

海外のM&A制度等に関する実態調査 進捗報告

2022年11月18日

長島・大野・常松法律事務所

弁護士 西村 修一
同 濱口 耕輔
同 大沼 真
同 達本麻佑子



エグゼクティブ・サマリー

主要国における上場会社M&Aの動向

国	概要
米国	<ul style="list-style-type: none">2017年から2022年まで上場会社の買収案件の件数は1年あたり200～300件程度で推移している2017年以降の同意なき買収は年20件程度。新型コロナウイルスの影響による株価下落から同意なき買収への懸念が高まり、2020年にはポイズン・ピルの導入企業数が一時増加したが、現在はその傾向は元に戻りつつある2017年から2022年までで競合的買収提案がなされた案件は年数件～10件程度
英国	<ul style="list-style-type: none">2018年1月から2022年10月までの期間における上場会社に対する買収提案は267件（公表数ベース）であるそのうち、同意なき買収は13件であり、米国と比較して件数は多くない上記の期間で競合的買収提案がなされた案件は年数件～10数件
ドイツ	<ul style="list-style-type: none">過去5年間の上場企業に対する公開買付けは合計で約120件であり、その件数は多くはない同意なき買収・競合的買収提案がなされる事例も極めて稀
フランス	<ul style="list-style-type: none">2017年から2021年にかけて上場会社の買収案件の件数は1年あたり20～40件程度であり、その件数は多くない2014年以降同意なき買収は7件のみであり、買収防衛策が導入・発動されることも稀競合的買収提案がなされることも極めて稀

同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則(1)

国	買収提案に対する一般的行動準則	買収防衛策に関する行動準則	競合的買収提案に関する行動準則
<p>米国</p>	<ul style="list-style-type: none"> 会社支配権の売却時には、経営判断原則が適用されず、取締役の信託義務 (fiduciary duty) として、取締役は合理的に達成可能な最善の価値を達成する努力をする義務を負う (レブロン義務) レブロン義務の適用がない場面では、経営判断原則により判断される 買収提案の検討に際して、通常、対象会社の取締役会は外部のファイナンシャル・アドバイザーを雇い、提案価格の公正性に関するフェアネス・オピニオンを取得する 	<ul style="list-style-type: none"> 買収防衛策を導入する取締役会が経営判断原則による保護を受けるためには、①会社の方針および効率性に対する危険が存在したと取締役会が合理的に信じたこと (reasonableness test)、及び②防衛策が提示された脅威に対して合理的なものであること (proportionality test) を立証しなければならない (ユノカル基準) 	<ul style="list-style-type: none"> レブロン義務が適用される場合、合理的に達成可能な最善の価値を達成する努力をする義務 単に最高価格での買収提案を受け入れることを要求されるのではなく、取引実行の確実性を考慮することができる レブロン義務の適用がない場面では、経営判断原則により判断される
<p>英国</p>	<ul style="list-style-type: none"> 対象会社の取締役は、株式会社の構成員全体の利益のために会社の成功を促進することが求められる 取締役は、会社の従業員の利益や会社の運営が地域社会や環境に与える影響も考慮に入れなければならない 取締役会は、買収提案の経済条件が公平かつ合理的であるかについて独立した財務アドバイザーの意見を取得しなければならない 買収提案を検討するにあたって、取締役会に委員会を組成するのが通常 (但し、主に事務的な役割を行うもの) 	<ul style="list-style-type: none"> 買収提案がなされた場合、又は、買収提案が差し迫った状況にある場合、取締役会は、株主総会の承認なしに、買収提案を阻害する手段を講じることは禁止される 	<ul style="list-style-type: none"> 競合的買収提案があった場合は、株主に判断のための時間と情報を与えなくてはならない いずれの買収提案に賛同するかを決定にするにあたり、通常は価格の優劣が判断要素となるが、対価の種類 (現金か株式か) や許認可の取得可能性や取得に要する時間も考慮される

同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則(2)

国	買収提案に対する一般的行動準則	買収防衛策に関する行動準則	競合的買収提案に関する行動準則
ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> 対象会社の取締役は、会社の最善の利益のために行動する義務を負う。 公開買付けに対する意見形成にあたって、株主のみならず、従業員や会社全体の利益も考慮しなければならない 取締役会は、意見表明にあたって外部専門家の助言を求めることが望ましく、少なくとも大規模な公開買付けでは、外部専門家からフェアネスオピニオンを取得することが一般的な実務となっている。 	<ul style="list-style-type: none"> 対象会社の取締役会は、中立義務・株主の平等的取扱いの義務を負う ポイズンピル等の買収防衛策は原則として禁止される。ホワイトナイト、監査役会により承認された行為、株主総会により予め権限付与された行為、公開買付けの対象となっていない状況であっても対象会社の善良なる管理者がとるであろう行為は、例外として許容される 	<ul style="list-style-type: none"> 競合的買収提案があった場合について、一定の手続要件を除き、特別な取締役の義務は法律上定められていない。一般原則に従い、取締役は、会社の最善の利益のために行動しなければならない。 必ずしも、より価格の高い公開買付けを常に推奨しなければならないわけではなく、長期的な会社の利益を考慮して、価格の低い公開買付けを推奨することもできる。但し、価格差が大きい場合には、価格の低い公開買付けを推奨することを正当化することは難しいのが通常である。
フランス	<ul style="list-style-type: none"> 取締役は忠実義務を負っており、常に“corporate interest”に従って行動しなければならない “corporate interest”には、株主利益だけでなく、対象会社の従業員、顧客、債権者や会社による事業活動の保護もその内容に含まれる 	<ul style="list-style-type: none"> 株主総会の承認が必要とされるものを除き（ポイズンピル等）、取締役会の判断で“corporate interest”のために買収防衛策を講じることが認められる 買付提案の公平な取扱い、株主の平等的な取扱いと情報開示、市場の透明性及び高潔性、取引及び競争の公平性といった一般原則による制約を受ける 	<ul style="list-style-type: none"> “corporate interest”に従って判断することになり、買付者の意図を含む価格以外の要素も考慮する必要がある 例えば、価格は高いが買収後会社を解体することが企図されている提案と価格は低いが従業員の雇用や事業活動の継続を前提にしている提案が競合する場合は後者を選択 独立した専門家を起用し、買収提案の公平性や買収防衛策の発動是非について意見（フェアネスオピニオン等）を取得することが望ましい



米国

1. M&A市場動向

(1) 上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴・課題

件数	YTD					
	2017	2018	2019	2020	2021	Q3 2022
\$1 Bil以上	53	100	99	75	107	72
\$500 Mil以上\$1 Bil未満	29	46	36	23	24	23
\$250 Mil以上\$500 Mil未満	17	29	23	37	35	26
\$100 Mil以上\$250 Mil未満	41	36	30	40	35	20
\$50 Mil以上\$100 Mil未満	29	34	43	25	16	15
\$50 Mil未満	89	87	60	77	53	33
合計	258	332	291	277	270	189

(注) 投資銀行の調査等を基に作成

- 豊富な資金力を背景に、プライベート・エクイティファンドによる上場会社買収が増加

合計取引額：1170億ドル

2022年上半期

2021年同時期よりも
72%増加していると報じられている

<https://www.reuters.com/business/private-equity-firms-pounce-take-companies-private-2022-07-21/>

1. M&A市場動向

(2) 同意なき買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴・課題

■ 米国の上場会社が対象となった同意なき買収案件の件数

※対象会社が買収者からの買収提案を拒絶したものの買収者が取引を進めようとした案件に加えて、対象会社の勧誘なく買収提案が出された案件を含む

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
\$1 Bil以上	4	6	6	7	10	10
\$500 Mil以上 \$1 Bil未満	1	2	1	1	2	1
\$100 Mil以上 \$500 Mil未満	7	7	4	2	7	9
\$100 Mil未満	4	5	3	5	1	1
金額不明	3	1	1	1	1	3
合計	19	21	15	16	21	24

(注) 投資銀行の調査等を基に作成

- 新型コロナウイルスの影響による株価の低迷から抜け出せていない企業も多く、同意なき買収案件の件数は増加
- アクティビストファンドの動きが活発化しており、買収者を支援したり、プライベート・エクイティファンドと組んで同意なき買収を仕掛ける例が増えている

1. M&A市場動向

(3) 競合的買収提案が出された上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移とその概要

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	合計
\$1 Bil以上	6	2	6	1	8	1	24
\$500 Mil以上 \$1 Bil未満	2	1	0	0	2	0	5
\$500 Mil未満	3	2	0	2	0	0	7
合計	11	5	6	3	10	1	36

(注) 投資銀行の調査等を基に作成

- 2021年は大型のM&A案件で競合的買収提案が出される
- 2022年はM&Aの数が減少しているためか、競合的買収提案が出された件数が減少

1. M&A市場動向

(4) 米国における買収防衛策導入事例の件数推移とその概要

■ 米国の上場企業において新規に導入されたポイズン・ピルの数

※既存のプランの更新を除く

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ポイズン・ピルの数	28	19	20	38	5	12

(注) 投資銀行の調査等を基に作成

- 新型コロナウイルスの影響による株価下落から同意なき買収への懸念が高まり、2020年には導入企業数が一時増加
- 現在、その傾向は元に戻っており、新規導入数は減少

2. 近時の同意なき買収・買収防衛策導入・発動に関する主要事例の紹介

JetBlue Airways CorporationによるSpirit Airlines, Inc.の買収（2022年）

年月日	事案の内容
2022年 2月7日	Frontier Group HoldingsによるSpirit Airlinesの買収・合併の発表（対価は一部現金、一部株式）
4月5日	JetBlueによる対抗提案（現金対価で1株当たり33ドル）
5月2日	Spirit Airlinesは、反トラスト法に基づく認可取得の困難性等を理由にJetBlueの対抗提案を拒否、予定していたFrontier Group Holdingsとの合併を進める意向を表明
5月16日	JetBlueは、Spirit Airlinesの株式について1株当たり30ドルの対価で公開買付けを開始（下限はJetBlue保有株を含めて過半数）
6月2日	Frontier Group Holdingsは、規制当局の認可が取得できなかった場合のreverse break-up feeを250百万ドルに引き上げることを表明
6月6日	JetBlueは、1株当たりの対価を31.50ドルに引き上げ、規制当局の認可が取得できなかった場合のreverse break-up feeを350百万ドルに引き上げることを表明。1株当たりの対価31.50ドルのうち、1.50ドルは上記reverse break-up feeの一部として株主総会において取引が承認された時に事前に現金配当の形で（JetBlueが負担）、残りの30ドルは取引完了時に、それぞれSpirit Airlinesの株主に支払うことを想定
7月27日	Spirit Airlinesの株主総会においてFrontier Group Holdingsとの合併案が否決
7月28日	JetBlueとSpirit Airlinesの間で合併契約が締結される。1株当たりの対価は33.50ドルで、そのうち2.50ドルはreverse break-up feeの一部として株主総会において取引が承認された時に事前に現金配当の形でSpirit Airlinesの株主に支払われる。また、2022年12月31日以降、取引完了までの期間に支払われるticking fee（1株当たり毎月0.1ドル）があり、支払われたticking feeのうち1株当たり1.15ドルまでは上記の対価から相殺される
10月19日	Spirit Airlinesの株主総会におけるJetBlueによる買収の承認（取引完了には規制当局の承認等の手続が必要）

2. 近時の同意なき買収・買収防衛策導入・発動に関する主要事例の紹介

イーロン・マスク氏によるTwitter, Inc.の買収（2022年）

年月日	事案の内容
2022年 4月4日	マスク氏がTwitterの9.4%の株式を取得し、筆頭株主となる
4月13日	マスク氏がTwitterに買収提案（現金対価で1株当たり54.20ドル）を行う
4月15日	Twitterはポイズン・ピル（同社の15%の株式を取得した者が現れた場合に行使可能となり、他の株主は割引価格で株式を購入できる）の導入を決定
4月25日	Twitterがマスク氏の買収提案を受け入れ、合併契約が締結される
5月	マスク氏が、Twitterのスパムアカウント数が報告よりも多い可能性があることを理由に、Twitterの買収取引を保留することを示唆
7月8日	マスク氏が、合併契約の情報開示義務の違反を理由に合併契約の解除を通知
7月12日	Twitterが、買収取引の実行を求めてデラウェア州衡平裁判所においてマスク氏を提訴
8月29日	マスク氏が、合併契約の解除事由として、Twitterの元Chief Security Officerにより告発された社内の不正行為を追加
9月13日	Twitterの株主総会においてマスク氏との合併契約が承認される
10月3日	マスク氏が、上記の訴訟について裁判所が手続の即時停止を行うこと等を条件に、合併契約を履行する意向がある旨を表明
10月27日	マスク氏によるTwitterの買収取引が完了

2. 近時の同意なき買収・買収防衛策導入・発動に関する主要事例の紹介

その他の買収防衛策の導入事例

Occidental Petroleum Corporation | 2020年3月

- Carl Icahn氏が同社の株式の9.9%を取得したことを受けて導入

当時、Covid-19の影響でOccidentalの株価が大きく下落

- ポイズン・ピルの発動条件は15%（パッシブな投資家については20%）、有効期間は1年間

Nordstrom, Inc. | 2022年9月

- 特定の買収提案に対抗したものではないとするが、ポイズン・ピル導入の直前にメキシコのデパートを運営するEl Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V.が9.9%を取得
- Liverpool側は、資産の分散のための取得であると主張
- ポイズン・ピルの発動条件は10%、有効期間は1年間

3. 同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

(1) 買収提案一般に対する行動準則

経営判断原則 (business judgment rule)

- 利害関係のない独立した取締役が行う行為については、
 - ①情報を得た状態で (informed) 、
 - ②当該行為が会社の最大の利益のために行われると合理的に信じて、
 - ③誠実に行ったものと推定され、取締役の責任を追及する側が、上記①～③のいずれかが満たされていないことを立証しなければならない

レブロン (Revlon) 義務

- 会社支配権の売却時には、経営判断原則が適用されず、取締役の信認義務 (fiduciary duty) として、取締役は合理的に達成可能な最善の価値を達成する努力をする義務を負う

レブロン義務の適用場面

- 会社支配権の譲渡に係る取引で、
 - ①株主に対して支払われる対価が現金である取引の場合、及び
 - ②株主に対して支払われる対価が株式である取引で、取引後の会社の支配権が少数の特定の株主に集中している場合
- 会社支配権の譲渡を決定しておらず、取締役会が買収取引についての協議の提案を受けただけの段階ではレブロン義務は適用されない (買収提案を受け入れるかどうかの判断の適切性は経営判断原則により判断され、交渉義務が自動的に生じるものではない)

3. 同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

レブロン義務における 価値の最大化

- 取締役会は、単に最高価格での買収提案を受け入れることを要求されるのではなく、取引実行の確実性を考慮することができる
- 規制当局からの承認取得や買収者の資金調達能力に懸念があるような場合は、提案価格が他の提案よりも低いものであってもより取引実行の確実性の高い提案を受け入れることができる

コーウィン判決 における判断

- レブロン義務が適用されるべき取引であったとしても、①利害関係を有しない（disinterested）株主が、②十分に情報を得て（fully informed）、③抑圧されていない状態で（uncoerced）行った支配株主以外の者との取引に係る投票は決定的（outcome-determinative）なものであり、取締役会の行為を浄化（cleanse）すると考えられている
- その結果、取締役の責任を判断するに際しては、原則に戻り経営判断原則が適用される

外部アドバイザーの 起用・意見の取得

- 買収提案の検討に際して、通常、対象会社の取締役会は外部のファイナンシャル・アドバイザーを雇い、提案価格の公正性に関するフェアネス・オピニオンを取得（フェアネス・オピニオンは取締役会の意思決定のための重要な基礎となり得る。また、デラウェア州を含む多くの州では、外部アドバイザーの意見に依拠した取締役には取締役の信認義務違反の判断にあたって一定の保護が認められる）
- 株式非公開化のための取引の場合等、証券取引所法に基づき外部アドバイザーの意見の開示が求められる場合もある

3. 同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

(2)同意なき提案に対する買収防衛策

ユノカル基準

- 買収防衛策を導入する取締役会が経営判断原則による保護を受けるためには、取締役会は、
 - ①会社の方針および効率性に対する危険が存在したと取締役会が合理的に信じたこと (reasonableness test)、及び
 - ②防衛策が提示された脅威に対して合理的なものであること (proportionality test)を立証しなければならない

proportionality test

- 取締役会は、当該防衛策が、
 - ①合理性の範囲内 (range of reasonableness) に収まっており、また
 - ②強圧的 (coercive) 又は排除的 (preclusive) なものでないことを示さなければならない

- 裁判所において、不十分な価格での買収提案に対してポイズン・ピルを維持すること、アクティビストによる持分の買い集めを防ぐためにポイズン・ピルを利用すること等は認められている

3. 同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

(3) 競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

- 競合的買収提案があった場合

➡ レブロン義務が適用される場合、合理的に達成可能な最善の価値を達成する努力をする義務

- 買収の実行に許認可等が必要な場合

➡ 許認可等の取得の可否・許認可等の取得に要する時間も考慮要素

- 現金対価の複数の提案があり、取引実行の確実性が同程度の場合

➡ レブロン義務のもと、株主以外のステークホルダー（従業員など）の利益を理由に低い価格の提案に賛同することはできない



英国

1. M&A市場動向

(1) 上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴・課題

件数（公表ベース）	2018	2019	2020	2021	2022 (10月まで)
£ 1 Bil+	17	13	10	22	13
£ 501 Mil - £ 1 Bil	3	8	8	7	8
£ 0 - £ 500 Mil	29	53	23	32	20
合計	49	74	41	61	42

Thomson ReuterのPractical Law What's Market に基づき作成

- 正式な買収提案が公表された案件の数を記載
- 近年の案件数の増加（特に大型案件の増加）には、プライベート・エクイティファンドやファンドからの資金提供を受けた買収者による買収への関与が大きく寄与している

1. M&A市場動向

(2) 同意なき買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴・課題

※案件の公表時において敵対的であった案件の数を記載

年度	件数	概要
2018	1	① Melrose Industries PLC → GKN plc (買収提案金額: £8.1 Bil)
2019	4	① Thalassa Holdings Ltd → The Local Shopping REIT plc (買収提案金額: £27.09 Mil) ② Non-Standard Finance plc → Provident Financial plc (買収提案金額: £1.3 Bil) ③ Sports Direct International plc → Findel plc (買収提案金額: £139.2 Mil) ④ Prosus N.V. → Just Eat plc (買収提案金額: £5.5 Bil)
2020	1	① Garda World Security Corporation → G4S plc (買収提案金額: £3.68 Bil)
2021	4	① Virgata Holdings SA → Walls & Futures REIT plc (買収提案金額: 約£1.9 Mil) ② CPI Property Group S.A. / Aroundtown SA → Globalworth Real Estate Investments Limited (買収提案金額: 約£1.36 Bil) ③ Polygon Global Partners LLP → Watchstone Group plc (買収提案金額: £17.49 Mil) ④ Ecotricity Group Limited → Good Energy Group PLC (買収提案金額: £69.9 Mil)
2022 (10月まで)	3	① Corporation Financière Européenne S.A. → CIP Merchant Capital Limited (買収提案金額: £33 Mil) ② Mr. Serge Crasnianski → Photo-Me International plc (買収提案金額: £284.5 Mil) ③ AdvancedAdvT Limited → M&C Saatchi plc (買収提案金額: £253.6 Mil)

- 同意なき買収提案がなされることは多くなく、2018年1月から2022年10月の期間になされた買収提案267件のうち、同意なき買収提案は13件のみ
- 同意なき買収提案は、通常スキーム・オブ・アレンジメントではなく、公開買付けの形態により行われる
- 同意なき買収提案の多くは、公表されることないまま対象会社の拒絶により終了している

1. M&A市場動向

(3) 競合的買収提案が出された上場会社の買収案件の件数

	実際に競合的買収提案がなされた案件	潜在的な競合的買収提案が存在した案件
2018	4	3
2019	7	3
2020	4	3
2021	8	7
2022 (10月まで)	7	5
合計	30	21

Thomson ReuterのPractical Law What's Market に基づき作成

- 競合的買収提案がなされることはかつては珍しかったが、近時競合的買収提案がなされる事例が増加傾向にある

2. 近時の同意なき買収・買収防衛策導入・発動に関する主要事例の紹介

M&C Saatchiに対する買収提案

事案の内容

2022年1月時点で、AdvancedAdvT Limited (SPAC) はM&C Saatchi株式の9.82%を保有
AdvancedAdvT Limited の会長であるVin MurriaもM&C Saatchi株式の12.5%を保有

2022年5月、AdvancedAdvT LimitedはM&C Saatchiに対して全株の取得を目的とする敵対的な買収提案（現金及び株式の選択的対価、上限なし、下限：90%）を公表

M&C Saatchiはホワイトナイトによる買収の可能性を模索し、その結果、Next Fifteen Communicationsが買収提案（現金及び株式対価）を行い、M&C Saatchiはこれに賛同した

AdvancedAdvT Limitedは、買収提案が最終提案であることを宣言
（コードの下では、この宣言により一定の場合を除き買収金額を増額することができなくなる）

M&C Saatchiは、その後、Next Fifteen Communicationsの株価が下落したことを理由にNext Fifteen Communicationsによる買収提案に対する賛同を撤回

その結果、いずれの買収提案も不成立となった

- 対象会社がホワイトナイトによる買収を求めたにもかかわらず、その後ホワイトナイトによる買収提案への賛同を撤回した珍しい事例
- またNext Fifteenによる買収はスキーム・オブ・アレンジメントで行われており、スキーム・オブ・アレンジメントによる買収手続が敵対的な買収になるのも通常と異なる

2. 近時の同意なき買収・買収防衛策導入・発動に関する主要事例の紹介

MelroseによるGKNの買収

- 2018年1月に本件の買収提案がなされた際、英FTSE100を構成する会社に対する10年以上ぶりの敵対的買収の提案ということで注目を集めた

事案の内容

Melroseは、GKNに対して、現金・株価の混同対価による買収提案を行った（上限なし、下限：50%+1株）

GKNの取締役会は、Melroseの買収提案は、投機的で、かつ、GKNの企業価値を過小評価するものであることを理由に、取締役全員一致により買収提案を拒絶

GKNは、買収防衛策の一環として、米国のDanaに対してGKNの一事業部門の売却をすることを合意（対価は現金及び株式とされており、この取引が実行された場合にはGKNの株主はDana株式の47%を手にすることができるとされた）

※但し、この売却は、Melroseの買収提案が不成立に終わること、あるいは撤回されることを条件とするものであった

GKNは、更に、将来3年間の間に25億ポンドの現金を株主に還元することを提案

結局、GKN株式の52.43%がMelroseによる公開買付けに応募し、Melroseによる買収は成功

3. 同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

(1) 買収提案一般に対する行動準則

- 買収提案を受けた対象会社の取締役会は、提案に対する意見を形成しなくてはならない
(テイクオーバー・コード Rule 25.1)

↳ 英国会社法上、対象会社の取締役は、

会社の構成員全体の利益のために会社の成功を促進することが求められ、また、
会社の従業員の利益や会社の運営が地域社会や環境に与える影響も考慮に入れなければならない

実際には提案されている価格が最大の考慮要素

- また、取締役会は、買収提案の経済条件が公平かつ合理的であるかについて独立した財務アドバイザーの意見を取得しなければならない（テイクオーバー・コード Rule 3）
- 財務アドバイザーの意見の要旨は株主に知らせる必要があるが、財務アドバイザーの意見そのものを公表する必要はない
- テイクオーバー・コードに要求されているわけではないものの、（取締役に利益相反がある状況に限らず）買収提案を検討するにあたっては、通常、委員会が組成される（但し、主に事務的な役割を行うもの）

3. 同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

(2) 同意なき提案に対する買収防衛策

- テイクオーバー・コード Rule 21により、買収提案がなされた場合、又は、買収提案が差し迫った状況にある場合

➡ 対象会社の取締役会は、株主総会の承認なしに買収を阻害する手段を講じることは禁止される

- 英国で、同意なき買収提案に対してポイズン・ピル型の買収防衛策が導入・発動された事例は確認されていない
- ホワイトナイトによる買収により防衛することは可能。もっとも、実際にホワイトナイトによる買収が行われることは稀である

実務上、対象会社の取締役会によりとられることが最も多い対抗手段は、株主に対して買収提案が対象会社の価値を過小評価していることを伝え、株主に応募しないよう説得することである

- 敵対的な買収者が株主から十分な応募を得たことが判明した後は、取締役会は、応募しなかった株主が流動性のない株式を保有し続けるような状況に置かれるのを避けるため、株主に応募を促すことも多い

3. 同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

(3) 競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

- 競合的買収提案があった場合

➡ 通常は価格の優劣でいずれの提案に賛同すべきかを定めるべき

- 買収の実行に許認可等が必要な場合

➡ 許認可等の取得の可否・許認可等の取得に要する時間も考慮要素

- 株式対価の買収提案と現金対価の買収提案が競合した場合

➡ 一般的には現金対価の方が株主にとって好ましく、取締役はその点も考慮する必要がある



ドイツ

1. M&A市場動向

(1) 上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴・課題

件数（公表ベース）	2017	2018	2019	2020	2021
任意公開買付け（※1）	17	5	18	15	19
強制公開買付け（※2）	1	5	3	5	3
単純公開買付け（※3）	4	3	7	3	11
BaFinの審査で不承認となり、 公開買付けが実施されなかった事例	1	2	1	3	1
Total（件数）	23	15	29	26	34
Total（金額:EUR）	18.08B	25.82B	31.34B	31.20B	59.24B

（注）BaFinによる公表データ等により作成

- （※1）任意公開買付け： 強制公開買付けの要件を満たさないが、任意に上場会社の全株式を対象として行う公開買付け
- （※2）強制公開買付け： 30%の議決権を取得した場合に、法律上実施が強制される公開買付け
- （※3）単純公開買付け： 30%未満の議決権取得を目的とするもの又は既に30%以上の議決権を保有する株主で強制公開買付けの義務を負わないものが株式の追加取得を企図して行う公開買付け

- 過去5年間で、ドイツでは約120件の上場企業の公開買付けが行われた。

1. M&A市場動向

(2) 同意なき買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴・課題

年度	概要
2004	Sanofi→Aventis
2006	Merck・Bayer→Schering
2007	BC Partners・Macquarie→Techem
2008	Schaeffler→Continental
2010	ACS→Hochtief
2011	Terex Corporation→Demag Cranes AG
2014	Weidmüller→R Stahl
2015	Venovia→Deutsche Wohnen Potash Corporation of Saskatchewan Inc.→K+S AG
2016	Tocos→Hawesko
2017	Standard Industries→Braas Monier
2018	Hastor・Jifeng→Grammar Busch→Pfeiffer Vacuum
2019	EP Global Commerce VI→Metro AG AMS→Osram
2020	Uniper→Fortum

(注) ドイツ現地法律事務所の提供情報に基づき作成。対象会社の勧誘なく買収提案が出された案件を含む。また、最終的に友好的な買収となった事例を含む。

- ドイツでは同意なき買収の事例は少ないが、近年、同意なき買収に対する市場のネガティブな反応は少なくなりつつある。
- 同意なき買収が少ない背景の一つには、流動性のある株式が比較的少ないことがあると指摘される。

1. M&A市場動向

(3) 競合的買収提案が出された上場会社の買収案件の概要

- ドイツにおいて競合的買収提案がなされることは極めて稀である

2006年

Merckによる Scheringへの買収提案に対するBayerによる競合的買収提案（後述）

2007年

BC Partnersによる Techemへの買収提案に対するMaquarieによる競合的買収提案（後述）

2018年

Hastor によるGrammerの買収提案に対するJifengによる競合的買収提案

- はじめHastorがGrammerの株式の20%を所有していたが、JifengがGrammerの株式の9.2%を取得し、その後1株当たり60ユーロの価格を提示
- 結果、JifengがGrammerを買収

2. 近時の同意なき買収・買収防衛策導入・発動に関する主要事例の紹介

Merck・BayerによるScheringの買収

年月	事案の内容
2005年	2005年、Merck AGはSchering AGにコンタクトし、両社の潜在的な合併について協議した。Schering AGがMerck AGの提案を拒否したことから、Merck AGは敵対的買収がMerckの代替選択肢になる可能性があるとして指摘した。
2006年 3月	Merck AGは1株当たり77ユーロ(当時の株価+15%)の価格での公開買付けを公表した。Schering AGの取締役会および監査役会は、価格が不十分であると主張して公開買付けに応募しないよう勧告。 Bayer AGはSchering AGの株主に対し、1株当たり86ユーロの価格で競合する公開買付けを行う意思を表明。Schering AGの取締役会と監査役会は、この提案について前向きな発言をした。Merck AGは、Schering AG株の価格は正当化できないとし、買収計画を撤回すると発表。
2006年 4月	Bayer AGはSchering AGの株主に対し、1株当たり86ユーロおよび75%の下限で正式に公開買付けを開始。Schering AGの取締役会および監査役会は、公開買付けへの応募を推奨。同時に、Merck AGはSchering AGの株式の買付けを行い、Bayer AGの公開買付けが75%に達しないように試みた。 Bayer AGは、Merck AGが適用法令に違反していると主張して、米国において、Merck AGによる買付けを差し止める訴訟を提起した（Schering AGの株式の19%が、当時米国投資家によって保有されていたため、この訴訟は米国で提起された。）。 最終的に、Merck AGはBayer AGが下限に達するのを防ぐことができず、Merck AGによる買収は失敗。Merck AGは保有するSchering AGの株式をBayer AGに売却。

2. 近時の同意なき買収・買収防衛策導入・発動に関する主要事例の紹介

BC Partners・MacquarieによるTechemの買収

年月	事案の内容
2006年 10月	オーストラリアの銀行Macquarieは、(ドイツの子会社MEIF II Energie Beteiligungen GmbH & Co. KGを通じて)Techem AGの株主に1株当たり44ユーロで公開買付けを開始した。Techemの取締役会と監査役会は、これを受け入れず、BC Partnersをホワイトナイトとして誘致することを推奨。
2006年 11月	BC Partnersは1株当たり52ユーロの競合的公開買付けを開始。
2006年 12月	Macquarieは1株当たり55ユーロに提案を改善し、取得株式の下限を70.5%と設定した。Techem AGの経営陣は、Macquarieが同社の戦略に関してコミットメントを行っていないと主張し、同社の公開買付けに応募しないよう推奨。
2007年 1月	MacquarieとTechem AGは、Macquarieによる事業戦略へのコミットメントを含む枠組み契約を締結。 MacquarieとBC Partnersは、Macquarieの公開買付けが成功した場合、MacquarieがTechem AGの株式の50%をBC Partnersに売却する旨の協力を表明。 もともと、最終的には、Techem AGの株式の約1/3を保有するヘッジファンドがより高い価格を希望し、公開買付けへの応募に応じなかったため、下限に達しなかった。
2007年 10月	Macquarieは、1株当たり58ユーロの新提案を行い、下限は50%に1株を加えたものとした。Techem AGの経営陣は、この提案を推奨。 BaFinは、Techem AGの同意を得て、公開買付法第26条第2項に基づく制限（下限に達せずに公開買付けが不成立となった場合、1年以内に新たな公開買付けを行うことができない。）からMacquarieを解除。 公開買付価格は1株当たり60ユーロに引き上げられた。 最終的に、Macquarieが75%超の株式を取得し、買収が成功。

3. 同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

(1) 買収提案一般に対する行動準則

- 公開買付けの対象会社の取締役会（及び監査役会）は、公開買付けに対する意見（賛成・反対・中立）をその理由と共に公表しなければならない（公開買付法27条）。

➡ 対象会社の取締役は、会社の最善の利益のために行動する義務を負う（株式会社法76条1項・93条1項、公開買付法3条3項）。意見形成にあたって、株主のみならず、従業員や会社全体の利益も考慮しなければならない。

- 対象会社の労働者協議会（存在しない場合は従業員）は、対象会社の取締役会に対して、公開買付けに対する意見を述べるができる。対象会社の取締役会は、かかる労働者協議会・従業員の意見も開示しなければならない。
- 取締役会に公開買付届出書に記載された範囲を超える事実を調査する明示的な義務はないが、公開買付けの適切な評価に必要な範囲で、情報を収集しなければならない。必要な情報が収集できなかった場合にはその旨を意見表明の際に明示する必要がある。
- 取締役会は、かかる情報収集・評価に係る義務を遵守するため、意見表明にあたって外部専門家の助言を求めることが望ましく、少なくとも大規模な公開買付けでは、外部専門家からフェアネスオピニオンを取得することが一般的な実務となっている。

3. 同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

(2) 同意なき買収提案に対する買収防衛策

- 対象会社の取締役会は、公開買付者が公開買付の開始を公表した後、公開買付の結果が公表されるまでの間、中立義務を負う（公開買付法33条1項）。また、全ての株主を平等に取り扱う義務を負う（株式会社法53a条、公開買付法3条1項）。

➡ 取締役会は、原則として、公開買付けの成功を妨げる行為を一切してはならない。

- いわゆるポイズンピル、クラウンジュエル、焦土作戦、ゴールデンパラシュート、パッカマン、ポイズンデット等の米国で見られる買収防衛策は、上記の義務により、原則として禁止される。もっとも、下記の場合には例外として買収防衛策を採ることができる（公開買付法33条1項・2項）。
 - 競合する公開買付けを行う対抗買付者（ホワイトナイト）を誘致する行為
 - 監査役会によって承認された行為
 - 公開買付けの前に、独立して株主総会の決議により具体的に権限を付与された行為
 - 公開買付けの対象となっていない状況であっても対象会社の善良なる管理者がとるであろう行為
- また、取締役会は、同意なき買収提案によって会社の利益が脅かされると考える場合は、株主に公開買付けへの応募を拒否するよう求めたり、働きかけることができる。
- 予防的な防衛策（防衛マニュアルの作成、自社株価のモニタリング、アクティブな株主のモニタリング等）については一般的に認められる。

3. 同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

(3) 競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

- 競合的買収提案があった場合について、一定の手続要件を除き、特別な取締役の義務は法律上定められていない。一般原則に従い、取締役は、会社の最善の利益（‘the best interest of the company’）のために行動しなければならない（株式会社法76条1項・93条1項、公開買付法3条3項）。
- そのため、必ずしも、より価格の高い公開買付けを常に推奨しなければならないわけではなく、長期的な会社の利益を考慮して、価格の低い公開買付けを推奨することもできる。但し、価格差が大きい場合には、価格の低い公開買付けを推奨することを正当化することは難しくなるのが通常である。



フランス

1. M&A市場動向

(1) 上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴・課題

件数（公表ベース）	2017	2018	2019	2020	2021
EUR 1B+	2	0	0	2	2
EUR 500M - 1B	1	2	1	0	0
- EUR500M	37	20	29	27	41
Total	40	22	30	29	43

（注）AMFによる公表データ等により作成

- 過去3年間の上場会社の買収案件においては、テクノロジー関係の会社による買収が活発で全体の3分の1以上を占めている
- 現在市場環境は悪化しているものの、2022年初頭から小中規模の企業買収が相次ぎ、こうした案件における買収プレミアムの増加が特徴的

1. M&A市場動向

(2) 同意なき買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴・課題

年	件数	概要
2014	3	① SMABTP → Société de la Tour Eiffel (時価総額: EUR 323.5M) ② Global Resorts → Club Méditerranée (時価総額: EUR 915.92M) (不成立) ③ Prologue → O2i (時価総額: EUR 14.7M) (株式対価)
2015	0	
2016	2	① Vivendi → Gameloft (時価総額: EUR 686.83M) ② Gecina → Eurosic de Paris (時価総額: EUR 2.51B) (現金と株式の混合対価)
2017~ 2020	0	
2021	2	① Trudaine Participations → Filae (時価総額: EUR 33.09M) (撤回) ② Veolia → Suez (時価総額: EUR 12.96B)

- ・ フランスにおいて同意なき買収は許容されているものの2014年以降は7件のみ
- ・ その例は少なく買収防衛策が発動されることも稀である
- ・ 同意なき買収が行われても、その後の対象会社との交渉により結果として友好的買収となることが多い (上表記載の案件もそのような案件を含む)

1. M&A市場動向

(3) 競合的買収提案が出された上場会社の買収案件の概要

- フランスにおいて競合的買収提案がなされることは極めて稀である

2016年

Eurosic de Parisによる Foncière de Parisへの買収提案に対するGecinaによる競合的買収提案

- Eurosic de Parisによる提案はFoncière de Parisの株式1株当たり136ユーロ又はFoncière de Parisの株式7株あたりEurosic de Parisの株式24株を支払うものであったのに対し（その場合のFoncière de Parisの価値はEUR 1.5B）、Gecinaは1株当たり150ユーロの価格を提示した（その場合のFoncière de Parisの価値はEUR 1.7B）
- GecinaがFoncière de Parisを買収（なお、Gecinaはその後Eurosic de Parisも買収）

2017年

Atosによる Gemaltoへの買収提案に対するThalesによる競合的買収提案

- Atosによる提案はGemaltoの株式1株当たり46ユーロを支払うものであったのに対し（その場合のGemalto の価値はEUR 4.3B）、ThalesはGemaltoの株式1株当たり51ユーロの価格を提示した（その場合のGemalto の価値はEUR 4.8B ）
- ThalesがGemaltoを買収

2. 近時の同意なき買収・買収防衛策導入・発動に関する主要事例の紹介

VeoliaによるSuezの買収事例

年月日	事案の内容
2020年 8月30日	VeoliaはEngie（Suezの大株主）に対し、Suez株式の29.9%を1株あたり15.5ユーロで購入する意向を表明
9月20日	Suezは、Veoliaによる買収提案への対抗策として、中核事業である水事業の譲渡を4年間禁止する仕組み（オランダ法上の財団を組成しそこに水事業を移転）を導入
10月5日	Engie取締役会は、1株あたり18ユーロでVeoliaに対してSuez株式を売却することを決定
10月8日	Veoliaは、EngieからSuez株式の29.9%を取得後、Suez取締役会の賛同を条件に、Suezの残りの全株式を公開買付けにより取得する旨の意向表明書をAMFに提出
2021年 2月8日	Veoliaは、交渉の結果Suez取締役会の賛同が得られなかったとして当初の意向表明をSuez取締役会の賛同を不要とする旨修正し、公開買付届出書をAMFに提出（買付の下限は法定の50%）
3月21日	Suezは、Ardian-GIPのコンソーシアムから水事業についての買収提案を受けたことから、2020年9月20日に導入した水事業の譲渡を4年間禁止する仕組みを変更し、「一定の例外的な状況」においては譲渡できることにした
4月2日	AMFが、Suezによる上記の対応について、VeoliaよりもArdian-GIPのコンソーシアムを有利に扱うものであると批判する旨のプレスリリースを公表
5月14日	VeoliaとSuezは、Veoliaが1株あたり20.5ユーロで公開買付けを実施することで合意
2022年 1月27日	VeoliaはSuez株式の95.5%を取得

- VeoliaによるSuezの買収において、Suezは、当初、オランダ法上の財団を組成しSuezの主要な事業であるフランスの水事業を当該財団に移転させることにより水事業の譲渡をできないようにするといった対抗策を講じたが、その時点ではかかる対抗策についてAMFは特段問題視しなかった
- しかしながら、AMFは、Suez及びArdian-GIPのコンソーシアムが2021年3月21日に公表した対抗策（水事業の譲渡を4年間禁止する仕組みの変更やArdian-GIPのコンソーシアムに対する補償条項を伴う独占権の付与）は、買付提案の公平な取扱い、市場の透明性と高潔性、取引及び競争の公平性といった原則に反するものであるとして、問題があると指摘

3. 同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

(1) 買収提案一般に対する行動準則

- フランスにおいて、コモンローの原則とは異なり取締役はいわゆる信認義務（fiduciary duty）を負わないものの、忠実義務（duty of loyalty）を負っており、取締役は常に“corporate interest”に従って行動しなければならない
(※) 忠実義務はについて明文の規定はなく、判例上認められているものだが、その表れといえる商法上の条文は存在する
- そのような“corporate interest”には、株主利益だけでなく、従業員、顧客、債権者や会社による事業活動の保護もその内容に含まれる
(※) “corporate interest”は民法の規定をもとに判例の蓄積で形成されている概念であり、2019年のPACTE法により、社会的、環境的な要素が“corporate interest”の概念に含まれることが明確化された

(2) 同意なき買収提案に対する買収防衛策

2014年以前

- 対象会社の取締役会は、同意なき買収提案又は競合的買収提案に対して、中立の立場を維持することが義務付けられていた
- 買収防衛策を発動するためには、株主総会の決議が必要とされていた

2014年の
フランジュ法
制定以降

- 株主総会の承認が必要とされるものを除き（例えばポイズンピル等）、取締役会の判断で“corporate interest”のために買収防衛策を講じることが広く認められる
- もっとも、そのような局面における取締役会の判断は、買付提案の公平な取扱い、株主の平等な取扱いと情報開示、市場の透明性及び高潔性、取引及び競争の公平性といった一般原則による制約を受ける
- そのような一般原則に反するような対応策は認められず、その観点から、Veolia-Suez案件においてAMFはSuezによる対抗策には問題があるとの立場をとった

3. 同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

(3) 競合的買収提案の局面における取締役の行動準則

- 競合的買収提案を受けた場合、それに対する取締役会の意見・判断はフランス法上の "corporate interest" に照らして正当化できるものでなくてはならない
- したがって、仮に二つの買収提案がなされ、一方は価格が高いものの買収後会社を解体することが企図されており、他方は価格は低いものの従業員の雇用や事業活動の継続を前提にしている場合

- ✓ 対象会社の取締役会としては、後者の提案が "corporate interest" に資するものとして賛同することが想定される
- ✓ 取締役会は買収者の意図等についても考慮する必要がある

- 同意なき買収提案・競合的買収提案を受けた対象会社の取締役会は、独立した専門家を起用し、買収提案の公平性や買収防衛策の発動是非について意見（フェアネスオピニオン等）を取得することが望ましい

【ご参考】 各国調査概要まとめ

米国			
法体系の概要・沿革		<ul style="list-style-type: none"> ・公開買付けについては証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）において規定、合併については合併当事会社の設立州の州法において規定 ・米国の上場会社の多くがデラウェア州を設立準拠法とすることから、特に上場会社買取にかかる紛争についてはデラウェア州の裁判所で判断されることが多い。米国は判例法主義を採用しているため、デラウェア州の裁判所における判断が先例として拘束力を持つ 	
上場会社の買取の手法・取引ストラクチャー		<ul style="list-style-type: none"> ・一段階合併（公開買付けを前置せず、対象会社と買取者又は買取者子会社が合併）又は二段階合併（公開買付けの後スクイズアウトのために買取者子会社と対象会社が合併） ・現金のみを対価とし規制当局からのクリアランスが不要な場合は、早期に買取を完了できる二段階合併が用いられることが多い（株式対価の場合はSECへの発行登録が必要となりいずれにせよ買取完了に時間がかかる、また規制当局からのクリアランスが必要になる場合クリアランスを公開買付け期間中に取得できなければ公開買付け期間を延長する必要） 	
裁定者にかかる制度運用・実務		N/A	
各種買取手法の詳細	合併		<ul style="list-style-type: none"> ・合併契約承認に賛成する委任状を勧誘するための委任状説明書を株主に交付 ・委任状説明書は事前にSECに提出し、SECのレビュー対象となった場合SECレビューに数週間から数ヶ月要する ・合併対価の全部または一部として買取者の発行する株式を交付する場合は、対象会社が上場会社であれば原則としてSECへの発行登録（Form S-4と呼ばれる登録届出書の提出）および株主への目論見書の交付が必要であり、買取者がNASDAQまたはNYSEの上場会社であって、合併対価として発行する株式が買取者の発行済普通株式総数または議決権の20%以上となる場合は、NASDAQまたはNYSEの規則上、買取者において当該株式の発行を承認する株主総会決議が必要となる可能性 ・対象会社の株主総会における合併契約の承認決議（デラウェア州を含む多くの州において、原則として議決権を行使できる株式の過半数）
	公開買付	強制的公開買付の要件	<ul style="list-style-type: none"> ・いかなる取引が公開買付規制の対象になるか明文の規定なし(判例法により判断される) ・Wellman判決：①一般株主に対する活発かつ広範な勧誘、②対象会社株式のかなりの割合の買付け、③市場価格を超えるプレミアムでの買付けのオファー、④買付条件が固定的で個別交渉不可能、⑤最低買付株数の条件があり、また、しばしば最高買付株数の条件もある、⑥買付期間の設定、⑦株主に対する応募圧力、⑧買付計画の事前公表の8つの要素を基準に公開買付けへの該当性を判断する。ただし、公開買付けと認められるためには、すべての要素を満たしている必要はない ・Hanson Trust判決：対象会社の株主が取引所法に基づく開示がなくても買付者のオファーを検討し判断するに足りる十分な情報や能力を有しているかによって判断する
		最低価格規制その他買付価格に関する規制	<ul style="list-style-type: none"> ・公開買付最低価格に関する規制なし ・最高価格ルール：公開買付けに応募があった株式については、均一かつ最高の価格を支払わなければならない
		公開買付期間・取得株式数の条件に関する規制	<ul style="list-style-type: none"> ・最短20営業日 ・最長の公開買付期間の定めはない ・買付予定数に下限又は上限を付すことは可能、買付予定株数を超える応募があった場合は按分比例の方式により決済
		公開買付の撤回に関する規制	撤回事由の制限はない。通常取引契約（合併契約）において対象会社におけるMAEの発生など幅広い撤回事由が規定される
		スクイズ・アウトの要件・手法	90%以上の株式を保有する場合、株主総会決議を経ずに合併可能。デラウェア州法ではさらに、一定の要件（対象会社の株式が米国の証券取引所に上場されている又は2000人以上の登録された株主に保有されていること等）を満たせば、議決権の過半数を保有する場合株主総会決議を経ずに合併可能
		セル・アウト/追加応募期間設定義務	<ul style="list-style-type: none"> ・セル・アウト権に関する規定はない ・買付期間の満了後3営業日以上20営業日以下の期間を追加買付期間として任意に定めることができる
		資金証明に関する規制	買付者は、スケジュール TO（公開買付届出書）に添付される買付申込書において、買取資金の調達先、調達金額等を記載しなければならない
		公開買付に係る各種開示義務	<p>【買取者：スケジュールTO（公開買付届出書）及び添付書類】 公開買付開始日にSECに届出、添付書類である買付申込書（offer to purchase）に公開買付けの諸条件を記載。その他、株主が株式を応募するプロセスの詳細を記載した送付状（letter of transmittal）、notice of guaranteed delivery、公開買付けプレスリリース、公開買付けの要約広告、合併契約書、ローンに関するコミットメントレター等が添付される</p> <p>【対象会社：スケジュール14D-9（意見表明報告書）】 公開買付けの開始から10営業日以内に届出、対象会社の取締役会による意見表明</p> <p>【対象会社：フォーム8K（臨時報告書）】 公開買付けが開始された場合は、上場会社である対象会社は、速やかに日本の臨時報告書に相当するフォーム8Kを提出する義務を負う</p> <p>【買取者：スケジュール13D（大量保有報告書）】 上場会社の株式の5%超を取得した者は、10日以内にSECに対してスケジュール13Dを提出する必要。対象となる証券および発行者の情報、取得者の情報、取得資金の調達方法、取得の目的、発行者の証券にかかる権利の状況、発行者の証券に係る契約その他の取り決め等が記載され、取得資金を借入れにより調達した場合にはローン契約の添付を要する。公開買付けが完了した場合は、通常5%超の取得があるので、スケジュール13Dの提出が必要となる</p>
同意なき買取と買取防衛策の導入・発動に関するルール		<p>【買取防衛策の導入に関する規制】 判例上、買取防衛策を導入する取締役会が経営判断原則による保護を受けるためには、取締役会は①会社の方針及び効率性に対する危険が存在したと取締役会が合理的に信じたこと、及び②防衛策が提示された脅威に対して合理的なものであることを立証しなければならない（ユノカル基準）</p> <p>【具体策に関する規制】 ポイズン・ピル：手続的には取締役会の決議により導入可能 期差取締役制度（staggered board）：期差取締役制度を新たに会社の基本定款または附属定款で設けるためには、株主総会の承認が必要</p>	
同意なき買取提案や対抗提案を受けた場合の行動規範		<p>【更なる買取提案者の探索】 レブロン義務の範囲で求められる。対抗買付者の募集、マーケットチェック（他の買取提案の可能性を探る市場調査）の実施が一般的</p> <p>【対抗買取提案者への情報提供】 レブロン義務の範囲で求められる</p> <p>【最適な買付者を選定】 売却価格：取締役の信託義務（fiduciary duty）として、合理的に達成可能な最善の価格を得る努力をする義務を負う（レブロン義務） 価格以外の諸条件：明確な義務はない</p>	
取引保護条項とfiduciary outに関する規律		<ul style="list-style-type: none"> ・レブロン義務との関係で取引保護条項が無効とされたり、またレブロン義務が適用されない場合であっても、取引保護条項が競合する買取提案を排除し、株主の買取提案に対する投票を抑圧するものとして無効とされる可能性 ・ノー・ショッパ条項の例外として、より有利な条件での買取提案があり、対象会社取締役会が誠実にこれらの措置を取らないことが信託義務の違反となると決定した場合には、①当該提案について提案者と交渉を行い、提案者に対して対象会社に関する非公開情報を提供し、また③取締役会の推奨意見を提供せず、撤回又は変更することができる旨の規定が置かれることが多い 	

米国

取引の安全性を確保するための方策

- ・対象会社が他の買収者からの買収提案を勧誘する、買収提案について交渉する若しくは他の買収者に情報提供を行う、又は買収に関する取締役会の推奨意見を撤回することを禁止する、いわゆるノー・ショッパ条項が合併契約に規定されることが一般的【ブレイクアップ・フィー】
- ・過剰なブレイクアップ・フィーは対抗提案を阻害する可能性があるとして、裁判所により無効とされる可能性がある
- ・特定のパーセンテージではなく、取締役会が保護しようとする株主へのプレミアム、相手方にとってのブレイクアップ・フィーの重要性等様々な要素を総合考慮。もともと、これまでの判例の傾向からすると4%程度のブレイクアップ・フィーは容認される傾向【ノー・ショッパ条項】
- ・株主にとってよりよい取引の入手可能性を否定してしまうようなものであれば裁判所によって無効とされる可能性
- ・優越する提案を行う可能性のある第三者との交渉を一切禁じるようなno-talk条項は許容されない【“force the vote”条項】
- ・取締役会が買収への賛同意見を変更した場合でも合併承認のための株主総会を開催する義務
- ・大株主との間の議決権行使合意 + force the vote条項が定められ、必ず株主総会で合併が承認される状況にあったケースで、裁判所は取引保護条項を無効と判断（オムニケア判決）

少数株主保護に関するルール

- ・支配株主との取引又は支配株主が他の株主よりも有利な対価を受け取る場合については、取締役の信託義務違反の判断にあたってより厳しい基準である完全な公正性（entire fairness）基準が適用される
- ・完全な公正性基準の下では、取引が公正価格（fair price）であること、及びfair dealingであること（取引の交渉プロセスが独立当事者間の交渉として公正なものであること）が要求され、取締役が取引が公正であることの証明責任を負う
- ・もともと、①独立取締役から構成される特別委員会が支配株主と対等な立場で交渉を行い取引を承認した場合、又は②支配株主以外の少数株主の過半数が、十分に情報を得て、抑圧されていない状態で取引を承認した場合（majority of minority）は、取締役の信託義務違反を問う原告に立証責任が転換される
- ・さらに、支配株主が取引の実行を特別委員会及びmajority of minority両方の承認を条件とする、特別委員会が自由に独自のアドバイザーを選任し支配株主からの提案を最終的に拒絶できる権限を与えられていること、等の一定の要件を満たした場合には、信託義務違反は完全な公正性基準ではなく経営判断原則により判断され、原告が、通常の合理的な経営判断能力を有する者であればおよそ当該取引を公正であると考えないことを証明する必要がある。

英国		
法体系の概要・沿革	Takeover Panel (パネル) が策定するCity Code on Takeovers and Mergers (コード) が中心的な役割を果たしている。またCompanies Act 2006もスキーム・オブ・アレンジメントの手続や公開買付け後のスクイーズアウトの手続を定めている。	
上場会社の買収の手法・取引ストラクチャー	上場会社の買収の手法としては、①公開買付けと②スキーム・オブ・アレンジメントがある。いずれの手法にもメリットとデメリットがあるが、スキーム・オブ・アレンジメントの方が100%買収を早期に実現することができ、他方で、公開買付けの方が過半数の株式の取得を早期に実現できる。スキーム・オブ・アレンジメントは、対象会社が主導する手続であるため、同意なき買収の場合には、通常公開買付けの方法によることになる。	
制度運用・実務	パネルがコードの発行及び運用をしており、また、コードが適用される英国における上場会社の買収案件の監督も行っている。パネルの構成員は主要な金融機関や企業等から派遣される。パネルの日常業務（コードの解釈・運用等によるルール策定、取引の調査）はTakeover Panel Executiveにより担われている。Takeover Panel Executiveによる決定に不服がある場合には、Hearing Committeeによる聴聞の機会を求めることができ、更にHearing Committeeによる決定に不服がある場合には、独立した機関であるTakeover Panel Appeal Boardに審査を申し立てることができる。	
公開買付け	強制的公開買付けの要件	単独または共同で①30%以上の議決権を取得した場合、または②30%以上50%以下の議決権を保有する者が追加で議決権を取得した場合には、その後すべての株主に対して一定の条件でオファーを行い、当該オファーに対して応募があったすべての株式を取得しなければならない。強制的公開買付けは、任意的公開買付けと比較して制約が多いため（※）、実務上は、任意的公開買付けを選択することが多い。 ※例えば、強制的公開買付けの場合には、以下の「最低価格規制その他買付価格に関する規制」や「対価の種類」の点において、任意的公開買付けの場合とは異なる規制が適用される。
	最低価格規制その他買付価格に関する規制	公開買付けの開始前の一定期間内（基本的に買付期間開始前3か月間又は公開買付けの公表から公開買付けの開始までの期間。但し、強制的公開買付けの場合は公表前12か月）に対象会社株式の買付けが行われている場合には、その期間内に支払った最高の支払価格が買付価格の下限となる。
	公開買付期間	公開買付けに関する文書が公表されてから最低21日間は応募期間を設けなければならない。パネルが同意をした場合を除き、公開買付けに関する文書が公表されてから60日後までに応募の下限が満たされる必要がある。
	取得株式数の条件に関する規制	【上限】 全部買付義務が規定されており、部分買付けは認められない。 【下限】 50%以下を下限として設けることはできない（義務的公開買付けの場合には、これを上回る下限を設定することもできない）。任意的な公開買付けにおいて下限を設定する場合、スクイーズアウトに必要な90%を下限とすることが多いが、買付者はこれよりも低い割合の応募があった場合に下限を放棄することは可能である。
	公開買付けの撤回・条件に関する規制	買付者の主観的な裁量によることになる条件や買付者がその成否を決定できる内容の条件を公開買付けの条件として付することはできない。応募数の下限未達等以外の条件の未達を理由に公開買付けを撤回する場合にはパネルの同意が必要とされているが、同意は重大な事由が発生した場合でない限り通常は付与されない。
	少数株主締出のための制度	【公開買付け後のスクイーズアウト】 買付者が公開買付けの結果、①公開買付けの対象株式の価値の90%以上、かつ、②公開買付けの対象株式の議決権の90%以上を取得した場合、買付者は公開買付けに応募されなかった対象株式を取得することができる。 【セル・アウト権】 公開買付けの対象となった議決権株式を保有する者は、①公開買付けが対象会社の全株式を対象としており、かつ、②買付者が、公開買付けの結果、買付者が既に保有している株式とあわせて対象会社の全株式の価値及び総議決権の90%を有することになる場合には、セルアウト権を有する。
	追加応募期間設定義務	公開買付けに買付条件が付されている場合には、当該条件がすべて充足した後に、14日間以上の追加応募期間を設けなければならない。
	資金証明に関する規制	現金による公開買付けを行う場合には、公開買付けに関する文書に、すべての応募を決済するために必要な資金調達が行なわれていることについての第三者（通常はフィナンシャル・アドバイザー）の確認をとらなければならない。
公開買付けに係る各種開示義務（大量保有報告を含む）	【買収者：大量保有報告制度の開示基準及び開示内容】 (開示基準) 3%（原則として持分が3%-100%の間の1%毎の基準値に到達するか下回るようになった場合） (開示内容) 株式保有状況等 【買収者：公開買付けの公表】 対象会社が公開買付けから公開買付けについてアプローチを受けた後に、対象会社の買収に関する噂が広まったり、対象会社の株価の異常な変動が見られたりする場合などには、対象会社は該当する事由について開示を行わなければならない。対象会社が公開買付けの可能性の存在について開示し、その中で潜在的な買付者が特定されている場合には、当該潜在的な買付者は、28日以内に公開買付けを行う確定的な意思の有無を明確にする開示を行う義務がある（"put up or shut up"ルール）。潜在的な買付者が買収を行わないという意思を公表した場合には、6ヶ月間、買収提案を行ってはならない。 【買収者：公開買付けに関する文書の公表】 買収者は公開買付けを行う意思を表明した日から28日以内に公開買付けに関する文書を公表しなければならない。 【対象会社】 公開買付けが実施された場合、対象会社は、対象会社の株主等に対して、対象会社の意見及びその理由を通知しなければならない。	
対価の種類	【公開買付けの対価】 一定の場合を除き、公開買付けにおいては、現金、買付者の株式その他の有価証券、これらを組み合わせたものを対価とすることが認められている。但し、義務的公開買付けの場合には、買収者は、現金を対価とするか、あるいは、対価として現金を選択できるようにする必要がある。	
スキーム・オブ・アレンジメント	以下の手続を経ることで買収者は対象者を完全子会社とすることができる。 ①株主総会における承認 裁判所の指示により招集される臨時総会において、会社の株主または関連するクラスの株主によって承認されなければならない。株式のクラスごとに、当該株主総会に出席し、かつ投票した対象株主の総議決権の75%、かつ、頭数の過半数の賛成が必要である。 ②裁判所における承認 株主総会における承認に加え、裁判所での承認も必要である。	
同意なき買収と買収防衛策の導入・発動に関するルール	【買収防衛策導入・発動に関する規制】 原則認められない。コード上、株主の事前の承認がない限り、買収提案が差し迫っている状況にある場合、又は、買収提案がなされている場合、対象会社の取締役会は、買収を阻止する、又は、株主が買収提案について判断する機会を奪うことになる行動をとってはならないとされている。 【具体策に関する規制】 ポイズン・ピル：同意なき買収提案に対してポイズン・ピル型の買収防衛策を発動した事例は確認できていない。 複数議決権株式：議決権種類株式（dual-class shares）自体は禁止されていない。2021年12月3日付の上場規則の改訂により、プレミアム上場の会社に異なる議決権を有する種類株の発行が認められるようになった。このような複数議決権株の発行が認められるための主な要件としては、①非上場株式会社であること、②上場時の役員で引き続き役員である者が株式を保有していること、③取締役の解任決議（支配権の変動が生じた後は全ての決議）において認められる議決権比率は最大でも20:1であること、④上場から5年を経過していないこと等がある。	

英国

<p>同意なき買収提案や対抗提案を受けた場合の行動規範</p>	<p>【更なる買収提案者の探索】 義務付けられていない（買収提案について判断するのは取締役ではなく、最終的には株主と考えるため）。</p> <p>【対抗買収提案者への情報提供】 競合する買収提案者に対して、同一情報を提供することが義務付けられている。 -コードによって、競合買収提案者の対象会社への平等な情報アクセスを担保。</p>
<p>取引保護条項に関する規律</p>	<p>対象会社は、一定の限定的な例外を除き、買収者との間で買収に関する合意をしてはならないものとされている。</p> <p>ブレイクアップフィーに関する取り決めも、以下の限定された状況を除き禁止される。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・敵対的買収に続いてなされたホワイトナイトによる買収提案に関して、ホワイトナイトに対して買収提案価格の1%までの額を支払う。 ・正式な入札手続の後、優先的入札者に対して買収提案価格の1%までの額を支払う。 <p>いずれの場合においても、買収提案が完全に撤回されるか、あるいは完全な撤回が宣言された場合に、支払が可能となる。</p> <p>また、パネルは、財務的困難に陥った対象会社についてもブレイクアップフィーの支払いが認められることを示唆している。</p>
<p>少数株主保護に関するルール</p>	<p>通常の公開買付けにおいて買付者は公開買付け終了後に14日の追加応募期間を設ける必要がある。これは、公開買付けの結果を踏まえた上でその終了後に残存株主に株式売却の機会を与える点で、少数株主保護に資する制度といえる。また、スクイズアウトのための閾値が高く設定されていることや株主に上述のセル・アウト権が認められていることも同様に少数株主保護のための制度といえる。</p>

ドイツ		
法体系の概要・沿革	<ul style="list-style-type: none"> ・ 上場会社の買取に関する主要な適用法令：①公開買付法（Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WpÜG）②組織再編法（Umwandlungsgesetz）③株式会社法（Aktiengesetz） ・ EU買取指令とドイツの法令との関係：ドイツの公開買付法は2002年に導入された。2006年のEU買取指令により一定の法改正が要求されたが、ドイツの公開買付法はEU買取指令の内容と非常に近かったため、改正箇所は僅かであった。 ・ 会社機関のガバナンス構造（二層構造） ① ドイツでは、株式会社（AG）と有限会社（GmbH）という会社形態が多い。このうち、上場会社は、株式会社という形態を取る必要がある。 ② 株式会社は、会社の組織として、業務執行機関である取締役会と業務執行の監督機関である監査役会の設置が義務づけられる。監査役会は取締役を選任する権限や取締役の報酬を決定する権限を有する。株主は直接取締役を選任する権限を持たない。 ③ 株主は、単純多数決による株主総会決議により監査役を選任する権限を有する。そのため、上場会社の過半数の議決権を取得すれば、監査役の指名を通じて、業務執行を行う取締役に対して間接的かつ事実上の影響力を持つ。 ④ 監査役会の一部（従業員の人数に応じて、3分の1から半数）は、労働者代表でなければならない。そのため、従業員を多数雇用する大規模な会社の場合、過半数の株式を保有したとしても、半数の監査役を選任できることとなる。また、監査役の解任には、解任につき重大な事由があるか監査役を選任した機関の75%以上の特別多数による決議が必要となる。そのため、上場会社の株式の過半数を取得したとしても、直ちに監査役を交代できるわけではない。 ⑤ 75%以上の議決権を取得した株主は、75%以上の多数による株主総会の特別決議により、上場会社との間で支配契約（domination agreement）及び損益共通契約（profit and loss pooling agreement）を締結することができる。これらについては後述する。 ・ 過去数年間、上場会社M&Aのルールに大きな変化は見られず、現在も大きな変化は見込まれていない。 	
上場会社の買取の手法・取引ストラクチャー	<ul style="list-style-type: none"> ・ 公開買付けによる株式取得（公開買付けには次の三種類がある）：①任意公開買付け、②強制公開買付け、③単純公開買付け 30%の議決権を取得した場合、強制公開買付け（②）を実施しなければならない。これに対し、任意公開買付け（①）は、強制公開買付けの要件を満たさないが、任意に上場会社の全株式を対象として行う公開買付けである。任意公開買付けは強制公開買付けと比較すると規制がゆるやかであるため、上場会社の買取は多くの場合は②の方法で行われる。単純公開買付け（③）は、30%未満の議決権取得を目的とするもの又は既に30%以上の議決権を保有する株主で強制公開買付けの義務を負わないものが株式の追加取得を企図して行う公開買付けである。 ・ 上場会社の75%以上の議決権を取得した買取者は、株主総会の特別決議（75%以上の賛成）を経て、対象会社といわゆる支配契約（domination agreement）を締結することができる。これによって、買取者は、対象会社の経営陣に対して拘束力のある指示を与えることができる。対象会社の経営陣は、たとえ対象会社にとって不利であっても、その指示に従わなければならない。したがって、支配契約によって、買取者が対象会社の株式の100%を取得する以前に、対象会社を買取者のグループに統合することが可能となる。また、75%以上の議決権を取得した買取者は、対象会社から年間利益をすべて受け取ることができることを内容とする、損益共通契約を対象会社との間で締結することができる。この契約は、少数株主の利益参加なしに、全ての年間利益を直接買取者に移転するという効果を有する。なお、少数株主はこれらの契約により不利益を被ることになるため、これらの不利益について少数株主の保護手続きが定められている。 ・ 公開買付けのほか、以下の取引も買取手法として利用可能だが、上場会社の買取は公開買付けの方法により行うのが一般的である。 ①合併、②会社分割、③組織再編（Change of legal form）、④資産譲渡 	
裁定者にかかる制度運用・実務	<ul style="list-style-type: none"> ・ 公開買付けについては、ドイツ連邦金融監督庁（BaFin）が監督権限を持つ。例えば、公開買付届出書の公示前に、BaFinの事前承認を得ることが必要となる。 ・ 公開買付けの公表から4週間以内に、BaFinに対して公開買付届出書を提出し、その審査を受ける。 ・ BaFinにおける上場会社公開買付けの取扱いの特徴 ① BaFinのスタッフは公開買付けに特化しており、迅速に対応している。 ② BaFinにおいて、案件は一般的に機密扱いである。 ・ 公開買付者は、BaFinによる承認を受けた後遅滞なく、公開買付届出書を公示する。 	
各種買取手法の詳細	合併	<ul style="list-style-type: none"> ・ 資産、負債、契約等の包括承継により、ドイツや他のEEA加盟国で設立された会社間で合併を行うことができる。合併対価として、対象会社（合併消滅会社）の株主は、原則として、買取者（合併存続会社）の株式を取得する。合併契約書においては、対象会社の株式に対して交付される買取者の株式の適切な比率が定められていなければならない。当該比率は、裁判所が任命する検査役によって確認されなければならない。主要な手続きは以下のとおり。 ① 合併契約書（公正証書）の締結又は合併計画の作成 ② 合併契約又は合併計画についての対象会社及び買取者双方の株主総会決議（ドイツの法人である場合、議決権の75%以上の賛同、他の法域の法人の場合は、その国内規則が適用される）。 ③ 対象会社及び買取者の商業登記簿への登記（これにより、合併の正式な法的効力が生じる。） ・ 現金対価による合併は、買取者が対象会社の議決権の90%を有する場合に行うことができる（後述のスキーズ・アウト参照）。
	強制的公開買付の要件	議決権保有割合が30%以上となる株式を取得したこと
	最低価格規制その他買付価格に関する規制	<ul style="list-style-type: none"> 任意公開買付け又は強制公開買付けの場合、原則、以下のうち高い金額 ・ 過去6か月に買付者、公開買付者と協調して行動する者又は公開買付者の子会社が、対象会社株式取得に際し支払った最高額 ・ （任意公開買付けの場合）公開買付けの意思決定公表前3か月間の当該株式市場における加重平均株価 ・ （強制公開買付けの場合）30%以上の議決権取得の公表前3か月間の当該株式市場における加重平均株価
	取得株式数の条件に関する規制	<ul style="list-style-type: none"> ・ 取得株式数の条件：強制公開買付けの場合、全株式を対象としなければならない。公開買付けの成立条件として応募株式数の上限・下限を定めることはできない。これに対し、任意公開買付けの場合には、成立条件として応募株式数の下限を定めることができる。単純公開買付けの場合には、30%未満の議決権に満たない株式の取得を上限として定めることもできる。
	公開買付の撤回に関する規制	公開買付者が公開買付けの実施を公表した後は、公開買付けを撤回することも、公開買付届出書の提出を控えることもできない。
	スキーズ・アウトの要件・手法	<ul style="list-style-type: none"> ・ 要件及び手法： ① 株式会社法に基づくスキーズ・アウト：買取者が対象会社の株式の95%以上を保有する場合、買取者は、95%以上の賛成による株主総会決議によって、少数株主の株式を強制的に取得することができる。スキーズ・アウトによる少数株主の全株式の買取者への譲渡は、商業登記簿に登記された時点で発効する。 ② 組織再編法に基づくスキーズ・アウト：買取者が、ドイツの株式会社、ドイツの株式合資会社、又は欧州会社の形態を取っている場合には、90%以上の賛成による株主総会決議によって、買取者を合併存続会社、対象会社を合併消滅会社とする現金対価の合併によるスキーズ・アウトを実施することができる。 ③ 公開買付法に基づくスキーズ・アウト：公開買付けの実施後に裁判所の決定に基づき（株主総会決議なしに）少数株主をスキーズ・アウトすることが可能である。ただし、公開買付期間の終了後3か月以内に裁判所に対する申立てを行う必要がある。また、公開買付けにより、対象会社の議決権の95%を取得するに至ったことが必要である。
	セル・アウト/追加応募期間設定義務	<ul style="list-style-type: none"> ・ 公開買付けに応募しなかった少数株主は、以下の期間内に公開買付けと同条件で公開買付者に対して売却することを請求する権利（セル・アウト権）を有する。 公開買付けの実施後に対象会社の議決権の95%を取得した場合又は強制公開買付けの場合：公開買付期間の終了後3か月以内 公開買付者の議決権割合が95%未満の場合かつ任意公開買付けの場合：公開買付期間の終了後2週間以内
公開買付	<ul style="list-style-type: none"> ・ 現金対価の公開買付けの場合、ドイツで資格のある証券サービス業者（通常は銀行）から資金証明書を取得し、公開買付届出書に添付してBaFinに対して提出しなければならない。資金証明書を発行した銀行は、公開買付者が公開買付けにおける決済上の義務を履行しない場合、対象会社の株主に対し、公開買付けにおける決済を完全に履行する責任を負う。 	

ドイツ

公開買付に係る各種開示義務

【買収者】
 ・ 公開買付届出書：公開買付者は、公開買付け実施の決定の公表から4週間以内に、公開買付届出書を作成しBaFinに提出しなければならない。BaFinによる承認後、公開買付届出書は公示される。公開買付届出書には以下の情報が含まれる。
 公開買付者及び対象会社に関する基本情報
 公開買付けの対象となる株式に関する情報
 公開買付けの対価の種類及び金額
 公開買付けの成立条件
 公開買付期間及び応募手続
 公開買付けに係る資金調達に関する情報
 対象会社の将来の事業活動及び従業員の取扱いに関する公開買付者の計画
 従業員の雇用条件に関する重要な変更の有無
 公開買付者から対象会社の取締役へ提示される報酬・利益に関する情報
 公開買付価格（及び株式対価の場合には対価となる公開買付者の株式の価値）の算定に用いられた方法に関する情報
 公開買付者及びその協調者によって既に保有されている対象会社株式に関する情報
 公開買付け開始前の対象会社株式の取引情報
 競争法届出及び他の規制法手続の実施状況
 ・ 大量保有報告：
 上場会社の議決権の保有割合が3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%又は75%に到達した場合又はこれを下回るようになった場合、遅くとも4営業日以内に、書面で当該会社及びBaFinに通知する必要がある。
 -開示内容：当該株主が既に保有している対象株式又は当該株主と協力関係にある者が既に保有している対象株式の詳細及びその保有する議決権の割合。
 -議決権の保有割合が10%に到達した株主は、上記に加えて、株式取得の資金源及び取得目的を会社に通知する必要がある。

【対象会社】
 ・取締役会及び監査役会は、公開買付けの公表後、不当に遅滞することなく、公開買付けについて理由を付けて意見表明をしなければならない。特に下記の内容を含まなければならない。
 ① 提供された対価の種類及び金額
 ② 対象会社、従業員およびその代表者、雇用条件および対象会社の所在地に対する、予想される買収の影響
 ③ 買収者の目的
 ④ 対象会社の有価証券を取締役会および監査役会のメンバーが保有している場合、当該公開買付けに応募する意思を有するか否か

同意なき買収と買収防衛策の導入・発動に関するルール

・ 上場会社に対する同意なき買収の方法としては、公開買付けが用いられる。
 ・ ドイツにおいて同意なき買収の事例は少ない。この背景の一つには、流動性のある株式が比較的少ないことがあると指摘される。
 ・ 買収防衛策の導入・発動に関するルールについては、次項を参照。

同意なき買収提案や対抗提案を受けた場合の行動規範

(1) 買収提案一般に対する行動準則
 ・ 公開買付けの対象会社の取締役会（及び監査役会）は、公開買付けに対する意見（賛成・反対・中立）をその理由と共に公表しなければならない。
 ・ 対象会社の取締役は、会社の最善の利益のために行動する義務を負う。意見形成にあたって、株主のみならず、従業員や会社全体の利益も考慮しなければならない。
 ・ 対象会社の労働者協議会（存在しない場合は従業員）は、対象会社の取締役会に対して、公開買付けに対する意見を述べることができる。対象会社の取締役会は、かかる労働者協議会・従業員の意見も開示しなければならない。
 ・ 取締役会に公開買付届出書に記載された範囲を超える事実を調査する明示的な義務はないが、公開買付けの適切な評価に必要な範囲で、情報を収集しなければならない。必要な情報が収集できなかった場合にはその旨を意見表明の際に明示する必要がある。
 ・ 取締役会は、かかる情報収集・評価に係る義務を遵守するため、意見表明にあたって外部のアドバイザーに専門家の助言を求めることが望ましく、少なくとも大規模な公開買付けでは、外部専門家からフェアネスオピニオンを取得することが一般的な実務となっている。

(2) 同意なき買収提案に対する買収防衛策
 ・ 対象会社の取締役会は、公開買付者が公開買付の開始を公表した後、公開買付の結果が公表されるまでの間、中立義務を負う。また、全ての株主を平等に取り扱う義務を負う。
 ・ 取締役会は、原則として、公開買付けの成功を妨げる行為を一切してはならない。
 ・ いわゆるポイズンピル、クラウンジュエル、焦土作戦、ゴールデンパラシュート、バックマン、ポイズンデット等の米国で見られる買収防衛策は、上記の義務により、原則として禁止される。但し、下記の場合には例外として買収防衛策を採ることができる。
 - 競合する公開買付けを行う対抗買付者（ホワイトナイト）を誘致する行為
 - 監査役会によって承認された行為
 - 公開買付けの前に、独立して株主総会の決議により具体的に権限を付与された行為
 - 公開買付けの対象となっていない状況であっても対象会社の善良なる管理者がとるであろう行為
 ・ また、取締役会は、同意なき提案によって会社の利益が脅かされると考える場合は、株主に公開買付けへの応募を拒否するよう求めたり、働きかけることができる。
 ・ 予防的な防衛策（防衛マニュアルの作成、自社株価のモニタリング、アクティブな株主のモニタリング等）については一般的に認められる。

(3) 競合的買収提案の局面における取締役の行動準則
 ・ 競合的買収提案があった場合について、一定の手続要件を除き、特別な取締役の義務は法律上定められていない。一般原則に従い、取締役は、会社の最善の利益（‘the best interest of the company’）のために行動しなければならない（株式会社法76条1項・93条1項、公開買付法3条3項）。
 ・ そのため、必ずしも、より価格の高い公開買付けを常に推奨しなければならないわけではなく、長期的な会社の利益を考慮して、価格の低い公開買付けを推奨することもできる。但し、価格差が大きい場合には、価格の低い公開買付けを推奨することを正当化することは難しくなるのが通常である。

取引保護条項とfiduciry outに関する規律

[to come]

取引の安全性を確保するための方策

・ ドイツでは、取引の確実性を高めるための措置として、(i)主要株主との株式譲渡契約の締結、(ii)主要株主との間での撤回不能の応募の誓約（undertakings）の取得が実務上一般的に見られる。

少数株主保護に関するルール

上述のとおり、スクイズアウトのための閾値が高く、また、上述のセル・アウト権が認められている点は、少数株主保護のための制度といえる。

フランス	
フランスM&A法制の概要	<p>近年のフランスM&A法制に関して主要なものとしては、以下が挙げられる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2006年EU企業買収指令の国内立法化 ・2014年フロランジュ法の制定 ・2019年PACTE法の制定 <p>-全てのフランス企業に対して、社会的、環境的課題を考慮した"corporate interest/ l'intérêt social"のために経営することを義務付け、また、会社の存在意義（raison d'être）を定款に定めることが許容された。同意なき買収に対して対象会社の取締役会が反対意見を述べた際にそれに言及することは同意なき買収に対する有効な対抗策の一つとなりうる。</p> <p>-スクイズアウト実行の閾値が95%（持分又は議決権割合）から90%（持分及び議決権割合）に引き下げられた。</p>
フランスM&A関連法制におけるAMFの役割	<p>【AMFのスタッフ構成】 Autorité des marchés financiers (AMF、フランス金融市場庁)が公開買付けに関する監督官庁として機能している。AMFは役員会（Board/Le Collège）及び執行委員会（Executive committee/Le Comex）の2つの独立した合議体から構成されており、それに加えて部門毎に分かれた約500名のスタッフがいる。</p> <p>【AMFの権限】 AMFの権限は資本市場等に関連する広範な事項にわたるが、公開買付けとの関係で、例えば以下のような権限を有する： -公開買付届出書の適法性審査 -スクイズアウト時の退出株主への対価の審査</p> <p>【AMFの各種決定と裁判所による司法的判断との関係】 買収に関するAMFの決定に対しては、決定後10日以内にパリ控訴院（AMFの監督する業者の規制等に関する決定についてはコンセユ・デタに対して）に不服申立てをすることが、AMFの執行委員会による行政処分決定に対しては行政処分を受けた当事者への通知から2か月以内に同様に不服申立てをすることができる。</p>
上場会社の買収の手法・取引ストラクチャー	<p>フランスにおける主な買収ストラクチャーとしては、株式譲渡、資産譲渡、合併、資産・株式の出資があり、上場会社に特有のものとして公開買付けがある。上場会社の買収は、義務的又は任意的公開買付けにより実施されるのが一般的である。合併はグループ間取引において用いられることが多いものの、対象会社の株式及び議決権の100%取得を目指す場合において公開買付けと併用することも可能である。</p>
フランスの公開買付制度における一般原則	<p>公開買付けに適用される主な規則および原則は、Code monétaire et financier（通貨金融法）の委任（同法L433-1条1項）を受けたle règlement général de l'Autorité des marchés financiers（AMF一般規則）に定められている。</p> <p>AMF一般規則においては、買付提案と対抗提案の公平な取扱い、買付提案の対象となる証券の保有者の公平な取扱いとそれに対する公平な情報提供、市場の透明性と高潔性、取引の公正性と公正な競争が基本原則として定められている。</p> <p>その他にも、公開買付けにかかわる原則は様々な法源から導かれおり、EU企業買収指令や、パリ控訴院、破産院の判例のほか、商法、通貨金融法などの成文法に原則の根拠がある場合もある。</p>
義務的公開買付けの要件	<p>持分又は議決権割合要件とスピード要件があり、前者については、原則として30%（Euronext Growth市場等一定の証券市場に上場している会社については50%）以上の持分又は議決権割合を取得する場合には、公開買付けによるものが義務付けられる。後者については、対象会社の持分又は議決権割合が30%から50%の株主が連続する12か月の間に1%以上の持分又は議決権を取得する場合には、公開買付けによるものが義務付けられる。</p> <p>また、フランスの会社に対して公開買付けを実施するケースにおいて、その対象会社の子会社がEEAその他の海外の証券取引所に上場している場合、対象会社がその子会社の持分又は議決権の30%超を保有しており、かつ、その子会社が対象会社にとって必要不可欠な資産であれば、買付者はAMFに対して、当該子会社株式について公正かつ撤回できない買付けを実施した又は実施することを示す書面を提出しなければならない。</p>
最低価格規制その他買付価格に関する規制	<p>【任意的公開買付けの場合】 原則買付者が自由に買付価格を決めるが、買付者が対象会社の持分及び議決権の50%以上を既に保有している簡易公開買付けまたはpublic buyout offer（90%以上の議決権を保有する支配株主による残存株式の買付け）では、一定の例外（AMFの承認がある場合）を除き、届出書提出前の60取引日における加重平均株価を下回ることはできない。また、現金を対価とする対抗提案又は再提案については、原則として、先行する買付提案の価格より2%以上高い価格でなければならない。ただし、対抗提案又は再提案に下限が設定されていないかあるいはその下限が先行する買付提案の下限よりも低い場合、先行する買付提案と同じ価格でもよく、また、先行する買付提案の対価が株式を含む場合、AMFは、現金対価の対抗提案又は再提案を、対象会社の株主に対してより良い条件を提示するものであると判断する。</p> <p>【義務的公開買付けの場合】 買付者が提示する価格は、少なくとも、義務的公開買付けの閾値を超える前の12か月の間に買付者が対象会社の株式を取得した際に支払った価格のうち最も高い価格を下回ってはならない。かかる株式取得を行っていない場合、買付価格は、資産売却において用いられる客観的な基準に基づいた複数の算定方法により定まるものの、対象会社や証券市場の状況に重大な変更があった場合、AMFは異なる価格にするよう求めることができる。</p> <p>潜在的な利益相反あるいは株主間における公平な取扱いに関する要請に違反する可能性がある場合、対象会社の取締役会は、特別委員会の推奨に基づき、独立した価値算定機関を選定しなければならず、かかる価値算定機関によるレポートは対象会社の取締役会の意見に含まれることになる。</p>
公開買付け	<p>公開買付けのスケジュールはAMFが個別に決めることになるが、通常の公開買付手続におけるスケジュールの一例は以下のとおりである。通常、買付期間は25取引日（延長される場合もある）であり、その後、10取引日の追加応募期間を設けることが一般的である。追加応募期間の設定により、当初の買付期間において応募しなかった株主は、公開買付けの結果を踏まえ、追加応募期間において応募の是非を再度検討し株式を売却する機会を得ることができる。なお、簡易公開買付けの場合、買付期間は10取引日であり、追加応募期間は設定されないことが一般的である。簡易公開買付けは、買付者が対象会社の持分及び議決権の50%以上を保有している場合、対象会社の持分及び議決権の10%以下の取得を目指す場合等に利用できる。</p> <p>Day 0 届出書のドラフトをAMFに提出 Day 5 対象会社の労使協議会による買収者の審査（届出書ドラフトの提出から1週間以内） Day 15 対象会社の労使協議会が選定した会計監査人による監査結果報告書の作成（届出書ドラフトの提出から3週間以内） Day 20 対象会社の労使協議会による意見の提出（届出書ドラフトの提出から1ヶ月以内）及び対象会社の取締役会による意見の提出 Day 25 AMFによる届出書の承認 Day 26 届出書の公表 Day 27 買付期間の開始 Day 46 対抗提案の提出期限 Day 51 買付期間の終了（AMFが届出書を承認したことについて異議が出された場合、対抗提案がなされた場合、買付者又は対象会社に関する情報に重要な過誤があり、また、それが不十分であるとAMFが認めた場合、公開買付けが競争当局の承認を条件としている場合等、買付期間が延長される場合がある） Day 60 買付期間終了後9取引日以内にAMFが買付結果を公表 Day 63 決済日 Day 61 - Day 70 追加応募期間</p>
取得株式数の条件に関する規制	<p>【上限】 全部買付義務が規定されており、部分買付けは認められない（ただし、対象会社の持分及び議決権の10%以下の取得を目的とする簡易公開買付けの場合にはその限度で部分買付けが認められている）。</p> <p>【下限】 義務的公開買付けであるか任意的公開買付けであるかに関わらず、公開買付け終了時に対象会社の持分又は議決権50%を取得していない場合、公開買付けは不成立となる。任意的公開買付けの場合、買付者は50%よりも高い下限を設定することができるが、AMFが3分の2よりも高い下限を許容することは稀である。</p>

フランス		
	公開買付けの撤回・条件に関する規制	<p>対抗提案及び再提案のスケジュールが公開されてから5取引日以内にAMFへ通知を行うことで公開買付けの撤回が可能である。また、対象会社による施策等の影響で買付者にとって公開買付けの目的を達せないこととなった場合には、AMFの許可を得たうえで、公開買付けを撤回することもできる。</p> <p>競争法上の許認可の取得を公開買付けの条件とすることはできるものの、競争法の審査は公開買付けの開始から10週間以内に終了するものでなければならない。したがって、競争法審査がいわゆるフェイズ2に移行するなどそれよりも長引く場合、公開買付けは不成立となる。また、買付者が複数の対象会社の株式について公開買付けを実施する場合、他の公開買付けの成立を条件とすることも認められる。</p>
	少数株主締出のための制度	<p>【公開買付け後のスクイズアウト】</p> <p>公開買付けを実施する買付者は、届出書を提出する際にスクイズアウトを実施する旨の計画をAMFに提出することにより、公開買付けの結果90%以上の持分及び議決権を保有する支配株主となった場合に、公開買付けの成立から3ヶ月以内に、自動的に少数株主の保有する残存株式を取得できる。買付者は、買付けの結果に応じてスクイズアウトを実施するかを判断することも可能であり、その場合、届出書を提出する際、かかる権利を留保することをAMFに通知する必要がある。スクイズアウトの価格は、公開買付け価格を下回ってはならない。また、現金対価の公開買付けの後にスクイズアウトを実施する場合を除き、買付者は独立した価値算定機関によるレポートをAMFに提出しなければならない。</p> <p>【Public Buyout Offer】</p> <p>90%以上の議決権を保有する支配株主はpublic buyout offerにより少数株主から残存株式を取得することができる。</p> <p>【セル・アウト権】</p> <p>少数株主は、株式の流動性が低下して市場で売却ができないといった事情がある場合、AMFに対して、90%以上の議決権を保有する支配株主にpublic buyout offerの実施を要請するよう申し立てることができ、その場合、AMFから支配株主に対してpublic buyout offerの実施を指示されることがある。</p>
	追加応募期間設定義務	通常の公開買付手続においては、公開買付成立後、10取引日の追加応募期間が設定される。
	資金証明に関する規制	届出段階でAMFに資金証明を提出する必要があり、いわゆるファイナンス・アウトは認められない。
	公開買付けに係る各種開示義務（大量保有報告を含む）	<p>上場会社の買収を検討している者の存在をAMFが合理的に認識した場合、AMFは当該潜在的買収者に対して買収の意図の有無を公表するよう要請することができる（いわゆる"put up or shut up" rule）。潜在的買収者が買収の意図を明らかにした場合、AMFは潜在的買収者に対して、所定の期間内に買付条件等を記載したプレスリリースを出すか、届出書を提出するよう求める。また、潜在的買収者が買収の意図がないと宣言した場合は、市場環境や関係当事者の置かれた状況又は関係当事者の株式の保有状況に重大な変更がない限り、その宣言時点からあるいはAMFが定めた所定の期間経過後6ヶ月間は買収提案を行ってはならない。</p> <p>大量保有報告の届出義務にかかる議決権割合については、法定されているもの（5%、10%、15%、20%、25%、30%、3分の1、50%、3分の2、90%、95%）に加え、対象会社の定款において、0.5%以上で法定の基準よりも低い閾値を設けておくことも可能である（かかる定款の定めは潜在的な同意なき買収への予防策となりうる。）。また、規制証券市場（regulated stock market）に上場しているフランスの会社については、10%、15%、20%、25%それぞれの閾値を超えた場合、対象会社とAMFに対して、その後6ヶ月間における目的等の詳細（買付資金の調達方法、共同買付者の有無、追加取得の計画の有無、支配権取得の計画の有無、取締役選任に係る計画の有無、対象会社に係る戦略とその実行プラン等）を通知する必要がある。</p>
	その他フランスの公開買付制度に特有の規定	<p>【労使協議会への諮問】</p> <p>買付者が届出書をAMFに提出した後、対象会社のCEOは労使協議会を開催してこれを通知し、労使協議会は、必要に応じて買付者へのヒアリングを実施したうえで、公開買付けに関する意見を出す。労使協議会は、独自のアドバイザーを選定することもある。買付者に対するヒアリングが実施される場合、買付者は対象会社の事業・財務戦略に加え、雇用関係、事業所及び会社の意思決定がなされる場所への影響を示す必要がある。もっとも、労使協議会の意見は、一つの情報として提供されるものであり、公開買付けを中断・中止させる効果を有するものではない。また、買付者に労使協議会が存在する場合、買付者のCEOは労使協議会を開催して買付内容や雇用への影響について説明しないといけない。</p>
同意なき買収と買収防衛策の導入・発動に関するルール	同意なき買収案件の件数・特徴	いわゆる同意なき買収は許容されるものの、2014年以降7件のみであり、その件数は多くない。なお、同意なき買収は対象会社との買収価格の交渉等により、事後的に友好的な買収となることが多い。
	買収予防策	<p>同意なき公開買付けが行われることを回避するために既存の友好的な株主への権限付与等が同意なき買収を予防する方策として広く用いられている。</p> <p>また、下記的手段による株主特定も予防策となりうる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・大量保有報告の届出義務及び持分又は議決権割合が一定の閾値を超えた場合における対象会社及びAMFへの通知義務により対象会社が株主を把握することで、潜在的な同意なき買収に対して備えることが可能となる。 ・対象会社の株式を取得しようとする者の主体について金融仲介業者と共に、証券集中保管機関（Euroclear）に対し、調査を行うよう求めることができる（もっとも、法人が保有する株式については対象会社が最終的な所有者を特定することができない点、調査結果と調査時点の間に数週間のずれが生じることから、必ずしも株主の特定について精度が高い制度とはいえない）。
	買収防衛策	<p>同意なき買収への対抗策の実施は、それが株主総会の権限事項でなく"corporate interest"に反しない限り、取締役会の判断で対抗策を取ることが認められる。フランスにおける代表的な買収防衛策として以下を挙げることができる。</p> <p>【ポイズンピル】</p> <p>株主総会における承認を前提に、取締役会が無償で株主に対して新株予約権を発行し、株主が低廉価格でそれを行使することにより買収者の持分を希薄化することができる。もっともポイズンピルが実際に発動された事例はない。</p> <p>【第三者割当増資】</p> <p>原則として取締役会の決議で特定の第三者に対して株式を発行することは認められていないが、対象会社が財務上厳しい状況にあることを買収者が利用しようとする場合に防衛策として資本構成を変更することが許容される。</p> <p>【societe en commandite par actionsへの組織変更（保有割合と権限行使の分離）】</p> <p>フランスでは、上場会社が有限責任組合（societe en commandite par actions）という会社形態をとることが認められている。有限責任組合は無限責任組合員及び有限責任組合員から構成され、無限責任組合員が業務執行者を選解任する権限を有しているが、有限責任組合員は業務執行者の選解任権限がなく会社の業務執行に係る意思決定に関与することができない。かかる会社形態において、買収者は有限責任組合員としての権限を有するに止まり、会社のガバナンスへの影響力を行使することができないため、同意なき買収に対する対抗策となりうる。もっとも、かかる会社形態を採用している会社はほとんどなく、AMFもこれに対して否定的である。</p>
同意なき買収提案や対抗提案を受けた場合の行動規範	2014年以前は対象会社の取締役会は同意なき買収提案や競合的買収提案に対して中立の立場を維持することを義務付けられていたものの、2014年フロランジュ法の制定以降は、株主総会の承認が必要とされるものを除き（例えばポイズンピル等）、取締役会の判断で"corporate interest"のために買収防衛策を講じることが広く認められるようになった。もっとも、取締役会の判断は、買付提案の公平な取扱い、株主の平等な取扱いと情報開示、市場の透明性及び高潔性、取引及び競争の公平性といった一般原則による制約を受ける。つまり、そのような一般原則に反するような対応をとることはできない。	
取引保護条項に関する規律	取引保護の一環として対象会社によるブレイクアップフィーを定めることは妨げられず、かかる取り決めは実務上もよく見られるが、ブレイクアップフィーが多額の場合は対抗提案を阻害する可能性があるとして、その有効性が争われる可能性がある。また、ブレイクアップフィーが"corporate interest"との関係や労使協議会による審査の過程で問題とされる可能性もある。ブレイクアップフィーを定める場合は、その旨AMFに開示し、届出書に明記する必要がある。	
少数株主保護に関するルール	通常の公開買付けにおいて買付者は公開買付け終了後に10取引日の追加応募期間を設ける必要がある。これは、公開買付けの結果を踏まえた上でその終了後に残存株主に株式売却の機会を与える点で、少数株主保護に資する制度といえる。また、上述のセル・アウト権も同様に少数株主保護のための制度といえる。	