につき決議</p>	<p>② 特別委員会設置後、特別委員会独自のLA（通常、対象会社の依頼により委員会設置のアレンジをしたLA）及びFAの選任</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 十分な実効性を備えた特別委員会とするための前提条件として、特別委員会の承認なくして取引を進められないこと、特別委員会が他の買収候補者とコンタクトをとれること、MOM承認を前提条件とすること、取引を完全に拒否する権限を実質的に有すること、公平な価格となるべく交渉しDuty of Careを履行すること等の要素必要 ■ 自らのFAIに「マーケットチェック」及びStand-Alone Case算定の依頼 <p>④ 上記と並行して、買付者側と（価格も含めた）交渉を実施</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ あらゆる交渉経緯を記録しておく ■ 併せて、自らのFAIに「フェアネスオピニオン」作成を、また自らのLAIにその精査を依頼 <p>⑥ 上記オピニオンやアドバイザーの説明に基づき、答申判断⇒取締役会に特別委員会としての判断・決議内容（対象会社としていかなる選択を行うべきかを含む）を報告</p>	<p>③ 【FA】マーケットチェックの実施 ⇒特別委員会へのフィードバック、さらに第三者との交渉・取引実行又はその検討</p> <p>⑤ フェアネスオピニオンの作成・提出・精査・説明</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 【FA】作成・提出 ■ 【LA】その精査 ■ 【FA】バリュエーション含め、特別委員会への説明 <p>特別委員会の全体のプロセスに要する期間は、1か月から数か月まで、事案により幅がある（交渉、マーケットチェックのプロセス次第）</p>

米国：7-2. 特別委員会についての日米比較

	米国	日本
構成	<ul style="list-style-type: none"> 対象会社の独立取締役によって構成 各取締役の独立性は、独立のLAがQ&A等により精査 	<ul style="list-style-type: none"> 独立性のある社外役員と外部専門家の双方を含む構成が多い
役割	<ul style="list-style-type: none"> （他からの圧力なく）完全かつ最終的に案件を進めるべきか否かの実質的な判断権限を有する 当該取引における交渉プロセスだけでなく、他の買付者候補との取引、資金調達、及びその他の選択肢全般を検討する権限を有する 	<ul style="list-style-type: none"> 取引条件の公正性の検証・取締役会への答申 特別委員会に交渉権限が付与されている事案では、上記に加えて相手方との交渉への関与
設置時期	<ul style="list-style-type: none"> 実質的な交渉よりも前の初期的な時点で設置 	<ul style="list-style-type: none"> 買付者からの正式な買収提案の後すみやかに（約数日～数週間程度）設置されることが多い
交渉への関与	<ul style="list-style-type: none"> 特別委員会の委員は、対象会社における第一次的な交渉人として、独立性をもって交渉にあたる 取引条件・価格の交渉は、特別委員会の委員自身によって行われる場合もあれば、その代理人（FA/LA）によって行われる場合もある 	<ul style="list-style-type: none"> 特別委員会に交渉権限が委嘱される事案とそうでない事案があり、ケースバイケース 利益相反性の強い事案（買付者の対象会社に対する影響力が著しく強い場合等）については、第三者委員会に交渉権限まで付与することが望ましいとの考えもあるが実務上一般的ではない
独自のアドバイザー選任	<ul style="list-style-type: none"> 特別委員会は、自らの独立FA/LAを選任する権限を有する（ただし、特別委員会が自ら選ぶ限りにおいて、それまでの関係性も踏まえた上で、対象会社自身が普段依頼するLA等を選任することも許される） 	<ul style="list-style-type: none"> 設置決議において、特別委員会が自らのアドバイザーを選任できるよう定めておくことが望ましいとの考えもあるが、実務上は一般的でない
検討プロセス	<ul style="list-style-type: none"> FAにマーケットチェック・Fairness Opinion作成を依頼し、それらに基づき、提示価格がFair Priceかどうか、より良い選択肢がないかを検討する 特別委員会における検討のピーク時は、日次の又は1日に数度の会議を実施しながら、最終の検討を進める 	<ul style="list-style-type: none"> 対象会社や買付者へのヒアリングを実施し、多くの場合は第三者算定機関による株価算定書も精査した上で、取引条件の公正性を検証し、また代替手段の有無も併せて検討する

米国:8. conflict of interestある取引におけるステップ (株主との紛争対応)

対象会社取締役会	対象会社と買付者の株主
<p>① 取引の成立（merger agreementの締結等）、同時に当該取引の開示／対象会社の株主・従業員・顧客・取引先との対話をスタート</p> <p>② Proxy statementの準備</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 対象会社と買主との間で、proxy statementに、交渉プロセス、対象会社のマーケットチェック、取引の理由、フェアネスオピニオンのバリュエーション等についてどのように記載するか交渉 ■ 数週間から数か月を要する <p>⑧ 取引のクロージング⇒クロージング条件の成就</p> <p>⑨ 反対株主の訴訟への対応⇒（和解を含め）株主への支払い</p> <p>⑩ その後に起こる株主による訴訟への対応</p>	<p>③ 対象会社株主・買付者株主ともに、訴訟を提起するか否かの検討を開始</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 同時に、複数のローファームが原告希望者を模索 ■ 株主総会の差止請求、開示の追加・修正要求等 <p>④ 委任状争奪戦</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 公開される委任状の内容は、独立FA, LAからのコメントや過去の取締役会議事録、また経営陣やLA等との対話内容をもとに作成される <p>⑤ 引き続き（場合によっては追加的な）株主からの訴訟提起・請求権行使</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 開示済みのものに対する修正・補足要求、取締役が当該取引以外のオプションを選択すべきであった旨の責任追及等 <p>⑥ 対抗的買付者／アクティビストの台頭</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 対抗的買収の発生頻度は、およそ11% (1) ■ アクティビストの出現頻度は、およそ20% (2) <p>⑦ 株主総会による承認</p> <p>【さらなる訴訟の提起】</p>

(1) 2005-2011年アメリカ統計： <https://www.analysisgroup.com/Insights/ag-feature/deal-metrics/go-shops-and-topping-bids/> (last visited January 5, 2019)

(2) 2017年J.P. Morgan統計： <http://www.jpmorgan.com/jpm/pdf/1320739681811.pdf>

米国: 9. “fair price” とは

- 最終的に、価格がfairであるかは、裁判所（デラウェアの場合Delaware Court of Chancery）が判断する
 - 原告・被告が提出したバリュエーションに加え、独立したバリュエーションのエキスパートに別途の算定・証言をさせることもある
 - デラウェア裁判所は、交渉経緯も含めた全ての証拠を基に、最も適切なバリュエーション手法及び価格について判断するところ、これには以下のような項目も含まれる：①FAがバリュエーションに用いた方法、マネジメントが作成した財務予測値（当該バリュエーション及び財務予測値が作成された目的を考慮に入れる）、②合併価格合意のプロセス（conflict of interestの状況を含む）、③合併公表前の、対象会社の株価の動き
 - デラウェア裁判所は、歴史的には、実質的にみてアームスレングスな交渉の結果決められた買収価格のようなものがないと考えられる限り、原告・被告の専門家が示すDCF法に依拠して判断した事例が多く、特に効果的なマーケットチェックがない又はconflict of interest等の関係で難しい事例では、この傾向は続くと考えられる
 - ただし、合意した合併価格（真にアームスレングスな交渉の結果到達した場合）や、合併公表前の取引価格が用いられることもある
 - MBOや支配株主による買収などのConflict of Interestのある取引の場合（特別委員会による承認やMOM充足などにより真にアームスレングスな取引とみなされる場合を除き）、基本的には合意された合併価格は決定的なものとして用いられず、DCF法などに依拠した実質的な算定をベースとする
- なお上記の、fiduciary dutyの観点からfair priceであるかという判断と、appraisal claimにおけるfair priceの考え方は若干異なる。Appraisal claimにおいては、株主はstand-alone value（シナジーを含まない）に基づくfair priceのみを請求できる。一方、entire fairnessにおけるfiduciary dutyに基づくfair priceは、公正なプロセスにより取締役が交渉する、株主にとってのbest priceがfair priceとされる

英国

英国: 1. 上場会社M&A規制の基本枠組み

上場会社の100%買収の主要な手法	<ul style="list-style-type: none">以下の2つの手法<ul style="list-style-type: none">Takeover (任意的公開買付 contractual offer 又は強制的公開買付 mandatory offer) 後、スクイズアウトScheme of Arrangement: 対象会社と株主との間で合意、株主総会決議・裁判所の許可を得て全株式の取得可
適用法令・ルール	<ul style="list-style-type: none">Companies Act 2006、Takeover Code (“Code”):UK Listing Rules, Market Abuse Regulation (“MAR”): TOBIに関連する適用場面としては、リークがあった際の開示義務
規制当局	<ul style="list-style-type: none">The Panel on Takeovers and Mergers (“Panel”): Codeを発行・運用する独立機関<ul style="list-style-type: none">日常業務は、Panel Executiveと呼ばれるスタッフ (プロパーと出向者) が対応Codeの規制当局ではあるが、相談機能的な役割が強い
Takeover後のスクイズアウト	<ul style="list-style-type: none">公開買付対象株式総数90%、かつ、議決権ベースでも90%以上を取得した場合に可能squeeze out基準を満たした場合、少数株主は買付者に対して買取請求権(sell-out rights)を行使可
SOAの成立要件	<ul style="list-style-type: none">裁判所の指示により招集される集会に出席し投票した (委任状によるもの含む) 株主の (i) 総議決権の75%以上かつ(ii) 頭数の過半数の賛成による承認及び裁判所の許可により成立買付者及び買付者の関連当事者は、株主の一つのクラスを構成し、Schemeの投票からは除外される

英国: 2. conflict of interestの考え方

- 英国のtakeoverにおける、少数株主の保護に関する2原則
 - 原則1：買付者に関連する(connected to the bidder)対象会社の取締役(conflicted directors)を、Takeover/SOAの議論から除外しなければならない
 - 原則2：対象会社の全ての株主は同一に取り扱われなければならない
- 買付者が対象会社をスクイズアウト／SOAにより100%買収する際の各規制も少数株主保護に寄与する（閾値等につき後述）
- 「Conflict of interestのある取引」という特別のカテゴリーはないが、Codeにおける各Ruleの留意点を示すNoteにおいて、management buy-outsの場合、offers by controllers（支配株主によるオファー）の場合の留意点、及び取締役にconflict of interestがあると考えられる場合の例示あり（後述スライドにて該当箇所抜粋あり）→conflict of interestがある場合に対象会社・買付者が留意すべき点についてのある程度のガイダンスはある。加えて、Panel Executiveとのconsultationに基づき対応していく。
- 本研究会の検討対象となっている①MBO、②支配株主による買収についても、上記の少数株主保護の一環として各規制が適用されるとともに、conflict of interestの要素がある取引として取り扱われ得る

英国: 3-1. ①MBO、②支配株主による買収に適用され得る ルール・プラクティス (conflict of interestの有無にかかわらず適用されるルール)

Conflict of interestの有無にかかわらず適用されるルール・プラクティス

<p>1. 対象会社の取締役会による independent advisorの選任義務</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 全てのオファーにおいて、対象会社の取締役会はfinancial termに関してcompetent independent adviceを取得する義務あり(Rule 3.1)→すなわち、independent なfinancial advisor (FA) の選任義務あり • FAは買付者からの独立性がなければならない • かかるFAの独立性をどのような要素を元にPanel Executiveが判断するかについて、Panelがガイダンスを示している (Practice Statement No. 21, March 2008) <ul style="list-style-type: none"> ■ 上記ガイダンスによれば、Executiveは、FAが買付者からindependentであるといえるか否かは、買付者とアドバイザー／アドバイザーグループとの間の全体的な関係の強さ(strength of the overall relationship)を検証して判断する、とされている ■ ガイダンスは、買付者及びアドバイザーグループが近年グローバルに活動するようになり、アドバイザーグループの中で過去（近時）又は現在、買付者のためにアドバイスをした、という事例が生じる可能性が従来よりも非常に高まったため、Executiveの判断基準を柔軟化する見解を示している（アドバイザーグループの中で、現在（オファーと同時に）買付者にアドバイスしている案件があっても、マテリアルなものでなければindependenceか否かの判断にあたり考慮しない、等） • 実務上、特にメジャーな投資銀行についてアドバイザーの独立性が問題になることは度々ある • 独立性以外に、Codeに基づくFAに選任されるためのqualificationはない。ただし、英国内においてfinancial adviceを行うにはfinancial advisorとして登録しなければならない、Financial Conduct Authorityの監督を受ける
<p>2. 対象会社の取締役会による、independent advisorからの意見取得義務</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 対象会社の取締役会は、独立FAから、オファーについて金銭的側面(financial term)の観点から“fair and reasonable”であるかについて意見を取得しなければならない (Rule 3.1) • Offer documentに記載される意見自体は短く、通例下記のように記載される：“the directors of [target], who have been so advised by [independent financial advisor] as to the financial terms of the offer, consider the terms of the offer to be fair and reasonable.” • 上記の意見に加えてvaluation reportを取得するとの実務はない • 独立FAのアドバイスはオファーのfinancial termsのみを対象とするものであり、オファーの一般的な適切性等は検討の対象外 • 独立FAは、対象会社の株主に対し、理論的には責任を負いうるが、今までそのような事例は認識されていない

英国: 3-2. ①MBO、②支配株主による買収に適用され得る ルール・プラクティス (conflict of interestの有無にかかわらず適用されるルール)

Conflict of interestの有無にかかわらず適用されるルール・プラクティス

3. 対抗買付者への同一情報提供義務 (株主平等取扱原則)	<ul style="list-style-type: none">ある買付者に提供された情報は、対抗オファーの買付者に対しても同様に提供しなければならない<ul style="list-style-type: none">対象会社は、ある買付者にDDで提供した情報を、対抗買付者にも提供する必要があるある買付者がサイトビジットやマネジメントインタビューを実施していた場合、同様の機会を対抗買付者にも与える必要があるMBOの場面では、資金調達のために外部の資金調達（予定）先に提供した情報も、対抗買付者に提供する必要があることに加え、対象会社の独立取締役が要求する場合、買付者は、外部資金調達先に提出した情報を、対象会社取締役にも提供する必要がある
4. オファー成立 (unconditional)後の応募可能期間確保 (強圧性排除)	<ul style="list-style-type: none">オファーが成立した (unconditionalとなった) 後にも株主がオファーに応募できるよう、本来であればオファー期間満了予定であった日から最低14日間、応募可能としておかななければならない (オファーをopenな状態に保つ) (Rule 31.4)

(上記 1. 2. のindependent advisorに関するCodeの記載)

Notes on Rule 3.1

- MBO、又は支配権を有する者からのオファーにおいては、かかる独立FAからの意見は非常に重要である
- かかる場合、FAの独立性は「疑いようのないほど」であることが重要である
- かかるオファーがあるとわかった場合、独立FAの重要性に鑑み、対象会社はできるだけ早く、独立したアドバイザーを選任すべきである

英国:4-1. ①MBO、②支配株主による買収に適用され得る ルール・プラクティス (conflict of interestがある場合に適用されるルール)

Conflict of interestがある場合に適用されるルール・プラクティス

1. Conflict of interest のある取締役の審 議・決議からの除外

- 会社法及びCommon law上、取締役は会社のinterestに直接又は間接に反する、又は反し得る状況避ける義務がある(Companies Act, section 175)
- 上記原則に基づき、Takeoverの決議・議論からconflicted directorを除外するかは、対象会社の取締役会の判断による。実務上はマーケットプラクティスとして決議からは除外するのが通常。審議においては、conflicted directorが専門性の観点からコメントを行うこともあるが、審議に参加しないことが一般的
- Conflictのある取締役は取締役会の審議・決議に参加しないため、別途、特別委員会を組成する必要はない、と考えられている
- 英国においてTakeoverに関し取締役会に”committee”が組成されることがあるが、これは主に事務的なことを担当する趣旨であり、fairnessを検証する機関ではない

2. Conflict of interest のある取締役の、対 象会社意見への不参 加

- conflictのある取締役は、その他の独立取締役が公表する、オファーに関する意見に加わることができない (Rule 25.2)
- 対象会社の取締役が、オファーについてrecommendationを示すか否かは、価格が最も重要な条件であるものの、それだけを決定的な要素とする必要はなく、他の要素を考慮することも可能
 - 例えば、2005年のManchester United Plcの取締役会は、買収価格はfairであるとしつつも、Glazer familyによるオファーは会社の利益に反する、として当初、反対意見を示した
- 対象会社の取締役は、株主から、対象会社の取締役会が公表したrecommendationに基づき責任を問われる可能性が理論的にはあるが、そのようなケースは今まで明らかになっていない

英国:4-2. ①MBO、②支配株主による買収に適用され得る ルール・プラクティス (conflict of interestがある場合に適用されるルール)

Conflict of interestがある場合に適用されるルール・プラクティス

<p>3. 買付者のdirectorにconflict of interestがあるとときの独立FA選任</p>	<ul style="list-style-type: none"> 買付者の取締役会は、買付者の取締役がオファーに関しconflict of interestがある場合、独立FAを選任しなければならない (Rule 3.2) 関連するCodeのNote (Notes on Rule 3.2, 2.) <ul style="list-style-type: none"> 本ルールが想定するconflict of interestのある場合として、買付者と対象会社に著しい株式の相互保有関係がある場合、両者に複数のマネジメントが共通している場合、当該取締役が両者に著しい利害を有する場合、との例が挙げられている
<p>4. インセンティブアレンジメントの開示義務 (株主取扱平等原則)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 買付者が対象会社のマネジメントのうち、対象会社株式にinterestを有する (例: 株主である) マネジメントと、インセンティブアレンジメントの合意をし、またそれを提案した場合、その詳細について要開示 (Rule 16.2 (a)) <ul style="list-style-type: none"> MBOでは、マネジメント (実務上、株主でも多い) に対し、ボーナスやシェアオプションなどの経済的なインセンティブが買付者から提示されることが多い MBOに限らず、マネジメントと買付者との間でこのようなインセンティブが合意されることがある (例: TakedaのShireディールでは、Shireの2名のエグゼクティブに対し、多額のretention paymentが支払われることが開示されている) インセンティブアレンジメントが、オファーの完了後に導入される予定であるが、それについて何らの議論もされていない、又は非常に限定的な議論しかしていない場合、当該事実を開示すると共に、関連する議論の詳細も要開示 インセンティブアレンジメントが提案されていない場合、当該事実も要開示 独立FAは上記のインセンティブアレンジメントがfair and reasonableであるとの意見を述べなければならない (Rule 16.2 (a)) <ul style="list-style-type: none"> かかる結論に至るにあたり、アドバイザーは関連する全ての状況を考慮することができる (たとえインセンティブが多額であっても、そのマネジメントのスキルを考慮すれば適切である等) インセンティブが重大、または特異である場合、Panelの承認を得る必要がある。Panelは、株主総会の普通決議により承認されることを条件として認めることがある (Rule 16.2 (b)) <ul style="list-style-type: none"> 2017年4月から2018年3月までの12か月間に実施された68件のうち7件において、Panelは上記に基づき株主総会の普通決議による承認を求めた

英国:5. 閾値による少数株主の保護

英国では、少数株主の締出し及び上場廃止の場面において達成のために比較的高い閾値（thresholds）が設定されていることも、少数株主の保護に寄与している

Takeover後のスク イズアウト	<ul style="list-style-type: none">• <u>公開買付対象株式総数の90%、かつ、議決権ベースでも90%以上を取得した場合に可能</u>• <u>すなわち、買付者及びその関連当事者が既に保有している株式を除き、公開買付の対象となった株式総数を母数として90%を達成しなければならない</u> <p>→Majority of Minorityよりもさらに厳しい閾値</p>
SOAの成立要件	<ul style="list-style-type: none">• (a) 裁判所の指示により招集される集会に出席し投票した（委任状によるもの含む）株主の (i) 総議決権の75%以上かつ(ii) 頭数の過半数の賛成による承認及び (b) 裁判所の許可により成立• 買付者及び買付者の関連当事者は、株主の一つのクラスを構成し、Schemeの投票からは除外される＝すなわち、買付者及びその関連当事者を除いた株主クラス（independent shareholder）のうち上記(i)及び(ii)を満たさなければSOAは承認されない <p>→Majority of Minorityよりもさらに厳しい閾値</p>
プレミアム上場の株 式の上場廃止	<ul style="list-style-type: none">• 株主総会において議決権を有する株主の75%以上の承認が必要• 支配株主(controlling shareholder, 30%以上の株式を有する株主) がいる場合、independent shareholder（支配株主以外の株主）の過半数による承認も必要

英国: 6. “fair price” とは

- Codeは、fair priceが何かについて何らのスタンスも示しておらず、**fair priceであるか否かは、株主が判断するものであり、Panelや裁判所が判断すべきことではない**とのスタンスが採られている
- すなわち、**株主こそが、オファーの受諾／スキームへの賛成の投票により、その取引を承認する権限がある。そのため、一旦、必要な閾値を満たして株主の承認がなされれば、買付価格やスキームについて不服のある株主が、Panelや裁判所に不服申立てする手段はない**
- 上記のとおり、Takeoverのオファーについて判断するのは、取締役だけではなく、究極的には株主であるため、米国のように、取締役が対抗買収の可能性を探るマーケットチェックのような行動をすべきとは考えられていない
- 株主は、理論的には、買付者又は対象会社の取締役を、オファーに対するrecommendationが詐欺又は虚偽であったことを理由に訴えることが可能だが、Codeが制定された1968年以降、このようなケースはない
- Panelは、ウェブサイト上の以下のStatementで上記の立場を明確にしている

“The Code is not concerned with the financial or commercial advantages or disadvantages of a takeover. These are matters for the company and its shareholders. Wider questions of public interest, such as competition policy, are the responsibility of government and other bodies, such as the Competition and Markets Authority and the European Commission.”

“Codeは、Takeoverが金銭的又は事業的な観点から有利であるか又は不利であるかについて関心を有さない。それらは、対象会社及びその株主が判断する事項である。公共の利益の観点からの幅広い質問、例えば競争政策といったことは、CMAや欧州委員会等の、他の政府機関が責任を有するものである”

(英国：参考)

Codeにおいてdirectorのconflicts of interest, management buy-outs, offers by controllersに言及するRuleの抜粋

3.1 BOARD OF THE OFFEREE COMPANY 【対象会社の取締役会によるindependent adviceの取得】

The board of the offeree company must obtain competent independent advice as to whether the financial terms of any offer (including any alternative offers) are fair and reasonable and the substance of such advice must be made known to its shareholders. (See also Rule 15(b) and Rule 21.1(d)(i).)

NOTES ON RULE 3.1

1. Management buy-outs and offers by controllers

The requirement for competent independent advice is of particular importance in cases where the offer is a management buy-out or similar transaction or is being made by the existing controller or group of controllers. In such cases, it is particularly important that the independence of the adviser is beyond question. Furthermore, the responsibility borne by the adviser is considerable and, for this reason, the board of the offeree company or potential offeree company should appoint an independent adviser as soon as possible after it becomes aware of the possibility that an offer may be made.

3.2 BOARD OF AN OFFEROR COMPANY 【買付者の取締役会によるindependent adviceの取得】

The board of an offeror must obtain competent independent advice on any offer when the offer being made is a reverse takeover or when the directors are faced with a conflict of interest. The substance of such advice must be made known to its shareholders.

NOTES ON RULE 3.2

2. Conflicts of interest

A conflict of interest will exist, for instance, when there are significant cross- shareholdings between an offeror and the offeree company, when there are a number of directors common to both companies or when a person has a substantial interest in both companies.

(英国：参考)
Codeにおいてdirectorのconflicts of interest, management buy-outs, offers by controllersに言及するRuleの抜粋

25.2 VIEWS OF THE OFFEREE BOARD ON THE OFFER, INCLUDING THE OFFEROR'S PLANS FOR THE COMPANY AND ITS EMPLOYEES 【対象会社取締役会のOfferに対する意見】

(a) The offeree board circular must set out the opinion of the board on the offer (including any alternative offers) and the board's reasons for forming its opinion and must include its views on:

(i) the effects of implementation of the offer on all the company's interests, including, specifically, employment; and
(ii) the offeror's strategic plans for the offeree company and their likely repercussions on employment and the locations of the offeree company's places of business, as set out in the offer document pursuant to Rule 24.2.

(b) In addition, the circular must include the substance of the advice given to the board of the offeree company by the independent adviser appointed under Rule 3.1.

NOTES ON RULE 25.2

3. When a board has effective control

A board whose shareholdings confer control over an offeree company must carefully examine the reasons behind its opinion on the offer and must be prepared to explain its decisions publicly. Shareholders in companies which are effectively controlled by the directors must accept that in respect of any offer the attitude of their board will be decisive.

4. Conflicts of interest

Where a director has a conflict of interest, he should not normally be joined with the remainder of the board in the expression of its views on the offer and the nature of the conflict should be clearly explained. Depending on the circumstances, such a director may have to make the responsibility statement required by Rule 19.2, appropriately amended to make it clear that he does not accept responsibility for the views of the board on the offer.

5. Management buy-outs

If the offer is a management buy-out or similar transaction, a director will normally be regarded as having a conflict of interest where it is intended that he should have any continuing role (whether in an executive or non-executive capacity) in either the offeror or offeree company in the event of the offer being successful.

フランス

フランス: 1. 上場会社M&A規制の基本枠組み

上場会社の100%買収の主要な手法／スクイーズアウト	<ul style="list-style-type: none">Public offer又はBuy-out public offer後、Squeeze-out offerを実施Mergerでは、対象会社（消滅会社）の少数株主は買付者（存続会社）の株主となり、少数株主を強制的に締め出すことはできない（他国と異なり、cash-out mergerはない）
適用法令・ルール	<ul style="list-style-type: none">Companies Act, French Securities Law, フランス金融当局であるAMFが発行するルール、レコメンデーション、プラクティス等
規制当局	<ul style="list-style-type: none">フランス証券局（AMF）
スクイーズアウト	<ul style="list-style-type: none"><u>Public offerの実施後、Squeeze-out offer（“OPRO”）を実施：</u><ul style="list-style-type: none">■ Squeeze-out offer後、株数及び議決権の95%を取得した場合、少数株主から強制的に株取得可＝Squeeze-out offerによってのみ、確実に100%買収できるといえる■ Squeeze-out offerはPublic offer実施後3か月以内にのみ実施可：すなわち、初めのPublic offerにより95%に到達することができなかった場合、買い増し等により3か月以内に95%に到達できれば、Squeeze-out offerを実施できるが、3か月を過ぎてから95%に達した場合、まずBuy-out public offerを実施した上で、さらにSqueeze-out offerを行わなければ、少数株主の締め出しができない<u>Buy-out public offer（“OPR”）の実施後、Squeeze-out offerを実施：</u><ul style="list-style-type: none">■ Buy-out public offerは、対象会社の株式を95%以上保有する株主のみが開始することができる。Buy-out public offerは、Squeeze-out offerを行う前に、株主に自主的な株売却の機会を与えるもので、応募は任意という点がSqueeze-out offerとは異なる■ 少数株主は、支配株主又はAMFに、Buy-out public offerの実施を求めることができるMergerの提案をAMFが審査するにあたり、株主の利益を考慮し（例：存続会社が非上場会社）、支配株主に対し、Mergerの実施前にBuy-out public offerの実施を要求することがある閾値が高いため、投機的な株主が対象会社の株式を取得し、買付者の95%の閾値達成を阻害することが可能であり、実際にそのような事例が生じている現在、フランス議会において、非上場化を促進するため閾値を95%から90%に引き下げる法改正が審議中

フランス: 2. conflict of interestの考え方

- Public takeoverの場面でのconflict of interestは、対象会社のマネジメント（取締役会／Supervisory boardメンバー）が、takeoverの完了に何らかの利益を有する場合に生じると考えられている
- 具体的には、independent appraiserの選任義務が必要な場面（後述）と関連して、以下のような場合にと取締役／Supervisory boardメンバーにconflict of interestが生じるとされている
 - 対象会社が、公開買付開始前に既に買付者に支配されている場合
 - ②支配株主による買収事例はこの場合に該当し得る
 - 対象会社のシニアマネジメント又は対象会社をコントロールする者（支配株主等）が、買付者との間で、それぞれの地位の独立性を阻害するような合意をしている場合（このような状況では、買付者との取引（特にfinancial terms）がアームスレングスにならないおそれがあると考えられている）
 - ①MBOはこの場合に該当し得る

フランス: 3. ①MBO、②支配株主による買収に適用され得るルール・プラクティス

(conflict of interestの有無にかかわらず適用されるルール)

Conflict of interestの有無にかかわらず適用されるルール・プラクティス

<p>1. 対象会社の取締役会/ Supervisory boardによる Reasoned opinionの公表</p>	<ul style="list-style-type: none"> 対象会社の取締役会（又はSupervisory board）は、オファーが(i)対象会社、(ii)株主、及び(iii)従業員のそれぞれにどのように影響するか評価し、オファーに賛同するか反対するかを説明する、Reasoned opinionを公表する オピニオンに決まったフォームはないが、実務上、3点それぞれについて詳細な説明がされることが多い <ul style="list-style-type: none"> (i)対象会社については、オファーの戦略的価値、買付者が新たな株主としてどのように対象会社をサポートし得るか等について述べる (ii)株主については、買収価格の評価（過去の株価と比較したプレミアムの程度等）が主となる (iii)従業員については、オファーが従業員やマネジメント構造に影響があるかを評価する なお、取締役会はworks councilから意見を受領した後でなければ、意見をいうことはできない（ただしworks councilと協議義務はあるが、works councilは取引を止める権限はない）
<p>2. AMFによるオファードキュメントの審査、承認</p>	<ul style="list-style-type: none"> AMFは、オファードキュメント（及び対象会社のReasoned opinion）を審査する義務あり オファードキュメントの審査に際し、conflict of interestがある場合、AMFはindependent appraiserが選任されているか、オファーの金銭的な条件、independent appraiserのレポート、対象会社取締役会によるReasoned opinion等を特に審査する AMFは、オファードキュメントが法令及びマーケットプラクティス（例：オファーに関与する全ての株主の取扱い及び情報の平等、市場の透明性及び統合性、取引及び競争の公正性）に反していると考えられる場合、オファードキュメントの修正を求めることができる AMFは、オファードキュメントを承認する場合、法令の要件を満たしているとのステートメントをウェブサイトに公表する。法令の要件を満たさないと判断し承認を拒否する場合はその旨を公表する。承認が拒否された場合、オファーは無効となる。
<p>3. オファー成立後の募集再開（強圧性排除）</p>	<ul style="list-style-type: none"> オファーの最終結果が公表され、それが成立した場合、オファーは自動的に10取引日以内に再開され、再開後の期間は10取引日以上でなければならない。これは、初めのオファーの際に募集をするか決断できなかった株主に、オファーの成立後、応募する機会を与えるものである 例外として、買付者が公開買付後のSqueeze-out offerの実施予定であることを公表しており、公開買付により95%基準を達成し、公開買付終了後10取引日以内にSqueeze-out offerの届出をした場合、上記の自動再開のルールは適用されない

フランス: 4-1. ①MBO、②支配株主による買収に適用され 得るルール・プラクティス (conflict of interestがある場合に適用されるルール)

Conflict of interestがある場合に適用されるルール・プラクティス

1. 対象会社による Independent appraiserの 選任

- 取引が、対象会社の取締役会／Supervisory board内でconflict of interestを生じさせ、それが、取締役会／Supervisory boardが公表する意見表明書(reasoned opinion)の客観性を阻害するおそれがある場合、又は株主の公正な取扱いを危険にさらす恐れがある場合、対象会社はIndependent appraiserを選任しなければならない
- 下記のような場合が該当すると定められている
 - 対象会社が、公開買付開始前に既に買付者に支配されている場合
 - 対象会社のシニアマネジメント又は対象会社をコントロールする者（支配株主等）が、買付者との間で、それぞれの地位の独立性を阻害するような合意をしている場合
- Independent appraiserの独立性
 - Independent appraiserは取引の関係者（対象会社・買付者）、スポンサー、それらのアドバイザーとconflict of interestがあってはならない。AMFルール上、アドバイザーがスポンサー（金融機関）及び同じグループ会社と繰り返しビジネスを行っている場合、独立性ありといえないと定められている
 - 実務上、20社程度の”independent” appraiserのリストがあり、これらの独立系の評価機関が協議会(association)を組成している。いわゆるメジャー会計事務所は、主要な金融機関と取引があるためconflict of interestありとされることが多く、independent appraiserになることは実務上ない
- Independent appraiserの選任
 - 選任は取締役会決議によって行われる
 - AMFは、conflict of interestがある場合、independent appraiserの業務を監督するために、対象会社の独立取締役により構成されるアドホックな委員会を組成することを推奨している。かかる委員会は、通常、independent appraiserの選任を担当することが一般的（その後公式には取締役会決議によって選任し、アドホックな委員会により選任された者を承認する）
 - 選考にあたっては、複数の候補者が必要とされており、選考プロセスは開示されなければならない。特に独立取締役については明示的にどの候補者に投票したかを開示する必要がある
 - Good practiceとしては、他の取締役は独立取締役の意見に従うことが望ましいとされている
 - Independent appraiserは、auditor、会計事務所、及びバリュエーションの専門家から選任される

フランス: 4-2. ①MBO、②支配株主による買収に適用され 得るルール・プラクティス (conflict of interestがある場合に適用されるルール)

Conflict of interestがある場合に適用されるルール・プラクティス

2. 対象会社が選任したIndependent appraiserからのFairness opinionの取得

- Independent appraiserは、オファーの金銭的条件の分析のレポート（independent appraiserが行ったバリュエーションに関する記述を含む）を作成する。レポートの結論部分は、fairness opinionの形式を取らなければならない
- AMFはfairness opinionに関するルール／ガイダンスを公表している
 - かかるルールにおいて、AMFは、fairness opinionの発行に当たっては、複数のバリュエーション手法を用いるべきとしている（例えば、類似会社比較法とDCF法）
- Fairness opinionは50から60ページになることが一般的で、その全文は、対象会社のウェブサイト及び／又はオファードキュメントの一部として公表される
- Fairness opinionは、取締役会の意見表明(Reasoned opinion)にも含まれる
- 少数株主が、independent appraiserに対して裁判上、（不法行為などの）請求をした事例は認識されていない

<買付者側によるfairness opinionの取得？>

- Conflict of interestの問題は、対象会社側の問題であるため、買付者側によるfairness opinionの取得は義務ではない
- 買付者は、FAや投資銀行を“スポンサー”として選任し、対象会社のバリュエーションを行わせる。買付者は、オファードキュメントの中で、どのようにその買付価格の設定に至ったかを、金銭的な条件／分析を含めて詳細な説明をしなければならない
- 買付者は、オファードキュメントの中で、スポンサーにより、買付者が買付価格（Exchange offerの場合は交換比率）の評価のために用いた情報が正確であったことについて保証すると確認が得られていることを記載しなければならない

フランス: 4-3. ①MBO、②支配株主による買収に適用され 得るルール・プラクティス (conflict of interestがある場合に適用されるルール)

Conflict of interestがある場合に適用されるルール・プラクティス

3. Conflictのある取締役の決議からの除外

- 取締役の基本的な規律として、取締役は、会社のbest interestになるように行動しなければならない
- かかる原則に基づき、取締役がconflict of interestがある状況である場合、かかる状況にあることを取締役会に開示し、関連する取引に関する決議に加わらないこととするのが、望ましいプラクティス
- しかし、取締役会は、オファーの条件がアームスレングスなバリュエーションを反映していると考えられる場合、対抗買収案を積極的に探す義務はない
- 実務では、このような場合、取締役会は第三者からvaluation reportを取得したり、（法律上求められていなくとも）任意にindependent appraiserを選任し、取締役会の決議プロセスの正当性を補完する

フランス: 5. “fair price” とは

- AMFのルールに基づき、independent appraiserによる買収価格の評価にあたっては、複数の分析手法が採られなければならない、可能な場合、以下の二つのタイプの分析手法を用いるとされている
 - 類似会社比較法
 - 対象会社のスタンドアロンの価値を示す、本源的価値についてのバリュエーション手法（DCF法、Dividend based valuation等）
- Independent appraiserは、対象会社の特性により、最も適切なバリュエーション手法を選択し、それを選択したこと、またある手法を選択しなかったことの正当性を説明しなければならない。特に、過去の市場価格のヒストリー、又は平均価格を参照しないとした場合、これを説明する必要がある
- AMFはオファードキュメントを審査する際に、independent appraiserのバリュエーションが適切・十分に、AMFルールに基づいて行われたかを審査する

ドイツ

ドイツ: 1-1. 上場会社M&A規制の基本枠組み

上場会社の100%買収の主要な手法 / スクイズアウト	<ul style="list-style-type: none">• 公開買付（任意的公開買付又は強制的公開買付）後のスクイズアウト、公開買付を経ずに行い得るスクイズアウト、合併契約後のスクイズアウトがある（次スライド詳述）• 100%買収ではなく対象会社を支配する手法として、対象会社における75%議決権以上の多数による株主総会決議により、domination and loss-pooling agreement（支配契約及び損益共通契約 DLPA）を締結するという手法がある（後述）• 近年の事例で、大株主と対象会社が公開買付後にDLPAを締結する（株主総会で承認されるために必要なだけの株式を大株主が保有する）ことを阻害するため、アクティビスト投資家が、対象会社株式を大量に購入した事例があった。この事例では、投資家は一定の条件付でDLPAを承認することに同意した。最終的に、投資家は、その後の非上場化のための公開買付における買付価格よりも著しく高い価格で、大株主に、保有株式を売却することを合意した
適用法令・ルール	<ul style="list-style-type: none">• 有価証券の取得及び買付けに関する法律 (Securities Acquisition and Takeover Act , <i>Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz – WpÜG</i>)• ドイツ証券取引法 (German Securities Trading Act, <i>Wertpapierhandelsgesetz – WpHG</i>)• European Market Abuse Regulation (MAR), ancillary directives and ESMA guidelines/ Q&A : インサイダー取引等• ドイツ株式会社法 (German Stock Corporation Act, <i>Aktiengesetz – AktG</i>)
規制当局	<ul style="list-style-type: none">• 財務監督庁 (Federal Office for Financial Supervision, <i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin</i>)

ドイツ: 1-2. 上場会社M&A規制の基本枠組み (スクイーズアウト)

① 公開買付法に基づくスクイーズアウト

- 95%以上の議決権株式を取得した場合、買付者は、残存する議決権株式を、対価と引き換えに自身に移転するよう請求することができる
- 応募期間の終了までに、95%議決権の取得を達成する必要があるが、公開買付によって取得しなければならないわけではなく、公開買付手続き外の取得分もカウントすることができる
- 簡単な申請及び裁判所の決定により実行することができ、株主総会を開く必要がない
- 公開買付における買付対象株式総数の90%以上の株式が応募された場合には、スクイーズアウトは公開買付価格を対価として行うことができる。応募が買付対象株式総数の90%未満であった場合、市場価格を対価とする
- 公開買付法に基づくスクイーズアウトは公開買付終了後3カ月以内に裁判所に申請の必要あり
- 買付者が95%以上の議決権株式を取得し、かつ株式総数の95%を取得した場合、買付者は、残存する無議決権株式についても自身に移転するよう請求することができる。スクイーズアウトの対価に関する規制は上記議決権株式の場合と同様の規制が適用される
- 公開買付において議決権株式と無議決権株式に対する買付価格は通常異なるので、スクイーズアウトの対価も議決権株式と無議決権株式とは異なる
- ※公開買付後3か月以内に95%議決権取得という閾値達成の困難さに加え、株主による価格の公正性に関する紛争の継続中（数年かかる）は、取得の効果が生じないため、実務上、この手法を取ることを目指すことはほとんどない

② 株式会社法に基づくスクイーズアウト

- 対象会社の総株式数の95%以上を有する場合にはいつでも行うことが可能
- 先行する公開買付は不要
- 対価は公正な市場価格(intrinsic value)が算定され、先行する公開買付で支払われた価格に左右されない
- 対象会社における株主総会の決議が必要
- 対価は裁判所により選任された公認会計士による公正な意見によって支持されていることが必要であり、通常は割引現在価値法(Discounted earnings methodology)により算定されている必要
- 株主には株式買取請求権が認められ、裁判所に対して価格決定の申し立てが可能('Spruchstellenverfahren')。公開買付法に基づくスクイーズアウトと異なり、かかる訴訟が継続していることは、スクイーズアウトの効力発生に影響しない(スクイーズアウト決議の会社登記簿への登記可)
- スクイーズアウトに必要な平均的な期間は1年間程度

③ Transformation Act (Merger Act)に基づくスクイーズアウト：法的には公開買付と関連しないが、公開買付後に実施し得る

- 被承継会社(transferring entity,対象会社)の発行済株式総数の90%以上を保有する株主(principal shareholder)は、Transformation Actに基づくスクイーズアウトを行うことが可能。Principal shareholderはスクイーズアウトされる少数株主に対価を支払う。
- 株式会社(stock corporation, "AG"及び/又は"KGaA")を当事者とした合併契約(merger agreement)の締結後3か月以内に被承継会社の株主総会決議により minority shareholdersから principal shareholdersへの株式移転につき承認決議必要
- スクイーズアウトの効力は、合併の完了を会社登記簿に登録した時に生じる
- 対価に関する規制は、株式会社法に基づくスクイーズアウトと同様の規制を受ける=対価は公正な市場価格(intrinsic value)が算定される

ドイツ: 1-3. 上場会社M&A規制の基本枠組み (domination and loss-pooling agreement)

100%買取によらず対象会社を支配する手法：企業間契約の締結

- 株主と対象会社は、対象会社における75%議決権以上の多数による株主総会決議により、**domination and loss-pooling agreement (支配契約及び損益共通契約 DLPA)**を締結することができる
- 支配契約：**
 - 当該株主が対象会社に対して、法的拘束力のある指示を行うこと、対象会社のキャッシュフローを当該株主が全て利用すること等を定める
 - 当該株主は、(i)被支配会社（対象会社）の少数株主に対し、適切な価格での株式買取のオファーを行わなければならない、(ii) 残存する少数株主には決議で定められた一定額の配当を行う義務あり
 - 買付者の観点からは、対象会社のキャッシュやアセットにアクセス出来る等のメリットがあるが、買取価格の紛争可能性や固定の配当額支払義務（損失がでた場合は要補填）といったデメリットもある
- 損益共通契約：**
 - 事業年度終了時に対象会社が計上した全利益を当該株主に対して支払うことを定める（効果としてはほぼ支配契約と同じ）
 - 支配契約と別に締結するメリットとしては、当該株主もドイツ企業の場合、税制上両社は一つの事業体として取り扱われるという点がある
- 公開買付後にDLPAの締結を目指し、75%議決権ベースの取得を条件に公開買付を行う場合もある
- 公開買付の有無にかかわらず締結できるが、対象会社のキャッシュにアクセスするため、Post-closingの一環として、かかる契約を締結することが頻繁にある

<裁判所によるindependent auditorの選任>

- 支配契約における(i)株式買取価格、(ii)固定配当額は、契約締結の際にはauditorの検証を受ける必要はない。ただし、事後的に株主が、会社が定めた株式買取価格／固定配当額について裁判所に不服申立てを行うことができ、その場合は裁判所は、会社が定めた当初の株式買取価格／固定配当額を検討し（必要であれば）修正するため、独立したauditorを選任する。実務上、多くのケースで株主はこのような不服申立てを行うため、結果として裁判所がauditorを選任する事例が多い
- ただし、上記の不服申立て手続きは、スクイーズアウトやDLPAの締結を阻害する効果はなく、株主の不服申立て、その後の裁判手続（auditor選任を含む）はスクイーズアウトやDLPAの手続きを遅延させるものではない（事後的に、より高い株式買取価格／固定配当額を支払うことになる可能性があるのみ）
- 判例上、auditorはthe German Institute of Accountantsにより公表されているバリュエーション手法を用いなければならない (so-called IDW S1 standard) (Diekmann, in Handbuch Übernahmerecht nach WpÜG, 2017, § 26 (40)-(44))

ドイツ: 2. conflict of interestの考え方

- Conflict of interestは一般的には以下のような場面で生じると考えられている
 - (1) 少数株主の利益 vs. 支配権取得を目指す買付者
 - (2) 少数株主の利益 vs. 公開買付後に構造的措置／統合的措置（例：スクイーズアウト、DLPA）の実施を目指す大株主の利益
 - (3) 公開買付に関する対象会社のマネジメントボードの利益（例：役職に残るとの合意がある） vs. 公開買付に関する対象会社の株主の利益（good valuationでExitする）
 - →①MBO及び②支配株主による買収事例は上記のいずれにも該当し得る
- さらに狭い意味では以下の場面でconflict of interestが生じると考えられている
 - (4) 対象会社の取締役会又はSupervisory boardの個別のメンバーの利益 vs. "best interest of the company"
 - 具体的には以下のような場面：
 - ボードメンバーが、自身が保有する対象会社の株式売却を望んでいる
 - ボードメンバーが、買付者又は買付者の株主である→①MBO及び②支配株主のrepresentativeが対象会社のボードにいる場合の支配株主による買収事例はこれに該当し得る
 - ボードメンバーが、買付者と共に、対象会社に投資することを望んでいる→①MBOがこれに該当し得る（②支配株主による買収事例でLBOが行われることは事実上まれ）
 - ボードメンバーが、買収後の"sweet deal"について買付者と合意している→①MBO、②支配株主による買収事例でかかる合意があればこれに該当し得る
- "best interest of company": corporate interestの定義及びそのスコープは、長年議論されている点である。実務上のimplicationを理解するために整理するとすれば、ドイツ法上はthe best interest of companyとは、(i)定款に規定された、会社設立時の本来の設立意図及び(ii)仮定的な株主が長期保有により事業から得る利益がブレンドされて構成されていると考えられているといえる。かかるbest interest of companyは、株主全体、従業員、会社の債権者のinterestが考慮される。

ドイツ: 3. ①MBO、②支配株主による買収に適用され得る ルール・プラクティス

(conflict of interestの有無にかかわらず適用されるルール)

Conflict of interestの有無にかかわらず適用されるルール・プラクティス

<p>1. オファードキュメント中のFairness opinionのサマリー (任意)</p>	<ul style="list-style-type: none">• 買付者がFairness opinionを取得する法令上の義務はないが、大型案件や競争的な状況の場合、買付者は、オファアの正当性を高めるため、投資銀行からFairness opinionを取得することがある• 対象会社側も法令上の義務はないが、実務上、Reasoned statement (意見表明書) において対価の評価の検討資料として参照するためfairness opinionを取得することがある• Fairness opinionについて法令上のルールはないが、バリュエーションに関し2つの業界スタンダードがある (the DVFA-Principles 及び会計のための IDW Standards IDS S8) (ただし、実務では、投資銀行はこれらのスタンダードに依拠せず評価を行うことが多い)• ある統計によれば、2007年から2013年までに公表された対象会社のReasoned statementのうち50%の案件で、Fairness opinionを取得していた。これは、取締役会がFairness opinionに言及することにより、後にLiabilityを問われた際のサポートに用いるという目的もある (Kiesewetter/ Kreymborg, CFL 2013, 105, 112 in their study of all PTOs in the period 2007-2013)。なおfairness opinionに加えてvaluation reportを取得する実務は採られていない• Fairness opinionは、通常、サマリーがオファードキュメントに記載される• なおオファードキュメントは、その開示前にBaFinからの承認を得なければならない。BaFinには、オファア及びオファアに関するadvertisementsを禁止する権限がある
<p>2. 対抗買付者への対応 (株主への同一情報提供の原則)</p>	<ul style="list-style-type: none">• 対象会社取締役会が対抗買付を探す (マーケットチェック) ことは義務付けられておらず、実務上も行われていない• 株式会社法は、全ての株主に同一の情報を提供すること、という原則を定めているが、対象会社は対抗買付者に対して、他の買付者と同じ情報を提供する必要はない、と解釈されている<ul style="list-style-type: none">■ マネジメントは、それぞれのDDリクエストを、対象会社の利益になるかという観点から検討しなければならない■ “対象会社の利益”の判断基準としては、ビジネスロジック、対象会社や従業員に生じると予想されるimplication、買付者のオファアの意思の確実性、投資家であるか競合企業であるか、等がある
<p>3. オファア成立後の応募 (強圧性排除)</p>	<ul style="list-style-type: none">• オファアが成立した場合、当初のオファア期間に応募しなかった対象会社株主は、結果が公表されたのち2週間、応募することができる• かかるルールは、任意公開買付のみに適用される

ドイツ: 4. ①MBO、②支配株主による買収に適用され得る ルール・プラクティス (conflict of interestがある場合に適用されるルール)

Conflict of interestがある場合に適用されるルール・プラクティス	
<p>1. conflictのある取締役の審議・決議からの除外</p>	<ul style="list-style-type: none"> 法令上の義務ではないが、実務上、conflictのある取締役・Supervisory boardメンバーは、公開買付に関する決議及びReasoned statementの作成から除外すべきとの考えが広く採られている 代替的な手段として、当該conflictのある取締役・supervisory boardメンバーを除いた委員会を設置する方法によることもできると考えられている
<p>2. 対象会社取締役によるReasoned statementにおけるconflict of interestの開示</p>	<ul style="list-style-type: none"> 対象会社の取締役会は、オファーに対する意見を述べるReasoned statementを公表しなければならない <ul style="list-style-type: none"> ■ この中で、取締役会は、提案されている対価に関してだけでなく、オファーが成立した場合の対象会社及び従業員への影響、買付者のゴールについて分析しコメントする ■ 全体として、取締役会による分析は、当該オファーが、最も高い買付価格かという点だけではなく、company's best interestであるか否かについての分析である ■ 実務上は、Reasoned statementにおいて、「対象会社取締役会は、オファーについて、ビジネス上は評価できると考えるが、バリュエーションに満足しない」、といった表記が度々みられる Conflict of interestの可能性がある場合、その内容をReasoned statementで開示しなければならない。例えば、以下のような事項は開示の必要ありとされている： <ul style="list-style-type: none"> ■ サービス契約等の、対象会社における将来の役職に関する買付者との合意、マネジメントインセンティブスキームの中のChange of control条項 ■ その他潜在的なconflict of interestの可能性（例：取締役が買付者と対象会社株の応募について合意している） ■ それぞれのボードメンバーが、自身が保有する対象会社株式を応募するか否か
<p>3. 買付者による取締役・Supervisory boardメンバーへの経済的利益提供の開示</p>	<ul style="list-style-type: none"> 買付者は、公開買付に関して、取締役やSupervisory boardメンバーに対し”unjustified（正当化できない）”な経済的利益を付与することが禁じられている。かかる禁止は、買付者が、取締役やsupervisory boardメンバーに対して会社の利益に反するような行動をさせるために影響力を及ぼそうとするような、極端な事例で問題になるものである Key wordは、unjustifiedかどうかという点：例えば、マネジメントとのサービス契約を延長することや、役職に残ることに関するボーナスを付与することが、ビジネス上正当な理由があるといえる場合、かかるアレンジメントをすることも許される 付与することが許される場合であっても、買付者は、その内容についてオファードキュメントで開示しなければならない

ドイツ: 5. “fair price” とは

- 最低買付価格規制：公開買付法の規則上、強制的公開買付又は任意的公開買付の買付価格は以下の価格のどちらか高い方以上の価格でなければならない
 - ① 任意的公開買付の場合は公開買付開始決定の公表前3か月間、強制的公開買付の場合には30%議決権取得の公表前3か月間の、対象会社株式の加重平均取引価格
 - ② 公開買付届出書の開示前6か月以内に買付者が対象会社の株主に株式取得の対価として支払った最大の額
- 公開買付の買付価格への不服がある場合
 - 公開買付に応募した株主であっても、公開買付後、買付価格が上記のプライシングルールに反しているとして、民事訴訟を提訴することができる（German Federal Court）
- 株式会社法又はTransformation Actに基づくスクイーズアウトの対価に不服がある場合
 - 少数株主は株主総会決議に反対した上で、対価の調整についてcompensation settlement proceedings (*Spruchverfahren*)を申し立てることができる。この手続きでは、裁判所は支配株主によるバリュエーションと、独立したAuditorによるバリュエーションを精査する。
 - この和解手続は、取引そのものを止める効力はない。和解手続が進行している場合であっても、株主総会決議の結果について登記することによりスクイーズアウトの効力を発生させることができる

付録

ホワイト&ケース担当者

【統括・執筆担当】

宇佐神 順

東京オフィス パートナー

<https://www.whitecase.com/people/jun-usami>

朝山 志乃

東京オフィス カウンセル

<https://www.whitecase.com/people/shino-asayama>

森田 一至

東京オフィス アソシエイト

<https://www.whitecase.com/people/kazushi-morita>

【米国担当】

Nels Hansen

東京オフィス パートナー

<https://www.whitecase.com/people/nels-hansen>

【英国担当】

Philip Broke

ロンドンオフィス パートナー

<https://www.whitecase.com/people/philip-broke>

Christopher Beardmore

ロンドンオフィス アソシエイト

<https://www.whitecase.com/people/christopher-beardmore>

【フランス担当】

Nathalie Negre-Eveillard

パリオフィス パートナー

<https://www.whitecase.com/people/nathalie-negre-eveillard>

Louis Feuillee

パリオフィス アソシエイト

<https://www.whitecase.com/people/louis-feuillee>

【ドイツ担当】

Matthias Kieseewetter

ハンブルグオフィス パートナー

<https://www.whitecase.com/people/matthias-kieseewetter>

Tim Arndt

フランクフルトオフィス パートナー

<https://www.whitecase.com/people/tim-arndt>

Alexander Kiefner

フランクフルトオフィス パートナー

<https://www.whitecase.com/people/alexander-kiefner>

参考文献リスト

【全般】

- 三井寿範「欧州型の公開買付制度 - わが国公開買付制度との比較の観点から -」 旬刊商事法務 1910号 18-23頁 (2010)
- 公益財団法人日本証券経済研究所「ヨーロッパM&A研究会報告書」(2010)
<http://www.jsri.or.jp/publish/other/pdf/005.pdf> (2018.9.10)
- 白井正和「利益相反回避措置としての第三者委員会の有効性の評価基準」 岩原紳作・山下友信・神田秀樹 編『会社・金融・法〔下巻〕』157-188頁 (商事法務 2013)
- 石綿学・梅津英明「特殊なM&A (1)-利益相反構造のあるM&A (第2部第2章)」 森・濱田松本法律事務所 編『M&A法大系』736-766頁 (有斐閣 2015)

【米国】

- ケン・レブラン・ブライアン ウィーラー・茂木心「フェアネス・オピニオンと算定書 - 米国的観点からみた日本の慣行 -」 旬刊商事法務 1957号 38-48頁 (2012)
- 泉田栄一「アメリカにおけるMBOと法律問題 (1)」 法律論叢 第84巻 第4・5合併号 1-55頁 (2012)
- 泉田栄一「アメリカにおけるMBOと法律問題 (2)」 法律論叢 第85巻 第6号 71-129頁 (2013)
- 愈東・小野美恵「米国上場企業のM&Aをめぐるクラスアクションの状況」 旬刊商事法務 1996号 14-24頁 (2013)
- 池谷誠「日米の事例にみる株式価値評価の主要論点」 ビジネス法務16巻12号12-18頁 (2016)
- 吉田敏之「米国M&Aに関わる法的問題の最近の傾向」 国際商事法務 45巻 3号 321-331頁 (2017)
- 石田真得「米国会社判例の最近の状況」 旬刊商事法務 2146号 18-28頁 (2017)
- 尾藤正憲「株式の公正価値算定手法の日米比較」 旬刊商事法務 2159号 51-65頁 (2018)

【英国】

- 神谷光弘・スコット・シー・ホプキンス・熊木 明「英国における企業買収規制の運用の現状と日本の公開買付規制に対する示唆(上)(下)」 国際商事法務 (上) 38巻 7号 897-909頁 (2010), (下) 38巻 8号 1063-1070頁 (2010)
- 田中庸介「英国の公開買付規制(上)(下)」 国際商事法務 (上) 39巻 5号 680-684頁 (2011), (下) 39巻 6号 820-824頁 (2011)

【フランス】

- Hubert Segain・Edward Thomas・渡辺宏之「フランスにおける企業買収ルール of 解釈と運用 - 市場慣行との相克・買収防衛策に関する論点を中心として(フランスM&A弁護士との対話) -」 欧州企業買収法制研究会 早稲田法學 86巻 4号 301-321頁 (2011)
- Olivier Diaz・Emmanuel Brochier・Bertrand Cardi・渡辺宏之「フランスにおける企業買収ルール of 解釈と運用2 - 買付者・対象会社・少数株主の戦略を中心に - (フランスM&A 弁護士との対話2)」 欧州企業買収法制研究会 早稲田法學 87巻 1号 89-108頁 (2011)
- ベルナルド テゼ「フランス国内における株式公開買付(TOB)に適用される新規則の概要」 国際商事法務 41巻 4号 485-497頁 (2013)

【ドイツ】

- Joachim von Falkenhausen・Dirk Kocher・渡辺宏之「ドイツにおける企業買収の実相 - ドイツM&A 弁護士との対話」 季刊 企業と法創造・特集・アジアと日本の法 - 第7巻 第2号 (通巻第24号) 188-209頁 (商事法務 2010)
- Michael Burian・渡辺宏之「ドイツにおける公開買付けとスクイーズアウト(ドイツM&A 弁護士との対話2)」 欧州企業買収法制研究会 早稲田法學 88巻 3号 169-186頁 (2013)
- Joachim von Falkenhausen・Dirk Kocher・渡辺宏之「ドイツ企業買収法をめぐる最近の動向と実務からの提案(ドイツM&A 弁護士との対話3)」 欧州企業買収法制研究会 早稲田法學 88巻 4号 159-178頁 (2013)
- 玉井裕子・大沼真・ミヒャエル ブリアン・クリストファー フォーゲル「ドイツ企業買収手続の要点 (1) ドイツにおける非上場会社のM&A - 日本企業が直面する問題と実務的な対応策 -」 旬刊商事法務 2130号 4-13頁 (2017)
- 玉井裕子・大沼真・ミヒャエル ブリアン・アドリアン ビンゲル「ドイツ企業買収手続の要点(2) ドイツにおける上場会社のM&A - 公開買付制度と実務上の諸問題 -」 旬刊商事法務 2131号 35-45頁 (2017)
- 玉井裕子・大沼真・イーリス ベネディクト ブッケンライプ・ラース マーケルト「ドイツ企業買収手続の要点(3) ドイツにおけるM&A関連論点 - 競争法、外資規制とM&A関連紛争 -」 旬刊商事法務 2132号37-48頁 (2017)

White & Case LLP Tokyo

ホワイト&ケース外国法事務弁護士事務所
ホワイト&ケース法律事務所(外国法共同事業)

100-0005

東京都千代田区丸の内1-8-3
丸の内トラストタワー本館26階

Tel: 03 6384 3300

Fax: 03 3211 5252

White & Case LLP

White & Case Law Offices

(Registered Association)

Marunouchi Trust Tower Main 26th Floor,
1-8-3 Marunouchi, Chiyoda-ku,
Tokyo 100-0005, Japan

Tel: +81 3 6384 3300

Fax: +81 3 3211 5252