

ヨーロッパM&A制度研究会報告書

2010年9月13日

公益財団法人 日本証券経済研究所

目 次

I	はじめに	1
1	ヨーロッパ M&A 制度研究会の活動.....	1
2	英国 M&A 制度研究会との関係.....	1
3	本報告書の趣旨・構成	2
II	ドイツの M&A 制度——公開買付制度を中心に——	3
1	法体系	3
(1)	概要.....	3
(2)	沿革.....	3
2	制度の内容	3
(1)	概要.....	3
(2)	義務的公開買付け	4
a.	趣旨	4
b.	要件	5
c.	適用除外	6
(3)	公開買付けに関するその他の規定の内容	7
a.	全部買付義務.....	7
b.	対価に関する規制.....	7
c.	買付けに要する資金の証明に関する規制	8
d.	買収防衛策に関する規制	8
e.	競合する公開買付けに関する規定.....	10
f.	スクイズ・アウト／セル・アウトに関する規定	10
g.	従業員に関する規定	11
h.	制裁に関する規定	12
i.	不服申立てに関する規定.....	13
3	制度の運用等	13
(1)	運用機関.....	13
(2)	運用の実際.....	14
III	フランスの M&A 制度——公開買付制度を中心に——	15
1	法体系	15
2	制度の内容	15
(1)	概要.....	15

(2) 義務的公開買付け	16
a. 趣旨	16
b. 要件	16
c. 適用除外	17
(3) 公開買付けに関するその他の規定の内容	18
a. 全部買付義務	18
b. 潜在的な買付者の公表に関する規制	19
c. AMF の審査に関する規定	19
d. 対価に関する規制	20
e. 買付けに要する資金の証明に関する規制	21
f. 買収防衛策に関する規制	22
g. 競合する公開買付けに関する規定	24
h. スクイズ・アウト／セル・アウトに関する規定	25
i. 従業員に関する規定	26
j. 制裁に関する規定	27
k. 不服申立てに関する規定	27
3 制度の運用等	28
(1) 運用機関	28
(2) 運用の実際	28
IV おわりに	29

別紙1 ヨーロッパ M&A 制度研究会委員名簿

別紙2 ヨーロッパ M&A 制度研究会開催内容

I はじめに

1 ヨーロッパ M&A 制度研究会の活動

ヨーロッパ M&A 制度研究会（以下「当研究会」という。）は、ドイツ及びフランスの M&A 制度（特に公開買付制度）について、その制度のあり方と実際の運用を学術的見地から研究することを目的として公益財団法人日本証券経済研究所に設置された民間の研究会である。

当研究会は、2009 年から 2010 年にかけて、当研究会の委員（別紙 1 参照）を中心に構成した調査団をドイツ及びフランスに派遣し、両国の規制当局（BaFin¹及び AMF²）のほか、法律事務所や金融機関などの M&A 実務関係者及び有識者等からのヒアリングを実施した。かかるヒアリングは、事前に、当研究会の会合において討議した上で作成した質問項目を各ヒアリング先に送付した上で、その内容に沿う形で実施した。また、各現地調査の調査結果に関して、委員、オブザーバー及び幹事が当研究会の会合において質疑応答及び自由討議を行った（別紙 2 参照）。

2 英国 M&A 制度研究会との関係

公益財団法人日本証券経済研究所においては、当研究会に先立ち、2008 年から 2009 年にかけて、英国 M&A 制度研究会を設置し、イギリスの M&A 制度（特に公開買付制度）について、その制度のあり方と実際の運用を学術的見地から研究した³。したがって、当研究会における研究は、英国 M&A 制度研究会と併せ、ヨーロッパ（イギリス、ドイツ及びフランス）の M&A 制度についての一連の研究の 1 つであるということもできる。

ただし、英国 M&A 制度研究会においては、制度の内容とともに、テイクオーバー・パネル⁴（以下「パネル」という。）による実際の運用が大きな関心事であったところ、当研究会における研究は、実際の運用よりも、制度の内容そのものに重点が置かれている。

これは、①英国 M&A 制度研究会における研究の結果、イギリスひいてはヨーロッパ型の公開買付制度について、これまで、必ずしも我が国において十分に理解されていなかった点が明らかになったところ、それらの点は、M&A 制度や公開買付制度についての考え方の本質的な部分と関連しているという認識を有するに至ったため、制度の内容そのものを詰めて研究

¹ ドイツの連邦金融監督庁（Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）

² フランスの金融市場庁（Autorité des Marchés Financiers）

³ 英国 M&A 制度研究会報告書については公益財団法人日本証券経済研究所ホームページ（<http://www.jsri.or.jp/web/society/society/index.html>）参照。

⁴ 正式名称は The Panel on Takeovers and Mergers.

することが、ヨーロッパの M&A 制度全体を理解する上で極めて有益であると考えられたこと、②英国 M&A 制度研究会における研究以前においては、パネルによる規制（テイクオーバー・コード⁵）の解釈・運用が（規制の例外を幅広く認めるという意味において）柔軟であり、それにより制度全体が支障なく機能しているのではないかとの推測もあったところ、研究の結果、パネルは、規制の解釈・運用については、一般原則に則った首尾一貫した態度を取っていることが判明し、その点からも、制度の内容についてより理解を深めることが重要であると認識されたこと、③イギリスにおいては、パネルという自主規制機関としての性格を有する組織が規制の運用を行っている点に大きな特徴があり、なぜ、自主規制機関による規制がうまく機能しているのかという点に関心の中心があったところ、ドイツ及びフランスにおいては、制度の運用者は公的な機関であり、イギリスのような意味での関心は生じないことを理由としている。

3 本報告書の趣旨・構成

本報告書は、上記 1 に記載した当研究会の活動におけるこれまでの研究内容を取りまとめたものである。

以下では、Ⅱにおいてドイツの M&A 制度について、Ⅲにおいてフランスの M&A 制度について記述する。

なお、本報告書において、ドイツやフランスの制度の特質・特徴として言及している点は、当研究会が検討の対象としたドイツ及びフランス並びに英国 M&A 制度研究会の検討対象であったイギリスの制度との比較においてのものである。また、我が国の制度との比較を行う場合には、個別にそのことに言及した。

⁵ 正式名称は The City Code on Takeovers and Mergers.

II ドイツの M&A 制度——公開買付制度を中心に——

1 法体系

(1) 概要

ドイツの公開買付制度は、有価証券の取得及び買付けに関する法律（Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz 以下「買収法」という。）により規定されている。

ドイツにおいて、有価証券取引法（WpHG）等の資本市場に関連する法律が多数ある中で、買収法という単一の法律の形式が採られたのは、有価証券取引法は、既に EU 指令に整合した法律として存在したところ、買収法は、公開買付けという非常に複雑な 1 つの分野をまとめて法制化するものだったためということのようである。

また、ドイツにおける会社法と買収法の関係については、買収法は、あくまでも資本市場法であり、基本的には、会社法とは性質の異なるものとして整理されているようである⁶。

(2) 沿革

ドイツにおいても、かつては、イギリスのように自主規制による規制が採られていた時期があった（Übernahmekodex）⁷。しかし、かかる自主規制は、当該自主規制に従うことを承認した会社のみにも適用されるものであったところ、平時に自主規制に従うことを承認していた会社が、実際の買収局面において、自主規制に従わない旨を宣言して問題となったことがあり、これが契機となって自主規制では不十分であると考えられるようになった。

2 制度の内容⁸

(1) 概要

買収法における公開買付制度の枠組みは、大きく分けると、①すべての公開買付けに適用される一般的なルール、②公開買付けのうち、その

⁶ もっとも、買収法の中でも、買収防衛策に関する規定は会社法を補完するものとして理解されており、また、義務的公開買付けの制度は、コンツェルン保護規範の一部であると考えられているようであり（脚注 17 参照）、それほど単純なわけではない。

⁷ ただし、イギリスにおいても、現在は、会社法に法的根拠が規定されたため、純粋な自主規制ではなくなっている（英国 M&A 制度研究会「英国 M&A 制度研究会報告書」2 頁（2009 年））。

⁸ 法令の引用は、基本的に、2009 年 7 月末時点の法令に基づいている。

対象となる会社（以下「対象会社」という。）の支配⁹の獲得に至るようなもの（以下「支配獲得のための公開買付け」という。）に関するルール、③支配を獲得した場合に義務として行わなければならない公開買付け（以下、Ⅱにおいて「義務的公開買付け」という。）に関するルールの3段階で構成されている。このため、ドイツにおける公開買付けには、(i) 支配獲得のための公開買付けでも義務的公開買付けでもない公開買付け¹⁰（以下「単純公開買付け」という。）、(ii) 支配獲得のための公開買付け、(iii) 義務的公開買付けの3種類があることになる¹¹。

このうち、法令上直接に公開買付けが義務付けられているのは(iii)の義務的公開買付けだけであるが、(ii)の支配獲得のための公開買付けは、支配を獲得した場合に(iii)の義務的公開買付けを行わなければならないとされているからこそ行われるという側面もあると考えられるため¹²、実際にどのような場合に公開買付けが行われるかということに関しては、(iii)の義務的公開買付けの範囲が重要であると考えられる。

そこで、以下では、まず、義務的公開買付けの範囲について記述する。その上で、支配獲得のための公開買付け及び義務的公開買付けに適用されるものを中心に、公開買付けに関するルールのうち重要なものについて記述する。

(2) 義務的公開買付け

a. 趣旨

義務的公開買付けは、対象会社の支配が獲得された場合（分散保有状態から新たに支配が獲得された場合のほか支配株主から支配が移転

⁹ 買収法における「支配」とは、対象会社に対する議決権の少なくとも30%の保有を意味する（買収法29条2項）。30%が基準とされるのは、ドイツにおける株主総会の出席率が概ね60%以下であったためであるようである。

¹⁰ 例えば、支配の獲得に至らない範囲で行われる公開買付け（30%未満の議決権の取得を目指して行われる公開買付け）や、既に支配（30%以上の議決権）を獲得している者（支配獲得のための公開買付け又は義務的公開買付けを実施した者や、義務的公開買付けを免除された者）が買増しのために行う公開買付けがこれに当たる。

¹¹ 義務的公開買付けと支配獲得のための公開買付けの相違としては、義務的公開買付け及び支配獲得のための公開買付けのいずれにおいても、全部買付義務、対価に関する規制、買付けに要する資金の証明に関する規制（後述(3)a.~c.参照）がある等の点で共通しているものの、義務的公開買付けにおいては、取得割合の下限の設定を含め、公開買付けの成立条件を設定することが基本的にできないことや義務的公開買付けにおいては追加応募期間を設ける必要がないこと等が異なる。なお、単純公開買付けは、全部買付義務や対価に関する規制がないという点で大きく異なる。

¹² 支配獲得のための公開買付けを行ったことにより支配を獲得した場合、義務的公開買付けの対象とならない（買収法35条3項）。

した場合を含む。)に、その少数株主に、保有する株式¹³を相当な価格をもって売却する機会を与えるためのものであるとされる。

b. 要件

直接又は間接に対象会社の支配（議決権の少なくとも30%の保有を意味する。買収法29条2項）を獲得した場合、義務的公開買付けの対象となる（買収法35条1項）。

義務が生じるタイミングは、支配を獲得した後であって、（我が国のように）支配を獲得する買付けそのものを公開買付けにより行わなければならないわけではない¹⁴。

ただし、前述のように、支配獲得のための公開買付けにより支配を獲得した場合は、義務的公開買付けの対象とならない（買収法35条3項）。また、支配獲得のための公開買付けにより支配を獲得した者や義務的公開買付けを行った者あるいは義務的公開買付けを免除された者が追加的に株式を取得する場合も義務的公開買付けの対象とならない。

支配の獲得の方法としては、市場内外における株式の買付けに限らず、新規発行による株式の取得も含まれる。また、現物配当や残余財産の分配のように、必ずしも意思に基づかない株式の取得であっても原則として規制の対象に含まれる。さらに、株式の取得ではなく、株式を保有する他者と対象会社に関する行動を共にすることを合意することにより、当該他者と合算して議決権が30%以上となるような場合（買収法30条2項参照）¹⁵も義務的公開買付けの対象となる¹⁶。

¹³ 公開買付規制の対象となる有価証券は、株式、株式に類似する有価証券及び株式に代わる証券並びにこれらを取得することを目的とするその他の有価証券であるが（買収法2条2項）、以下では、説明の便宜のために、単に「株式」や「株主」といった表現を用いることがある。

¹⁴ 我が国の場合、ある者（A）から3分の1超の株券等を買付けようとする場合、Aからの買付けを相対により行うことはできず、Aからの買付けそのものも、公開買付けへのAの応募というプロセスを経なければならない。これに対し、ドイツの場合、Aからの買付けは相対で行うことができるが、買付けた後に公開買付けを行わなければならない。このような規制のあり方は、イギリス、フランスにも共通であり、①イギリス、ドイツ、フランスにおける公開買付規制の趣旨が、概ね、支配権の変動があった場合に、株主に、その持株の公正な売却の機会を与えるという点にあること、②買付け以外の行為により支配を獲得した場合も義務的公開買付けの対象となることと整合的であると言える。

¹⁵ 「対象会社に関する行動を共にする」とは、例えば、対象会社の企業としての方針に継続的かつ重大な変更をもたらす意図を持って議決権の行使について意思を疎通するような場合（個々の場合のみにおける議決権の行使に関する合意は原則として除かれる。）が典型であると考えられる。実際には個々の事案ごとにBaFinが判断を行っているとのことであった。

¹⁶ この場合、両者が義務的公開買付けの対象となるが、実務上は、一方が公開買付けを実

このように、義務的公開買付けは、単に株式の買付けに対する規制ではなく、より一般的な支配の獲得に対する規制である¹⁷。

c. 適用除外

義務的公開買付けの要件に該当する場合であっても、BaFin は、買付者からの申請に基づき、義務を免除することができる（買収法 37 条）¹⁸。BaFin が義務的公開買付けを免除することができる場合については、省令¹⁹の 9 条に具体的内容が定められており、①相続、②贈与、③対象会社の再建に関係する場合、④債権担保の目的である場合、⑤対象会社の議決権総数の減少による場合、⑥意図に基づかない支配の獲得で、すぐに 30%を下回った場合、⑦第三者がより高い議決権割合を保有している場合、⑧対象会社の過去 3 回の株主総会の実績に照らし、実際の株主総会における議決権の 50%以上を獲得することが期待できない場合、⑨ある会社の支配を獲得したことにより対象会社に対する支配を間接的に獲得した場合で、当該会社の対象会社に対する参加の帳簿価格が、当該会社の帳簿上の積極財産の 20%未満である場合が規定されている。

法令上は、BaFin が義務を免除することができる事由は、省令 9 条に具体的に規定されたものに限られるわけではないが（買収法 37 条 1

施することにより、他方は義務を免除されるという取扱いがなされているようである。

¹⁷ ドイツにおいては、コンツェルン法により上位会社の行為から下位会社の少数株主の保護が図られているため、下位会社（公開買付けの局面においては対象会社）の少数株主の保護という点においてコンツェルン法による規制と義務的公開買付けによる規制の関係をどのように捉えるべきかという点が問題になる。この点、義務的公開買付け制度の導入時には、実際に、「ドイツにはコンツェルン法による保護があるため、義務的公開買付け制度による保護は必要ない」といった議論も見られたようであるが、現在では、以下のような説明がなされている。①抽象的・理念的には、コンツェルン法は会社法であり、義務的公開買付け制度は資本市場法であると整理することができる。②実質的にも、(i)少数株主としては、「コンツェルン法による保護は当てにできないため、早期に売却して別の会社に投資する」という判断をすることができることになり、コンツェルンの入口部分における保護としての意味があり（コンツェルン法に対する不信感、あるいは、コンツェルン法の補完）、あるいは、(ii)対象会社の少数株主が株式を保有し続ける場合はコンツェルン法によって継続して保護され、株主が株式を売却したいと考えている場合には、売却機会を保証するという形で二段階の保護を与える意味がある。③政治的にも、EU レベルで企業買収指令が制定されることが予想されたので、これに対してドイツが影響力を行使するために、公開買付けに関する法律を先に制定することが望まれた。

¹⁸ また、コンツェルン内部の再編による株式の取得等の場合には、Bafin は、買付者からの申請に基づき、当該株式についての議決権を議決権割合の算出の際に加算しないことを許可する旨の規定がある（買収法 36 条）。

¹⁹ 公開買付け文書の内容、支配獲得のための公開買付けと義務的公開買付けにおける対価及び買付申入れの公表義務と表明義務の免除に関する命令（WpÜG-Angebotsverordnung）

項参照)、実際には、省令 9 条に規定されている以外の事由により免除が認められることは基本的にないようであり、例えば、事業提携等のビジネス上の目的を理由にした免除や売主側の事情（例えば、売主の資金繰りの悪化）に基づく免除といったものも認められないようである。

(3) 公開買付けに関するその他の規定の内容

a. 全部買付義務

支配獲得のための公開買付け及び義務的公開買付けのいずれについても、すべての種類の株式を対象とし、応募があったすべての株式を買い付けなくてはならない（買収法 32 条・39 条）²⁰。支配獲得のための公開買付け及び義務的公開買付けのいずれについてもそのような規制に服するため、結局、対象会社の支配を獲得しようとする場合にはすべての株主に対してオファーを行い、応募があったすべての株式を取得しなければならないということになる。

もともと、イギリスと異なり、50%超の議決権を取得しなければ当該公開買付けに基づいて株式の取得を行うことはできないという規制はないため、公開買付けが行われたものの、結果として 30%~50%の範囲で議決権を保有することになるということもあり得る²¹。

b. 対価に関する規制

(a) 対価の種類に関する規制

支配獲得のための公開買付け及び義務的公開買付けのいずれについても、対価は、金銭（ユーロ）か、取引所に上場されている株式でなければならない（買収法 31 条 2 項・39 条）²²。さらに、買付者等が公開買付けの公表前 6 か月以内に 5%以上の株式を金銭により取得している場合には、対価は金銭でなくてはならない（買収法 31 条 3 項・39 条）。

²⁰ 単純公開買付けにはこのような規制はない。

²¹ 実際にもそのようなことは往々にしてあるようである。例えば、2008年にドイツで実施された公開買付けの件数は 39 件であり、その内訳は義務的公開買付けが 16 件、支配獲得のための公開買付けが 20 件、単純公開買付けが 3 件であるところ（BaFin Annual Report '08）、公開買付けの結果、買付者の議決権比率が 30%~50%で止まったケース（WpÜG30 条に基づく議決権の加算や公開買付け期間中に別途買付けした株式にかかる議決権も含む）は 5 件あった。それ以外の 34 件では、買付者の議決権比率は 50%台から 90%台まで分布しているが、買付者がスクイズ・アウトを行った 7 件以外は、対象会社の上場は維持されている。

²² 単純公開買付けにはこのような規制はない。

(b) 最低価格規制

支配権得のための公開買付け及び義務的公開買付けのいずれについても、対象会社の株主に対して「適切な」対価が提供されなければならないとされ（買収法 31 条 1 項・39 条）、具体的には、買付者等が公開買付文書の公表前 6 か月以内に支払い、又は合意した最高額以上で、かつ、公開買付けの意思決定又は支配獲得の公表前 3 か月間の当該株式の市場における加重平均価格以上でなければならない（省令 4 条・5 条）。

(c) 事後の規制

公開買付けの終了後に公開買付け価格よりも高い価格で対象会社の株式を買い付けた場合には、公開買付けに応募した株主に対して差額を支払う義務がある（買収法 31 条 5 項・39 条）。

c. 買付けに要する資金の証明に関する規制

買付者は、対価の支払いに必要な資金が弁済期日において確保されるよう必要な措置を講じなければならない。また、対価が金銭である場合には、買付者から独立した有価証券役務提供企業（Wertpapierdienstleistungsunternehmen）²³が、書面をもって、買付けの履行に必要な資金の確保を証明しなければならない（買収法 13 条 1 項・34 条・39 条）。

買付者が対価の支払いに必要な資金を確保できなかった場合には、公開買付けに応募した者は証明書を発行した有価証券役務提供企業に対して損害賠償を請求できるとされる（買収法 13 条 2 項・39 条）。

d. 買収防衛策に関する規制

(a) 中立義務

ドイツでは、EU 企業買収指令（以下「EU 指令」という。）の国内法化（2006 年）により、新たに公開買付けの意思決定公表後における対象会社の取締役及び監査役会の行為に関する規制（いわゆる中立義務）が設けられたが（買収法 33 条 a）、それ以前から、国内法において、公開買付けの意思決定公表後における対象会社の取締役の行為に関する規制が設けられていた（買収法 33 条）。

²³ 有価証券役務提供企業とは、有価証券取引法 2 条 4 項に定義のある概念であり、端的には、金融機関、金融サービス機関及び信用制度法 53 条 1 項 1 文に従い活動する企業であって、営業目的で有価証券役務を提供するものを指す。なお、ここにいう有価証券役務とはやはり有価証券取引法 2 条 3 項に定義があり、当該規定では、金融商品の取得・譲渡にかかる金融媒介業務をはじめ、9 つの金融商品取引にかかる業務が列挙されている。

従前からの規制の内容としては、取締役は、公開買付けの意思決定が公表された後は公開買付けの成功を妨げる行為をすることができないが、①公開買付けの対象となっていない会社の通常かつ誠実な業務執行者がとるであろう行動、②ホワイトナイトの模索、③監査役会が同意した行為は行うことができるとされる（買収法 33 条 1 項）。また、株主総会の特別決議により、18 か月以内の期間で、取締役に対し、株主総会の権限に属する行為による買収防衛策を採る権限を授権することができる（同条 2 項。この場合も、取締役が行為を行う場合には監査役会の同意が必要である。）。

これに対し、EU 指令の国内法化に基づく中立義務では、取締役及び監査役会は、公開買付けの意思決定が公表された後は公開買付けの成功を妨げる行為をすることができないが、①公開買付けの意思決定公表後に株主総会が授権した行為、②通常の業務運営の範囲内の行為、③公開買付けの意思決定公表前に決定されており、部分的に実行された決定事項の実現のために行われるもの、④ホワイトナイトの模索は行うことができるとされている（買収法 33 条 a）。もっとも、当該規定の適用は、対象会社が定款で選択することができるにとどまり、実際には当該規定の適用を選択している会社はほとんどないようである。

以上のように、買収法に基づく義務は、公開買付けの意思決定公表後の行為を対象にしているため、米国型のライツ・プランのように、公開買付けの公表後に取締役等が新たな行為を行う必要がない買収防衛策については、これを採用することも買収法上は不可能ではないように思われるが、株式法の規定により採用することは非常に困難であるとのことであった。

(b) ブレイク・スルー・ルール

EU 指令の国内法化として、①公開買付けの応募期間の間は、株式の譲渡制限は買付者に適用されないこと（買収法 33 条 b 第 2 項 1 号）、②応募期間の間は、買収防衛策について決議する株主総会において、議決権拘束契約は効力を持たず、複数議決権株式は 1 票の権限を有するに過ぎないこと（同項 2 号）、③定款変更や役員選任のための最初の総会においては、議決権拘束契約は効力を持たず、複数議決権株式は 1 票の権限を有するに過ぎないこと（同項 3 号）を内容とする規定が設けられているが、当該規定の適用は、対象会社が定款で選択することができるにとどまり（買収法 33 条 b 第 1 項）、実例はほとんどないようである。

(c) 相互性の原則

EU 指令に基づく中立義務又はブレイク・スルー・ルールを採用することを決議する株主総会は、買付者又は買付者の支配企業が同様の規制に服するものでない場合には対象会社においても当該規定を適用しない旨の留保（相互性の留保）を規定しているが（買収法 33 条 c）²⁴、上記のとおり EU 指令に基づく中立義務及びブレイク・スルー・ルールを採用している会社がほとんどないことからすれば、意義は大きくないと考えられる。

e. 競合する公開買付けに関する規定

ドイツにおいては、公開買付けが競合した場合を想定した規定はあるものの、その内容は、当初の公開買付けの期間が、競合する公開買付けの終了後まで延長されること、競合する公開買付けの公開買付文書が公表される前に当初の公開買付けに応募した株主は、応募を取り消すことができることにとどまっている（買収法 22 条）²⁵。

かかる規定の内容からは、公開買付けが競合した場合、基本的には、いずれの公開買付けも並行して行われていくことが想定されていると考えられる。

f. スクイズ・アウト／セル・アウトに関する規定²⁶

(a) スクイズ・アウト

支配獲得のための公開買付け及び義務的公開買付けのいずれかを行った後に、議決権割合の 95%以上を保有する買付者は²⁷、公開買付けの終了から 3 か月以内に裁判所に申し立てることにより、相当な代償と引換えに、残存する株主から強制的に株式を取得することができる（買収法 39 条 a 第 1 項・4 項）。

この場合の代償は、少なくとも支配獲得のための公開買付け又は義務的公開買付けの際の対価に相応するものでなければならず、また、常に現金を選択的な代償として含めなければならない（同条 3 項 1 文・2 文）。なお、買付者が、公開買付けによって、買付対象となっている株式（すなわち、買付者等が既に所有しているため買付対象とならない株式等以外の株式）の 90%以上の株式を取得した場

²⁴ 相互性の原則により EU 指令に基づく中立義務が適用されない場合、買収法 33 条の従前からの中立義務が適用される（買収法 33 条 c 第 1 項）。

²⁵ 後述するとおり、フランスにおいては、より詳細な規定が設けられている。

²⁶ ドイツにおけるスクイズ・アウトには、株式法に基づくものと買収法に基づくものがあるが、ここでは、買収法に基づくスクイズ・アウトについて記述している。

²⁷ 95%の要件を公開買付けによって満たすことが要求されているわけではない。

合には、当該公開買付けの対価は相当な代償とみなされる（同項 3 文）²⁸。

(b) セル・アウト

支配獲得のための公開買付け又は義務的公開買付けが行われた後に、買付者が議決権割合の 95%以上を有することとなった場合、公開買付けに応募しなかった株主は、当該買付者に対して、公開買付け期間の終了から 3 か月間、さらに公開買付けに応募することができる（買収法 39 条 c）。

g. 従業員²⁹に関する規定

(a) 情報の提供等

買付者は、従業員に関する情報として、公開買付文書に、従業員及び雇用条件の重大な変更に関して買付者が有している計画を記載しなければならず（買収法 11 条 2 項 2 文 2 号）、対象会社は、買付者から提出された公開買付文書を事業所委員会³⁰に対して（事業所委員会がない場合は直接従業員に対して）通知しなければならない（買収法 14 条 4 項 3 文）。

また、対象会社の取締役（Vorstand）及び監査役会（Aufsichtsrat）は、買付けに対する意見表明において、労働条件等について公開買付けが成功した場合に見込まれる効果等に言及しなければならない（買収法 27 条 1 項）³¹ほか、対象会社の事業所委員会（事業所委員会がない場合は従業員）から買付けに対する意見表明が送付された場合は、これを対象会社取締役の意見表明に添付しなければならないこととされている（買収法 27 条 2 項）。

なお、対象会社の従業員は、買収法に基づく情報提供を受けるほか、事業所組織法に基づいても情報提供を受ける。すなわち、対象会社の使用者は、支配権取得に結びつく買収について、潜在的な取

²⁸ 公開買付けにより、その対象となる株式の 90%以上を取得できなかった場合は、スクイズ・アウトを行うに先立ち、代償が相当であることを担保するために企業価値評価を行うことになるが、現実的には、そのようなことは困難であるとの指摘があった。

²⁹ ドイツ法上では「労働者」（Arbeitnehmer）という概念が用いられているが、本報告書では、日本語の文脈における語感等の観点から「従業員」と表記する。

³⁰ 事業所委員会とは、事業所組織法に基づいて、従業員 5 人以上の事業所ごとに設置される組織であり、委員は、従業員の中から従業員によって選出される。

³¹ なお、買収法自体は従業員保護を直接の目的とした法律ではないにもかかわらず、買収法においてこれらの情報開示が規定されているのは、①従業員に対して重要な情報を開示する仕組みがトレンドであるという政治的な理由に基づく、②労働条件は、企業の成長性に関わるものとして、株主に対する情報としての意味があるとの考え方に基づくとの指摘があった。

得者及び対象会社の将来的な営業活動に関する当該取得者の意図並びにそれによって生じる従業員への影響の記載を含む必要な資料を提示の上、適時かつ包括的に、経済委員会³²に対して（経済委員会がない場合は事業所委員会に対して）情報を提供しなければならない、経済委員会はこの情報を事業所委員会に提供する（事業所組織法 106 条 2 項・3 項 9a 号、109a 条）³³。

(b) その他

ドイツにおいては、共同決定法に基づき、従業員が 2,000 人を超える会社では、監査役会の半数について株主が選解任に関与できない従業員代表の監査役員で構成されており、このことが国境を越えた M&A が活発化している近年において、敵対的な買収を抑止する効果をもたらすという指摘がある。すなわち、買収者はたとえ対象会社の支配を得たとしても、共同決定法上従業員代表の監査役員を入れ替えることができない。また、法律上会社を代表する機関の構成員（株式会社の場合は取締役³⁴）の選解任は監査役会の 3 分の 2 以上の賛成が必要とされている（共同決定法 31 条 2 項）ため、買収者が完全に経営権を握るためには公開買付けにより株式を買い占めるだけでは足りず、従業員の理解を得る必要が生じるのである。

h. 制裁に関する規定

義務的公開買付けの規定に違反して公開買付けを実施しない場合、公開買付けを実施するまでの間、買付者等に属する株式に係る権利は存在しないものとされる（買収法 59 条）³⁵。

また、義務的公開買付けの違反のほか、各種の公表義務の違反や中立義務などの買収防衛策に関連する規定の違反に対して、過料の規定が設けられている（買収法 60 条）。

このほか、義務的公開買付けの違反に対する対象会社株主の利息請

³² 経済委員会とは、事業所組織法に基づいて、100 人以上の従業員を有する事業所に設置される組織であり、経済的事項について使用者と協議し、事業所委員会に情報提供を行う（事業所組織法 106 条 1 項）。委員は、従業員の中から事業所委員会が指名する（事業所組織法 107 条 2 項）。

³³ 事業所組織法に基づく情報提供は、買収法に基づくそれとは異なり、労使協調モデルに依拠しつつ、従業員保護を直接の目的とする。

³⁴ 取締役は、株式会社の業務執行及び会社を代表する権限を有する（株式法 76 条、77 条、78 条）。

³⁵ 議決権に限られず、たとえば配当請求権などの自益権も存在しないものとされるが、配当及び残余財産分配に関する請求権については、違反が故意ではなく、事後に公開買付けが実施される場合にはこの規定の適用はないものとされる（買収法 59 条 2 文）。

求権（買収法 38 条）や公開買付文書の記載に関する損害賠償責任（買収法 12 条）なども広い意味での制裁に含まれると考えられる。

なお、イギリスの冷遇措置（Cold-Shouldering）³⁶のような制裁はないとのことであった。

i. 不服申立てに関する規定

BaFin の決定に対して不服がある場合には不服申立てを行うことができ、不服審査委員会において審査される（買収法 6 条・41 条 1 項）³⁷。

さらに、不服審査委員会の判断に不服がある場合にはフランクフルト上級裁判所に抗告を申し立てることができるが（買収法 48 条 1 項・2 項）、抗告が申し立てられた例は非常に少なく、多くの場合は、それ以前の段階で、BaFin との間で話し合いにより解決されるとのことであった。

3 制度の運用等

(1) 運用機関

ドイツにおける公開買付制度の運用は BaFin の証券監督・資産管理局（Securities Supervision/Asset Management）の WA1 部（Department WA1）WA16 課（Section WA16）が担当している³⁸。

なお、イギリスのパネルのような制度については、①ドイツではイギリスにおける冷遇措置（cold-shouldering）のようなものがないため、パネルを設置しても（イギリスにおけるような）権威を与えることはできないと考えられたこと、②ドイツでは、憲法上、全ての決定が裁判で救済可能なように制度を設計しなければならないが、パネルの決定を裁判においてどのように取り扱うかという問題があったことから³⁹、最終的には採用に至らなかったようである。

³⁶ 英国 M&A 制度研究会「英国 M&A 制度研究会報告書」17 頁（2009 年）。

³⁷ 不服申立ては、法律の施行直後は複数あったものの、近年は何年間も事例はないとのことであった。

³⁸ 同課は、事務的な業務を行う職員を含めて 10 名程度とのことであった。

³⁹ イギリスにおいて、パネルによる運用が機能する一因は、裁判所がパネルの判断を基本的には尊重し、これに介入しないスタンスを採っている（英国 M&A 制度研究会「英国 M&A 制度研究会報告書」15 頁（2009 年））ことにあると考えられ、この点を踏まえたものと思われる。

(2) 運用の実際

BaFin による公開買付制度の運用は、義務的公開買付けの免除に関しては柔軟な運用がなされている一方、その他の点については、法令上裁量の余地が小さいため、個別事案ごとの柔軟な対応はなされていないとの指摘があった。

Ⅲ フランスの M&A 制度——公開買付制度を中心に——

1 法体系

フランスの公開買付制度は、通貨金融法典 (Code monétaire et financier) L433-1 条から L433-4 条にその大枠が規定され、これらの規定の委任を受けた AMF の一般規則 (Règlement Général de L'autorité des Marchés Financiers 以下、単に「一般規則」という。) 第 2 分冊 (Livre II) 第 3 章において、その詳細が規定されている⁴⁰。

このほか、商法典 (Code de commerce) や労働法典等、複数の法令に関連する規定が存在するが、このように単独の法律ではなく、複数の法令に跨って規定が存在するのは、フランスでは、法令は取引 (オペレーション) のタイプごとに分けられるのではなく、各ソース (法典) の適用範囲ごとに分けられているためであり、これにより、各当事者が、個別のソース (法典) の中に、自己に関係する規則を見つけることを可能にしているとされる。

2 制度の内容⁴¹

(1) 概要

一般規則第 2 分冊第 3 章の構成は、まず、公開買付け全般に関するルールについて規定され (第 I 節)、その次に、公開買付けの手続について、通常の手続 (第 II 節) と一定の場合に認められる簡素な手続 (第 III 節) に分けて規定されている。さらにその後、義務として公開買付けを行わなければならない要件及びその場合の公開買付け (以下、Ⅲにおいて「義務的公開買付け」という。) に特有のルールが規定されている (第 IV 節)⁴²。このように、フランスにおいては、公開買付けには、義務的公開買付けと義務ではない公開買付け (以下「任意的公開買付け」という。) とが存在する⁴³。任意的公開買付けは、それによらずに資本証券又は議決

⁴⁰ 第 6 章にも関連する規定が存在する。

⁴¹ 法令の引用は、基本的に、2009 年末時点の法令に基づいている。

⁴² さらに、義務的な買付けの一形態であるスタンディング・マーケット・オファーに関する規定 (第 V 節)、退出のための公開買付けに関する規定 (第 VI 節)、少数株主の締出し (スクイズ・アウト) に関する規定 (第 VII 節)、債権証券を対象とする公開買付けに関する規定 (第 VIII 節) と続く。

⁴³ 義務的公開買付けと任意的公開買付けの相違としては、義務的公開買付け及び任意的公開買付けのいずれにおいても、全部買付義務や AMF の審査に関する規定が適用される点は共通しているものの、義務的公開買付けにおいては、最低取得割合を定めることができないということ (一般規則 234-2 条 2 項) や最低価格規制 (後述 (3) d.参照) が適用される

権を 3 分の 1 を超えて所有することとなった場合には義務的公開買付けを行わなければならないとされているからこそ行われるという側面もあると考えられるため⁴⁴、実際にどのような場合に公開買付けが行われるかということに関しては、義務的公開買付けの範囲が重要であると考えられる。

そこで、以下では、まず、義務的公開買付けの範囲について記述する。その上で、義務的公開買付けに特有のものも含め、公開買付けに関するルールのうち重要なものについて記述する。

(2) 義務的公開買付け

a. 趣旨

義務的公開買付けの趣旨は、対象会社の支配が獲得された場合（分散保有状態から新たに支配が獲得された場合のほか支配株主から支配が移転した場合を含む。）は、会社と株主⁴⁵の間の「会社契約（*contrat social*）」の根本的な変更となるため、株主に退出の機会を付与することにあるとされる。

b. 要件

次の場合に、義務的公開買付けの対象となる。

- (a) 対象会社の資本証券⁴⁶又は議決権を 3 分の 1 を超えて所有することとなった場合（一般規則 234-2 条 1 項）
- (b) 対象会社の資本証券又は議決権を特定の会社が 3 分の 1 を超えて所有しており、かつ、それらが当該特定の会社の資産の主要部分を構成している場合において、当該特定の会社の経営支配を行った場合（一般規則 234-3 条 1 項）
- (c) 直接又は間接に対象会社の資本証券又は議決権を 3 分の 1 から半数所有している者が、12 か月間に資本証券又は議決権の数を

という点が異なる。

⁴⁴ EU 指令 5 条 2 項では「全ての有価証券保有者に対して保有者の全ての有価証券に呈示された任意買付けに基づいて、支配が獲得されたときは買付義務は負わない」とされており、実務上、任意的公開買付けを行ったことにより資本証券又は議決権を 3 分の 1 を超えて所有することとなった場合、義務的公開買付けの対象とならないものとして取り扱われているようである。

⁴⁵ 公開買付規制の対象となる有価証券は、資本又は議決権にアクセスすることができる資本証券であるが（一般規則 231-6 条）、以下では、説明の便宜のために、単に「株式」や「株主」といった表現を用いることがある。

⁴⁶ ここでは、議決権のある資本証券を意味する（一般規則 234-1 条参照）。

2%以上増加させた場合（一般規則 234-5 条）⁴⁷

これらの場合に義務が生じるタイミングは、ドイツと同様に、これらの場合のいずれかに該当した後である。

また、ドイツと同様に、任意的公開買付けにより義務的公開買付けの要件を満たした場合は、義務的公開買付けの対象とならない。一方、ドイツと異なり、対象会社の資本証券又は議決権を 3 分の 1 から半数所有するに至った際に義務的公開買付けを行った者又は義務的公開買付けの免除事由に該当し、免除された者（任意的公開買付けにより対象会社の資本証券又は議決権を 3 分の 1 から半数所有するに至った場合を含む）が追加的に株式を取得した場合は、（当該追加取得が任意的公開買付けにより行われたものでない限り）上記(c)の要件に従い、義務的公開買付けの対象となる。

市場内外の買付けに限らず、新規発行による取得、現物配当のような意思に基づかない取得⁴⁸、他者と対象会社の議決権行使について合意するなど協調行為⁴⁹を構成するような合意を行うことにより、当該他者と合算して議決権が 3 分の 1 を超えるような場合⁵⁰も義務的公開買付けの対象となる点はドイツと同様である。

c. 適用除外

義務的公開買付けの要件に該当する場合であっても、AMF は、買付者が一般規則 234-9 条に列挙された要件の 1 つを満たしていることを証明する場合は、義務を免除することができる（一般規則 234-8 条 1 項）⁵¹。

一般規則 234-9 条には、①自然人間の無償譲渡、出資者の権利に比

⁴⁷ 以前に資本証券又は議決権の過半数を所有していたが、会社が実施した資本取引の結果希釈化により半数以下になった株主に適用される事例が多く、稀に、株主が以前に 3 分の 1 の閾値を超過したが、AMF から適用除外が認められていたという場合があるようである。

⁴⁸ もっとも、配当そのものは免除の対象となり得るとされる（一般規則 234-9 条 1 号参照）。

⁴⁹ 会社に対する政策を実施するために、議決権の取得若しくは譲渡又は議決権の行使を目的として合意を締結した者（商法典 L233-10 条）や対象会社の経営支配を獲得することを目的とする公開買付けの買付者と合意した者（商法典 L233-10-1 条）は協同で行動するものとみなされ、一般規則の適用を受ける（一般規則 231-1 条 1 項）。

⁵⁰ この場合、両者が連帯して義務的公開買付けの対象となるが、ドイツと同様に、一方が公開買付けを実施することにより、他方は義務を免除されるという取扱いがなされているようである。

⁵¹ また、資本証券又は議決権が 3 分の 1 を超える場合であっても、その割合が 3%未満であり、かつ、3 分の 1 を超える期間が 6 か月以内である場合には、AMF は義務を免除することができる（一般規則 234-4 条）等の定めがある。

例した法人による資産の配分、②財務的に困難な状況にあることが明白である会社の増資の引受け（株主総会の承認を得たもの）、③株主総会の承認を得た合併等、④株主総会の承認を得た合併等と協調行為に関する合意の組合せ、⑤対象会社の既存の資本証券又は議決権総数の削減、⑥免除の申請者（買付者）又は第三者が対象会社の議決権の過半数を所有している場合、⑦同一グループ内に属する会社間の再配置という、ドイツと似たような事由が列挙されている。

もともと、AMF は、当該列挙事由に該当する場合であっても免除しないことがある。しかし、その場合には、AMF は決定の理由について詳細に説明しなければならない、当該決定はパリ控訴院に対する不服申立ての対象となりうる。

一般規則 234-9 条に列挙された事由はかなり限定的であるが、ドイツと同様に、例えば、事業提携等のビジネス上の目的を理由にした免除や売主側の事情（例えば、売主側の資金繰りの悪化）に基づく免除といったものも認められないようである。

（3）公開買付けに関するその他の規定の内容

a. 全部買付義務

公開買付け全般について、資本又は議決権にアクセスできる資本証券すべてを対象に公開買付けを行い、応募があったすべての資本証券を買い付けなければならない（一般規則 231-6 条）。

簡素手続によることができる場合（一般規則 233-1 条）のうち、一定の場合については例外が認められているが（一般規則 231-6 条参照）、10%以下の議決権の獲得を目的とする場合など非常に限定的なものであり、例えば、事業提携等のビジネス上の目的を理由にした例外は一切認められていない。

かかる規制は公開買付け全般に適用されるため、義務的公開買付けの要件と合わせると、結局、対象会社の資本証券又は議決権を 3 分の 1 を超えて所有しようとする者は、いずれにしても、すべての資本又は議決権にアクセスできる資本証券に対してオファーを行い、応募があったすべての資本証券を取得しなければならないということになる。

もともと、イギリスと異なり、50%超の議決権を取得しなければ当該公開買付けに基づいて取得を行うことはできないという規制はないため、公開買付けが行われたものの、結果として 3 分の 1～50%の範囲で資本証券又は議決権を保有する結果になるということもあり得る

⁵²ことはドイツと同様である。もっとも、このような場合に、継続する12か月間に資本証券又は議決権の数を2%以上増加させる場合には、買付者は後で義務的公開買付けの対象となる。

b. 潜在的な買付者の公表に関する規制

買付けを行おうとする者が自ら公開買付けの意図を公表する前であっても、AMFは、対象会社の市場株価や出来高に異常な変動が見られる場合には、公開買付けを準備していると合理的に認められる者に対して、その意図を公表するように要請することができる（通貨金融法典L433-1V、一般規則223-32～223-35条）。

この規制は、2006年夏に、フランスの代表的な企業の1つであるDanoneに対して買付けの噂があったことを契機として導入されたものようであるが、イギリスにもこれと同様の規制があり（Takeover Code Rule2.2(d)、他方、ドイツにはこのような規制はない）。

c. AMFの審査に関する規定

フランスにおいては、公開買付けを行うにあたり、まず、公開買付案をAMFに対して提出する必要がある、それをAMFが審査し、法令への適合性を宣言することにより公開買付けを行うことができるとされており（一般規則231-20条以下参照）、事前審査制が採用されている。

AMFの審査には大きく分けて2つの意味合いがあり、1つは、最低価格に関する規制を遵守しているかどうか等、法令のルールを遵守しているかどうかの審査をする。もう1つは、買付者等によって提供される情報の内容が十分なものとなっているかどうかという点である。

AMFの審査は、実務上は、買付者自身及びそのアドバイザー（弁護士及び銀行）のみならず、対象会社側（対象会社経営陣及びそのアドバイザーの他、対象会社の労働組合や少数株主保護団体）との間で質問や回答を頻繁にやり取りすることにより行われ、必要があれば面談が行われる。AMFには追加情報を要求する権限があるところ（一般規則231-20条Ⅲ）、AMFは、公開買付文書が不正確な記載を含んでいる場合や、記載の意味が不明であると判断した場合にこのような要求を

⁵² 例えば、2008年にフランスで実施された通常の公開買付け（簡素手続等を除く）の件数は8件であるところ（AMF annual report 2008）、公開買付けの結果、買付者の議決権比率が3分の1～50%で止まったケースは0件であり、買付者の議決権比率は80%台から90%台に分布しているが、買付者がスクイーズ・アウトした6件以外は、対象会社の上場は維持されている。

行うものとされ、通常はすべての公開買付案が、このような要求の対象となるということである。

不適合の決定はそれほど頻繁にあるわけではなく、年間1~2件というところのようであるが、これは、公開買付案の提出前及び公開買付案の審査の中で、AMFと当事者間で頻繁なやり取りが行われ、場合によっては公開買付案の提出自体が取りやめられたり、法令への適合性が高い内容に変更されたりすることがあるからであると考えられる。

d. 対価に関する規制

(a) 対価の種類に関する規制

フランスの公開買付けにおいては、金銭又は有価証券を対価とすることができるが、有価証券を対価とする場合において、当該有価証券が、一定の流動性が高い証券⁵³でない場合は、現金を選択的な対価に含めなければならない（一般規則 231-8 条 2 項）。

また、買付者等が公開買付案の提出前12か月以内に5%超の資本又は議決権を付与する証券を金銭により取得している場合にも、現金を選択的な対価に含めなければならない（同条 3 項）。

以上は、公開買付け全般に共通する規制である。

(b) 最低価格規制

以上に加え、義務的公開買付けの場合には、公開買付価格は、買付者等が公開買付案の提出前12か月以内に支払った最高額以上に相当するものでなければならない（一般規則 234-6 条 1 項）。

ただし、AMFは、対象会社の財務状況又は市場の状況が極端に変動した場合及び公開買付案提出前12か月間の株式の取引価格が付帯取引に影響されている場合に、価格の変更を要請又は許可することができる（同条 2 項）。このため、AMFは、付帯取引の有無についても審査を行うことができる。

任意的公開買付けには、このような最低価格規制の明文はないが、その場合でも、公開買付一般について、株主間の平等性を害するような利害衝突が対象会社において生じる可能性がある場合⁵⁴には、価格が適合性審査の対象となるとされているため（一般規則 231-21 条

⁵³ 正確には、欧州共同体加盟国又は欧州経済領域協定締結国の規制市場で取引が許されている流動性の高い証券。

⁵⁴ 友好的な買収においては、買付者と対象会社の経営陣の間で何らかの合意がなされている等、潜在的に対象会社の経営陣と株主との間に利害衝突が生じる可能性があるため、任意的公開買付けであっても、多くの場合、AMFは価格に対する審査を行うことが可能であるとの指摘もあった。

1 項 5 号)、AMF は、任意的公開買付けにおいても、株主の平等性の観点から、価格の審査を行うことができる。

(c) スクイズ・アウトの場面における対価に関する規制

上記の最低価格規制は、買付者等が公開買付案の提出前 12 か月以内に支払った最高額を基準とする点で、ある程度形式的な基準により判断されるものであるといえるが、公開買付後にスクイズ・アウトが予定されている場合には、公開買付価格及びスクイズ・アウトの対価が対象会社の価値を反映しているかどうかという実質的な基準により価格の適合性が判断されるようである⁵⁵。

(d) 事後の規制

イギリスやドイツにおいては、公開買付けの終了後一定期間内に、公開買付価格よりも有利な条件でさらに買付けを行うことを制限する規制があるが (Takeover Code Rule35.3⁵⁶、買収法 31 条 5 項)、フランスにはこのような規制はない。

e. 買付けに要する資金の証明に関する規制

フランスにおいては、イギリスやドイツと異なり、金融機関が、公開買付けの対価の支払いに必要な資金の確保について個別に証明する制度はない。また、AMF 自体も、買付者の資金調達方法等については、公開買付文書に記載されているかどうか等についての審査は行うものの、資金調達方法の内容の審査は行わない。

しかし、公開買付けに際して、AMF に対して公開買付案を提出するには、買付者の代理機関 (銀行又は有価証券のボートディール (bought deal) の認可を受けている金融仲介業者であることが要件となる) に

⁵⁵ 退出のための公開買付け (一般規則 236-1・236-3 条) に続いてスクイズ・アウトを行う場合 (一般規則 237-1 条)、公開買付案の提出の際に、スクイズ・アウトを行うか否か又は決定を留保するかを AMF に通知しなければならず (一般規則 237-2 条 1 項)、スクイズ・アウトを行うこととした場合には、AMF は、スクイズ・アウトを行うことも含めて、退出のための公開買付けが法令に適合するものであるかを審査する (一般規則 237-2 条 3 項)。決定を留保した場合はスクイズ・アウトについてあらかじめ AMF の審査を受ける (一般規則 237-8 条)。また、通常の公開買付けに続いてスクイズ・アウトを行う場合 (一般規則 237-14 条 1 項) でも、公開買付案の提出に際し、スクイズ・アウトを行うか否か又は決定を留保するかを AMF に通知しなければならず (一般規則 237-15 条)、スクイズ・アウトを行うこととした場合には、AMF はスクイズ・アウトの対価を含めて公開買付けの条件等を審査する。決定を留保した場合には、スクイズ・アウトについて改めて AMF の審査を受けなければならない (一般規則 237-16 条 I 第 1 号)。

⁵⁶ イギリスにおいては、パネルの同意がある場合を除き、対象会社の総議決権の 50% 超を保有する買付者は、公開買付終了から 6 か月間に当該公開買付価格よりも有利な条件でさらに買付けを行うことはできない。

よって、買付者の誓約の内容と不可撤回性が保証されなければならないとされており（一般規則 231-13 条 I 第 2 項）⁵⁷、これにより、買付者が公開買付案に示された内容により買付けを行うことができない場合には、保証をした代理機関が代わりに履行する義務を負うことになるため、このことが、資金の確保に関する金融機関の証明と同様の機能を果たしている。

このように、代理機関は、買付者が公開買付案で示した内容により買付けを行うことができない場合には重大な責任を負うことになるため、自らのリスクをヘッジするために、買付者に対して、あらかじめ決済資金を現金で用意するか、別の銀行から保証を受けることを求めるようである⁵⁸。

フランスにおいては、これまで、代理機関が、買付者に代わって義務を履行しなければならない事態が生じたことはないとのことであった。

f. 買収防衛策に関する規制

(a) 中立義務

フランスは、EU 指令の国内法化（2006 年）として、商法典に中立義務に関する規定を設けており、公開買付期間中、対象会社の取締役会等は、ホワイトナイトの模索を除き、買付けを失敗させる可能性のある行為⁵⁹を行うには、株主総会の事前の承認を必要とする（L233-32 条 I）。

また、L233-32Ⅲ第 1 項は、公開買付期間前に、買付けを失敗させるような措置について株主総会が授権していた場合、ホワイトナイトの模索の授権を除いて、その授権は公開買付期間中は停止されるものとし、同 2 項は、公開買付期間前に取締役会、監査役会、執行役会、社長又は副社長が決定し、完全に又は部分的に実施されていない、会社の活動の通常の流れに沿っていない行為がある場合は、株主総会の承認又は追認が必要となると規定する。

⁵⁷ これとは別に、代理機関は、情報の正確さを保証する必要があるなど（一般規則 231-18 条 3 項）、非常に重要な役割を担っている。

⁵⁸ 例えば、ファンドが、公開買付けの終了後に投資家から資金を調達する場合などにおいて、銀行等が、別の銀行の保証がない場合でも代理機関となる場合もあるが、そのような場合は非常に稀であるとのことであった。

⁵⁹ 買付者が、オファーの提出時にその措置が行われることを知っていたとしたら抑止力として働いてオファーを出さなかったといえるような措置であるかということが 1 つの判断方法としてあるようである。そのような観点から、例えば、重要な資産の譲渡等もこれに該当し得るようである。

この 2 項の規定により、米国型ライツ・プランのように、公開買付開始前に導入された措置で、公開買付開始後は会社による特段の行為を要しない場合であっても、株主総会の承認又は追認が必要になると解釈されるようである。

(b) 相互性の原則

中立義務に関する規定（L233-32 条）の適用を受けるのは、買付者が同等の規定の適用を受ける場合に限られ、買付者が同等の規定の適用を受けない場合には L233-32 条は適用されない（L233-33 条 1 項）⁶⁰。ただし、これにより L233-32 条の適用を受けない場合であっても、取締役会等により講じられる措置は、公開買付けの前 18 か月以内に総会において許可されていなければならない（L233-33 条 2 項）。

(c) 新株引受権を用いたポイズン・ピル (bons Breton)

フランスは、EU 指令の国内法化に伴い、商法典 L233-32 条 II に新株引受権を用いたポイズン・ピルを定めている。

これは、公開買付け成功後に優先的価格で行使できる新株引受権証券（BSA）を、公開買付期間満了前における全株主を対象として発行するものである。そして、公開買付けに応募された株式については、公開買付期間満了前にはまだ決済されない（一般規則 232-3 条 2 項）以上、買付者ではなく応募株主に BSA が付与されるため、買付者が公開買付けを成功させても、BSA が行使されると、買収者の持株比率が希釈化されるとともに、経済的な損害を被るという仕組みである⁶¹。かかる BSA の発行は、原則として株主総会の普通決議を要するが、株主総会は、この権限を取締役会又は執行役会に委譲することができる（BSA の発行数の上限を定めて行わなければならない。行使価格や行使条件の決定も授権できる。）。

もともと、BSA の発行は、公開買付けを失敗させる可能性のある

⁶⁰ 例えば、米国のデラウェア州の会社が買付者である場合、具体的な当該会社がポイズン・ピルを発行していなくても、州法上中立性の原則が課されておらず、買収防衛策を採ることが可能であるから L233-32 条の適用はないという解釈になるようである。また、買付者がフランスの上場会社であったとしても、株式の過半数を単独の親会社が保有している場合には、当該親会社の意思決定により（対象会社の株主総会決議を行って、中立性の原則の例外として）買収防衛策を採ることが可能であることから、L233-32 条の適用はないとの解釈になるようである。

⁶¹ BSA が発行された場合、買付者は公開買付価格を引き下げることが認められないだろうということであった。その実質的な理由は、この規定は、一定の場合には適法に買収を阻止することができるようにするために導入されたものであるところ、価格の引下げを認めてしまえば、ポイズン・ピルとしてのメカニズムを維持できないからであるとのことであった。

措置であるため、原則として中立義務の対象となり、公開買付期間中は、取締役会又は執行役会への権限の委譲は中断される（株主総会決議を得て行う必要がある）が、相互性の原則により対象会社役員に中立義務が適用されない場合には、総会の授権に基づき取締役会限りで発行することができる。この場合の授権は、公開買付けに先立つ 18 か月間以内に行われたものでなくてはならない。

CAC40 に上場する会社のうち 7 つの会社が実際にかかる買収防衛策の事前授権を行っているとのことであった。

(d) ブレイク・スルー・ルール

EU 指令 11 条の国内法化として、定款による株式譲渡制限や最大議決権数の制限は買付者との関係で効力を有しないこととされる（商法典 L233-34 条・L225-125 条 2 項、一般規則 231-54 条）。

一方、契約による株式譲渡制限、議決権行使の制限、役員選解任の特別権については、対象会社が定款でブレイク・スルーするかどうか選択することができるにとどまっている（商法典 L233-35 条～L233-39 条、一般規則 231-55 条・231-56 条）。

g. 競合する公開買付けに関する規定

フランスにおいては、公開買付けが競合する場合に関する規定が比較的詳細に定められている⁶²。

まず、競合する公開買付けが公表された場合、買付者は、公開買付けを撤回することができるものとされる（一般規則 232-11 条）。

また、原則として、競合する公開買付けにおける買付価格（又は競合する公開買付けに対する当初の公開買付けの価格の引上げ）は、当初の公開買付け（又は競合する公開買付け）に対して 2%以上高くなければならないとされる（一般規則 232-7 条 1 項）。

さらに、公開買付けの開始の発表から 10 週間以上経過した後は、AMF が、買付価格の引上げの期限を定めることができ、最終の買付価格引上げとして、両者同時に引上げ額を提示させることもできる（一般規則 232-12 条・232-13 条）⁶³。

これらの規定からは、公開買付けが競合する場合、基本的には公開買付価格によってその優劣が定まるという考え方を採っているようにも見受けられる。

⁶² 現実に公開買付けが競合する場合が多くあるというわけでは必ずしもなく、2005 年以降は 2008 年の Wavecom 社のケースのみであるとのことであった。

⁶³ なお、イギリスのように、競合する買付者に対する情報提供の平等性に関するルール（Takeover Code Rule20.2 参照）はない。

h. スクイズ・アウト／セル・アウトに関する規定

(a) セル・アウト

会社の議決権の 95%以上を有する株主がいる場合、少数株主は、当該大株主に対して退出のための公開買付けを命じるように、AMF に要請することができる（一般規則 236-1 条）。AMF が当該要請を検証し、これを受理可能であると宣言した場合、大株主は、退出のための公開買付けを行わなければならない（同条 3 項）。これにより、少数株主に残存株式を売却する機会が与えられるため、いわゆるセル・アウトの権利と同様の効果を有することとなる。

以上の場合に加え、会社を経営支配する自然人又は法人は、定款の大幅な変更等の会社に重大な影響を及ぼし得る行為を行う場合には AMF に通知しなければならない。通知を受けた AMF は、当該行為による株主への影響を審査し、退出のための公開買付けを命じることがある（一般規則 236-6 条 1 項・2 項）。

(b) スクイズ・アウト

前述の場合に加え、議決権の 95%以上を保有する株主は、退出のための公開買付案を自ら提出することもできる（一般規則 236-3 条・236-4 条）が、退出のための公開買付けを行った買付者は、公開買付けに応募がなかった 5%未満の残存株式を対価と引換えに強制的に取得することができる。前述のとおり、退出のための公開買付案の提出の際、買付者はスクイズ・アウトを行うか否か又は決定を留保するかを AMF に通知しなければならない（一般規則 237-2 条 1 項）、スクイズ・アウトを行う旨の通知をした場合、AMF は、スクイズ・アウトを行うことも含めて、退出のための公開買付けが法令に適合するものであるかを審査する（一般規則 237-2 条 3 項）。決定を留保した場合はスクイズ・アウトについてあらためて AMF の審査を受ける（一般規則 237-8 条）。

また、あらゆる公開買付けの終了日から 3 か月以内に、少数株主により応募が行われなかった株式が資本及び議決権の 5%未満に該当する場合、買付者は、公開買付けに応募がなかった 5%未満の残存株式を対価と引換えに強制的に取得することができる（一般規則 237-14 条）。前述のとおり、公開買付案提出の際、買付者は、公開買付けに続いてスクイズ・アウトを行うか否か、又は決定を留保するかを AMF に通知しなければならない（一般規則 237-15 条）、スクイズ・アウトを行う旨の通知をした場合には、AMF はスクイズ・アウトの対価を含めて公開買付けの条件等を審査する。決定を留保し

た場合、スクイーズ・アウトについてあらためて AMF の審査を受ける(一般規則 237-16 条 I)。

i. 従業員に関する規定

(a) 情報の提供等

買付者及び対象会社の使用者は、公開買付けに関して、各々の企業委員会へ情報提供をしなければならない(労働法典 L2323-21 条)⁶⁴。

また、買付者は、従業員に関する情報として、公開買付文書に雇用に関する意図(特に、従業員の数と構造に関する予期できる変化)を記載しなければならない(一般規則 231-18 条 1 項 4 号)、対象会社は、回答文書において、買付け及びその結果が従業員に対してもたらす利益についての意見を記載しなければならない(一般規則 231-19 条 1 項 4 号)⁶⁵。

さらに、対象会社の企業委員会は買付者の見解の聴取を行うことができ(労働法典 L2323-23 条)、企業委員会がかかる聴取のために買付者を呼び出したにも関わらず買付者が出席しない場合には、買付者は呼び出しに応じるまで対象会社の議決権を行使することができない(労働法典 L2323-24 条)。

(b) その他

50 人以上の従業員を有する会社では企業委員会を設置することとされており(労働法典 L2323-1 条)、会社は企業委員会の代表を取締役会(又は監査役会)に出席させなくてはならず、企業委員会の代表は、取締役会(監査役会)において意見を述べることができる(但し、議決権はない。労働法典 L2323-62 条)。

また、使用者が、企業の管理・運営、組織変更、労働条件、新技術の導入、研究開発、教育訓練などに関する重要な決定を行う場合には、それに先立って、企業委員会に情報を提供し、諮問を行う義務があり(労働法典 L2323-2 条以下)⁶⁶、その際、企業委員会は意

⁶⁴ 労働法典に基づく従業員の関与は、一般規則に基づくそれとは異なり、従業員保護を直接の目的とする(労働法典 L2323-1 条)。

⁶⁵ なお、ドイツの場合と同様に、これらの情報提供は従業員が会社の株主である場合を除いては、従業員の保護を直接の目的としたものではなく、(公開買付けに応募しない)株主や、買付けのメリットを評価しなければならない経営陣等に対する情報としての意義を有するとのことであった。

⁶⁶ ただし、公開買付申込みの決定に関しては、買付者の使用者は、事前に諮問する義務はなく、買付申込みの発表から 2 営業日以内に企業委員会を開催することとされている(労働法典 L2323-25 条)。

見と勧告を述べることができる（労働法典 L2323-3 条 1 項）。

このような従業員の経営関与が、買収を行うか否かの判断に対して事実上影響を与えることが考えられる⁶⁷。

しかし、この場合において、企業委員会は、取締役会（監査役会）の議決権や使用者の決定に対する拒否権を有するわけではないため、ドイツと比較して、その影響力は限定的なものにとどまると考えられる。

j. 制裁に関する規定

(a) 議決権の剥奪

義務的公開買付けに違反して閾値を超える議決権を取得した場合、当該買付者は、公開買付案を提出するまで超過分の議決権を有しないものとされる（通貨金融法典 L433-3 条 I）⁶⁸。

(b) 公開買付開始命令

義務的公開買付けを行わない者に対して、AMF は直接に公開買付開始命令を出すことができるだけでなく、通貨金融法典 L621-14 条 II に規定される命令手続として、パリ大審裁判所所長に対し、違反者に公開買付案の提出を求め、これに違反した場合には罰金強制（*astreinte*）⁶⁹を課す旨の命令を求めることができる⁷⁰。

k. 不服申立てに関する規定

AMF の決定に対しては、パリ控訴院に取消しの申立てをすることができ、パリ控訴院は、AMF の決定を取り消すことができる⁷¹。

⁶⁷ なお、フランスにおいては、従業員が株式を 3%以上保有している会社では従業員株主代表取締役が置かれ、その他、元国営会社などでは従業員代表取締役を置かれていることがあるが、取締役会の少数派にとどまるため、多数決を伴う意思決定の局面では影響力に乏しく、現実には従業員が買収の成否そのものに及ぼす影響は軽微であると考えられている。

⁶⁸ 議決権以外の権利については、商法典の領域にあり、AMF の権限外の問題ということのようである。

⁶⁹ 罰金強制（*astreinte*）とは、債務者に対し、当該債務を履行させることを目的とした強制的な措置である。

⁷⁰ 罰金の額は違反者の資力に応じ命令違反を抑止するに足る程度に設定される。直近の例として、2005 年 7 月に Roger Chamla 氏に Billon 社に対する公開買付開始命令が出された際には、1 日の遅延につき 3,000 ユーロの支払いが命じられた。

⁷¹ このパリ控訴院の権限には何らの制約もないとのことであった。これは、制度上も、また、事実上も何らの制約もないという趣旨であると推測される。例えば、イギリスの場合、パネルの特殊な性格、機能、その活動する市場、当該市場が求める時間的尺度、パネルの決定が有効であるとの前提に立って活動する第三者の立場を保護する必要性等の点から、事実上、裁判所がパネルの判断を基本的に尊重し、これに介入しないスタンスを取ってい

もともと、パリ控訴院による決定は、AMF に代わってパリ控訴院自身が新たな判断を下すものではなく、AMF の決定を取り消すものである。したがって、例えば、買付価格の法令適合性についてパリ控訴院が AMF の判断と異なる判断をした場合には、AMF の従前の決定が取り消され、AMF は、再度審査して決定を下すことになる。

パリ控訴院の決定に対して不服がある場合には、最高裁判所に相当する破毀院に上訴することができる。

3 制度の運用等

(1) 運用機関

フランスにおける公開買付制度の運用は AMF が行う。当事者との事前のコンサルテーション等、実務的な部分は、Direction des Emetteurs（発行者局）の一部門が担当しており⁷²、法令の適合性の決定は、AMF の理事会（collège）⁷³が下す。

なお、イギリスのパネルのような制度を導入することについては、あまり検討がなされていないようである。

(2) 運用の実際

AMF による制度の運用に対しては、例えば、法令に直接規定のない事態が生じた場合、AMF は非常に実用的で具体的な見解に基づいた判断をするため、当該判断の予測可能性が高いとの評価があった。

るが（英国 M&A 制度研究会「英国 M&A 制度研究会報告書」15 頁（2009 年））、フランスの場合はそういった事実上の制約もないようであった。

⁷² 公開買付けに関する規制を担当しているのは 4 名とのことであった。

⁷³ collège は、AMF 各部局の 17 名により構成される AMF の最高意思決定機関である。

IV おわりに

当研究会の研究対象であるドイツ及びフランスの公開買付制度、さらには、当研究会の前身である英国 M&A 制度研究会において研究対象としたイギリスの公開買付制度は、いずれも、会社の一定の割合の議決権（支配）を取得する者が現れ、又はその変更があった場合には、すべての株主にその持株の公正な売却の機会を与えることをその趣旨とするものであるという点で共通している。また、いずれも EU 指令に基礎を置くことから、制度の大きな枠組みも共通である。

一方で、その詳細に目を向けると、例えば、①一旦公開買付けが義務付けられる議決権割合に達した後の買増しに対する規制や②最低価格に関する規制といった部分については、若干の相違が見られるところ、これらの点は、一見細かくはあるが、上記の趣旨における「支配」や「売却の機会」の意義に関連し、制度の本質的部分に関わっている可能性もある。さらに、公開買付けが競合する場合の規制に関しても若干の差異があるが、この点は、特定の公開買付け（買収）の社会的意義（ないし価値）をどのように評価するか（公開買付価格にのみ意味があると考えるか、公開買付価格以外の要素にも意味があると考えるか。）という本質的な問題に関連している可能性がある。

これらの点に加え、各国の制度にどのような相違があるか、また、それらの相違が、何に由来し、あるいは、各国のどのような歴史的・文化的背景に基づくものであるのか、加えて、それらの相違が資本市場の機能や投資者の保護といった点に実際にどのような影響を及ぼすかについては、さらなる検討が必要であると考えられる。

(2010年7月26日現在)

座長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委員	阿部泰久	日本経済団体連合会経済基盤本部長
〃	上村達男	早稲田大学法学学術院長・法学部長
〃	大崎貞和	野村総合研究所研究創発センター主席研究員
〃	河村賢治	関東学院大学経済学部准教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	佐賀卓雄	日本証券経済研究所理事・主任研究員
〃	柴田拓美	野村ホールディングス株式会社執行役副社長兼 COO
〃	田中 亘	東京大学社会科学研究所准教授
〃	野田 博	一橋大学大学院法学研究科教授
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
〃	松井秀征	立教大学法学部・法務研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授
〃	柳川範之	東京大学大学院経済学研究科准教授
〃	渡辺宏之	早稲田大学法学学術院教授
オブザーバー	三井秀範	金融庁総務企画局企業開示課長
〃	河合芳光	法務省民事局参事官
〃	奈須野 太	経済産業省経済産業政策局産業組織課長
〃	平田公一	日本証券業協会常務執行役
〃	松崎裕之	東京証券取引所上場部長
〃	宮下 央	前金融庁総務企画局企業開示課専門官 (TMI 総合法律事務所弁護士)
〃	松井健児	前経済産業省産業組織課課長補佐
幹事	萬澤陽子	日本証券経済研究所研究員

(敬称略)

別紙2 ヨーロッパM&A制度研究会開催内容（※役職名は報告当時）

第1回（2009年8月21日）

「ドイツ現地調査質問項目について」

金融庁総務企画局企業開示課長 三井 秀範氏

金融庁総務企画局企業開示課専門官 宮下 央氏

第2回（2009年11月13日）

「ドイツ現地調査報告」

金融庁総務企画局企業開示課長 三井 秀範氏

経済産業省経済産業政策局産業組織課長 奈須野 太氏

金融庁総務企画局企業開示課専門官 宮下 央氏

経済産業省産業組織課課長補佐 松井 健児氏

経済産業省産業組織課課長補佐 田端 公美氏

東京大学大学院法学政治学研究科教授 藤田 友敬氏

立教大学法学部・法務研究科教授 松井 秀征氏

早稲田大学法学学術院教授 渡辺 宏之氏

第3回（2009年12月4日）

「フランス現地調査質問項目について」

金融庁総務企画局企業開示課長 三井 秀範氏

金融庁総務企画局企業開示課専門官 宮下 央氏

金融庁総務企画局企業開示課課長補佐 野崎 彰氏

第4回（2010年3月26日）

「フランス現地調査報告」

東京大学大学院法学政治学研究科教授 神田 秀樹氏

金融庁総務企画局企業開示課長 三井 秀範氏

金融庁総務企画局企業開示課専門官 宮下 央氏

金融庁総務企画局企業開示課課長補佐 野崎 彰氏

経済産業省産業組織課課長補佐 松井 健児氏

経済産業省産業組織課課長補佐 田端 公美氏

野村総合研究所研究創発センター主席研究員 大崎 貞和氏

立教大学法学部・法務研究科教授 松井 秀征氏

早稲田大学法学学術院教授 渡辺 宏之氏

第5回（2010年6月25日）

「報告書案について①」

金融庁総務企画局企業開示課長	三井	秀範氏
前金融庁総務企画局企業開示課専門官	宮下	央氏
金融庁総務企画局企業開示課課長補佐	野崎	彰氏
経済産業省産業組織課課長補佐	松井	健児氏
経済産業省産業組織課課長補佐	田端	公美氏

第6回（2010年7月26日）

「報告書案について②」

金融庁総務企画局企業開示課長	三井	秀範氏
前金融庁総務企画局企業開示課専門官	宮下	央氏
金融庁総務企画局企業開示課課長補佐	野崎	彰氏
経済産業省産業組織課課長補佐	田端	公美氏