

M & A 法制について考える

——ヨーロッパM & A制度研究会報告書を契機として

神 田 秀 樹

はじめに

御紹介いただきました神田と申します。よろしくお願いたします。

研究所の理事長を初め皆様方にはいつも大変お世話になってまして、また、この会でも何度かこれまでお話をさせていただく機会をいただきまして、ありがとうございます。

今、理事長から御紹介いただきましたように、もともとは三月中旬に一度こういうお話をさせて

いただけないかなと思っており、予定をしていたのですが、震災がございました関係で中止とさせていただきまして、延期という形で今日に至ったということでございます。

本日は「M & A 法制について考える——ヨーロッパM & A制度研究会報告書を契機として」というタイトルですが、ヨーロッパにおけるM & A法制について、皆様とともに、小一時間ぐらいかと思いますが、考えてみようということでもあります。そういうことで、すぐには役に立たないというと言弊があるかと思いますが、

ルールというのは人間社会の決め事ですので、ヨーロッパ諸国がM & Aの分野についてどういう決め事をして、それがどういうことになっていて、どういうふうに使われるのかというふうな話を中心に、皆様とともに考える機会を持ちたいと思います。

一、M & A制度研究会の設置経緯

背景ですけれども、理事長から御紹介ございましたように、研究所のほうで二つ（二つといっても実質的には同じものの継続ですが）、研究会を開催し、お手元にお配りしました「英国M & A制度研究会報告書」⁽¹⁾と「ヨーロッパM & A制度研究会報告書」⁽²⁾の二つの報告書を公表させていただいております。

英国のほうの報告書を一番後ろからめくって

いただきますと、そこに英国の研究会の開催内容の一覧がございます。⁽³⁾第一回は二〇〇八年八月二七日でした。実は、この時期は、御存じのようにこの直後にリーマンショックが起きておりますので、話はM & A市場にとってもややこしいのですが、それでも、その後、この研究会としては、イギリスの現地調査を行って、その結果を中心に取りまとめたのがこの報告書であります。取りまとめた日付は二〇〇九年六月三〇日でございます。

イギリスを調査したので、引き続きドイツとフランスも調査したいということになり、名称を「ヨーロッパM & A制度研究会」に変えまして、ドイツとフランスの現地調査をしました。これも報告書の後ろから見ていただきますと、二〇〇九年八月から行うことができました。⁽⁴⁾

そういうことで、これらの研究会では、日本から見るとなかなかわかりにくい点があるというこ

とで現地調査をした結果を取りまとめたものです。そこで私どもが発見をしたというところと大げさですけども、気がついた重要な点を一、二お話したいと思います。

実は、研究会はこれで終わったわけではありません。せっかくここまで現地調査をしたので、その結果を踏まえて、もうちょっと学問的な見地から、一体何がどうなっているんだろうということを整理しようということで、現在、アメリカは情報が多いので現地調査はしていませんけれども、アメリカも含めて、「M & A 制度研究会」という名称のもとで研究は続けています。その結果は、来年あたりには何らかの形でまとめられるのではないかと思っております。

なお、私が本日この研究会の成果についてお話しをするのですけれども、話をする人間として適切なという問題が若干あります。研究会自体は、

僭越ながら私が座長を務めさせていただいているのですけれども、現地調査については、私はフランスには参加して非常に勉強になったのですが、イギリスとドイツには都合がつきませんで現地調査には参加できませんでした。ですから、本来であれば、三カ国とも現地に行った人が話するのが望ましいと思います。一番詳しいのは、三度とも行つて、全日程に非常に御協力いただきました金融庁の当時の課長の三井秀範さんです。三井さんがお書きになった資料は参考資料としてお手元に配付しておりますので、後で言及させていただきます。

二、M & A 制度研究会設置の背景 とその考え方

(1) 日本のM & A 制度の現状

なぜこういう研究会を立ち上げたかという背景を申し上げますと、日本でもM & Aは今世紀に入って一層ふえています。制度ということでは、まずと、二〇〇五年に会社法が制定され、翌二〇〇六年に証券取引法が金融商品取引法という法制に変わりました。それぞれ施行は、会社法は二〇〇六年五月、金商法は二〇〇七年九月末です。その前後から、例えば敵対的買収ですとか、あるいは買収防衛策というものがいろいろ議論されました。また、金商法のほうも、公開買付制度、——よくTOB制度といっていますので、本日は公開買付制度のことをTOB制度とも呼ばせていただ

きますが——、これはヨーロッパで使われる英語の takeover bid の略語ですが、このTOB制度についても、金商法になる前後の改正により、TOB制度と大量保有報告制度について、資本市場あるいはM & Aの実務がいろいろ登場する中で改正が重ねられ、今日に至っているわけです。

日本の制度はどうなっているのかというと、TOB制度は、証券取引法時代に昭和四十六年改正で導入されているのですけれども、基本的にはアメリカ法をベースにつくられていたものであり、平成二年改正にいわゆる三分の一ルールというものを導入したときに、その「三分の一」というところはイギリス法あたりを参照したのではないかということでもあります。しかし、原則はアメリカ法をベースに組み立てられており、近年は必要に応じて日本流に改正を積み重ねてきているというのが、日本のTOB制度です。

他方、買収防衛策という言い方がいかどうか
わからないのですけれども、敵対的な、すなわ
ち、買収の対象会社の経営陣が賛同していないよ
うな買収がなされようとするときに、防衛とい
うか対抗策を打つというような分野はどうなっ
ているかといいますと、日本の場合には、これは会社
法上の問題であって金商法上の問題ではないとい
う整理をしてきています。では、会社法上明文の
規定があるかという、会社法制定と時期的に若
干前後しますが、基本的には特別な規定は
なく、裁判例というか一般的な会社法の規定の解
釈にゆだねられてきて、結果として、裁判所が
ケース・バイ・ケースで判断する裁判例の積み重
ねによってルールが形成されてきたというふう
に整理されてきたわけです。

買収防衛が会社法上の問題と整理されたとい
うのはどういう意味かといいますと、金商法上は、

仮にTOBすなわち公開買付けがなされたとき
に、これが敵対的なものの場合、対象となった会
社はこのTOBに対抗措置をとっていいかどうか
という問いがあるわけですけれども、それはいい
ということの意味しています。「いい」という意
味は、金商法は関知しない。ちよつと表現は悪い
ですが、でも、対抗措置をとって結果的にTOB
をつぶしていいか、TOBが実現しなくなるよう
な措置をとっていいかというと、それは（原則と
しては）会社法上の問題です。これが日本の整
理になっているわけです。

(2) 欧米のM&A制度の研究の必要性

これはアメリカの状況に似ています。どうい
うことかといいますと、アメリカにも連邦の証券規
制でTOB規制があります。これに対して防衛策
や対抗策をどうする場合にとっていいのか、どう

いう条件があればそれが認められ、どういう場合には認められないのかというのは各州の会社法の解釈にゆだねられているからであります。

しかし、当時思ったことといえますか、研究会を設置した一つのきっかけなのですから、アメリカと日本はともかく、ヨーロッパはどうなっているのか。ヨーロッパにもたくさん国がある。

しかも、日本はアメリカに形は似ているといっても、中身はアメリカに似ているかと余り似ていないのです。日本のTOB規制は、アメリカには三分の一ルールはありませんので大分違っています。では、対抗策、防衛策のほうはどうかというと、日本の裁判所が築いてきたルールの中身はアメリカの防衛策の判例理論とは違うわけです。ごく簡単にいえば、取締役会に防衛策や対抗策をとる裁量は余り認めない、株主の意思を聞きなさいというのが日本の考え方ですから、アメリ

カと違っているわけです。

(3) イギリスのテイクオーバー・パネル及びEU指令について

そんな状況の中で、二〇〇五年から二〇〇八年、この研究会を立ち上げるころまでの間に一つ盛んにいわれていた有力な議論として、日本もイギリス式の制度を導入したかどうかというものがありました。イギリスには昔からテイクオーバー・パネルという民間組織というのでしょうか、シテイの中に置かれた組織があります。アメリカが、「ウィリアムズ・アクト」と呼ばれている連邦証券法の改正なので、一九六〇年代にTOB制度を導入したとき、イギリスは法律では介入しなかった。かわりに、「テイクオーバー・パネル」と呼ばれる自主規制機関とでもいうんでしょうか、イギリス独特の制度ですけれど

も、そういう組織をつくって、その自主規制にゆだねてこの分野を運用してきました。そういう仕組みは非常に参考になるので、日本もアメリカばかり見ていないで、イギリス流の制度を導入してはどうかという提言が結構なされたとは思っています。

しかし、イギリス式がいいというけれども、イギリス式は一体どうなっているのかというと、紹介された文献や、イギリスのテイクオーバー・パネルの方が日本に來られてされた講演は結構たくさんあるのですけれども、わかったようでもよくわからないところがありました。しかも、ヨーロッパといえばイギリスだけではありませんで、ドイツもあればフランスもありますし、そもそも買収の分野でいえば、ヨーロッパはEU指令、当時はECですけれども、現在でいえばEUの買収（公開買付）指令が二〇〇四年にできてい

ます。これはイギリス法がベースになっているともいわれていますが、いずれにしてもこういう指令、英語で「ディレクティブ」といっていますけれども、EUではこれは法律ですので、加盟国はこれを国内法化する義務を負います。したがって、ドイツ、フランスだけではなくて、EUの加盟国二七カ国はこれを国内法化しているわけです。

そういう状況の中で、M & Aの実務は、イギリスはもちろんドイツやフランスでも起きているわけですから、イギリス方式がいいとか、アメリカとは違うとか同じとかいっても收拾がつかないし、日本でも制度改正がどんどん行われ、実務も存在しているわけですから、ヨーロッパのM & Aの実務や法の運用がどうなっているのかについて、腰を据えて勉強したほうがいいのではないか、こういう考えからこの研究会を立ち上げまし

た。

(4) 現地調査の重要性

そこで、文献を見てみると、文献は結構あるもののよくわからないという状況で、この際思い切って現地調査をしようということで、研究会で「わからないこと」リストをつくり、どうもよくわからないということを質問票にし、それを持って現地調査を行いました。

先ほども申し上げましたけれども、この研究会は物の考え方を整理したいということが当初ありましたので、主として学界メンバーの方を中心に構成させていただきました。報告書の後ろにメンバーの表があります。⁽⁵⁾しかし、同時にオブザーバーとして、金融庁、法務省、経産省、もちろん証券業協会や証券取引所の方にも参加していただきました。とりわけ金融庁と経産省の方には現地

調査にも行っていた上に、この報告書の取りまとめに当たっても、当時の担当課長と課長補佐の方には大変御尽力いただきました。

(5) 研究会の成果——二つの柱を中心に

この二つの報告書の骨子については今から説明しますけれども、何か発見があったかというところ、これは人によって見方は違うかもしれませんが、やはり発見はあったというのが結論で、その発見の一端を本日お話しすることとさせていただきます。

本日は二つの柱についてお話ししたいと思っています。一つは、通常「強制公開買付ルール」と直訳しているマנדタトリー・ビッド・ルール (mandatory bid rule) についてです。これについては、当時の三井課長がお書きになった「我が国の公開買付制度と欧州制度との比較」⁽⁶⁾という「金

融法務事情」に掲載された論文の中で過不足なく説明されていますので、本日はこれを主として御紹介したいと思います。

もう一つ、昨年六月二三日付の参考資料14というものをおつけしています。これも三井課長（当時）のお名前になっています。「金融・資本市場の観点から重要と考えられる論点⁽⁷⁾」と題するものですが、これは、現在、法制審議会の会社法制部会で行われている会社法の見直しの審議の中で、金融庁から法制審議会の部会に対して提示された資料であり、法務省のウェブサイトでダウンロードしたものであります。法制審の会社法制部会は議事録を含めてすべて法務省のウェブサイト公開されておりまして、議事の様子もそれをごらんいただければわかりますし、本日は日本の法律制度改革がどうなるかという話はしませんけれども、これは非常にいいペーパーだと思いますの

で、御参考までにお配りした次第です。

時間がなくなるといけませんので、ヨーロッパの調査との関係で一点だけ申し上げますと、参考資料14の二ページ目の下に2として「公開買付規制違反等に対するエンフォースメントの複線化⁽⁸⁾」とあります。このペーパー自体は、金融庁から法務省の法制審議会の会社法制部会に対して検討を提案ないしお願いするものですが、その第二点目に、二ページから三ページにさらに詳しく書いてありますけれども、ヨーロッパでの現地調査の結果も踏まえてなされている提案があります。

ごく簡単にいうと、金融商品取引法の公開買付規制や大量保有報告規制に違反した場合の法的な効果というかサンクションとして、課徴金や刑事罰は金商法上あるのですけれども、違反したのに会社法上は有効で、その人は株主だというのはちょっとおかしいのではないか、やはり違反した

人はせめて株主としての議決権は行使できないとか、そういう措置があつてしかるべきではないかというのがここでの提言であり、実際にドイツやフランスでは議決権を停止しています。かつ、アメリカやイギリスも、ケース・バイ・ケースの面がありますが、議決権を停止することを認める例があるということのようです。日本はそこまで全行つていません。というか、全行つていないと理解されているということかと思うのですけれども、これは今回の現地調査の成果を踏まえての提言になっているということを一言だけ申し上げておきます。

この点を含め、その他の点等は、現在、会社法の見直しについては法制審の会社法制部会で審議されている最中ということでもありますので、本日は触れません。

他方、自社株を対価とするTOB等については

産活法という経産省の所管の法律の改正によって一部実現しているのですけれども、そういうお話は、もし必要があればまた別途させていただく機会をいただくことにしまして、本日は先に進ませていただきます。

三、EUのTOB指令の構成 (骨子)

残りの時間は、次の順番でお話しさせていただきたいと思います。まず、お手元にお配りした英文のEU指令、二〇〇四年に制定されました公開買付指令（本文末参照）について概観します。その際、主として二つの分野を概観したいと思っています。一つは、今申しました「マンドトリー・ビッド・ルール」と呼ばれている強制公開買付ルールです。日本でいうと「全部勧誘義務」などと呼ば

れることがあり、そのほうが正しい表現かと思えますけれども、本日は適宜、「マングドリー・ビッド・ルール」あるいは「強制公開買付ルール」などと呼びます。内容はこの後申し上げます。

もう一つは防衛策に関連する部分です。日本やアメリカと違いまして、ヨーロッパでは防衛策についての規制はTOBルールの中に置かれていますが。これをもう一つの柱とさせていただきます。もし時間が残るようでしたら、その他、若干技術的な話で、例えば「共同保有」や「共同行使」と呼ばれているヘッジファンドの行動との関係で最近話題を呼んでいるような話についても触れたいと思いますが、時間がなければそのあたりは省略させていただきます。

そういう順番で、報告書を適宜参照しながら、イギリス、ドイツ、フランスがどういうふう

なっているのか、そのあたりを中心に話しさせていただきますと思います。

ついでもう一点前置きです。これは偶然のことなのですが、私、この九月に海外出張で二、三の国際会議等に出席する機会がありました。九月九日の金曜日にオーストリアのウィーンでこの分野について話をさせていただく機会がありました。TOBというか公開買付けの監督当局、日本ですと金融庁ですが、各国の監督当局が集まって情報交換をしたり時の話題を議論したりする会議がこの一〇年余り三年ごとに開催されているようです。今年はオーストリアの監督当局、英語では「テイクオーバー・コミッション」と呼ばれ、オーストリアでは法務省の所管ですが、そこがホストとなって九月七日と八日に開催され、日本からは金融庁が参加しました。

監督当局の会合は非公開ですが、九日の金曜日

に、一般に公開したシンポジウムみたいなものが行われました。その中で、主としてヨーロッパの公開買付制度、——買収防衛策を含めてですが——、それらの制度について、現状はどのようなか、どういうふうに物を考えたらいいのかということ、で四、五人の方が話をされる機会がありました。私も、たまたま知り合いがいて、話をするようにと誘っていただいたものですから、参加する機会を得ました。

そこでのプレゼンテーションというか報告資料は、オーストリアのテイクオーバー・コミッションのウェブサイトですべて公開されています。⁽⁹⁾そこで、本日は、そこでなされた話も一部御紹介したいと思います。

(1) EUの「指令」(ディレクティブ)について

まず、EU指令からいきたいと思います。

も、二〇〇四年四月二一日に制定されたEU指令(英文)というものがございます。これが「*takeover bids*」ということで「TOB指令」あるいは「公開買付指令」「企業買収指令」などと呼ばれるものです。指令というのは「ディレクティブ」の訳で、EUの制度によりますと、ディレクティブというのは加盟国が国内法化する義務を負い、加盟国がそれぞれ国内法化することによってそれぞれの国の法律になります。国内法の期限は、この英文の資料の二一条にありますように二〇〇六年五月二〇日です。それまでに指令を国内法化することによって制定されたわけです。EUの指令はほかにもたくさんありますが、大体期限が守られません。それはともかく、本日は二〇一一年九月ですから、七年半たっています、現在二七カ国のすべての加盟国でこの指令が国内法化されております。

この指令は一体どうやってつくったのか、これを話し始めると切りがないのですけれども、この分野の指令については、一度制定しなかったにもかかわらず、つぶれたということが二〇〇一年にありました。二〇〇四年に成立しました。この指令は、英国M & A制度研究会報告書の中にも少し書かれています。イギリスのルールがベースになっていると一般にはいわれています。

(2) TOB指令の概要

第一条から全部見ていると時間がないので、本日お話しする二本柱の第一の柱であるマンドトリ・ビッド・ルールについて先に見ますと、第五条になります。それから、防衛策関係は第九条と第一条になるのですけれども、これらについては、「オプト・アウト」と呼ばれている重要な規定が第一二条にあります。したがって、五条、

九条、十一条、一二条を中心に概観させていただきます。

前置きの文章が非常に長いのですが、本文自体は第一条が指令の範囲を決めています。三枚目の右下の「Article I」から指令の本文が始まります。

第二条が定義規定です。時間があつたら申し上げようと思いますが、定義規定の中で昨今非常に話題を呼んでいるのは二条一項(d)号で、「persons acting in concert」と書いてありますが、日本でいう共同保有あるいは共同行使です。つまり、Aさんが二〇%を持っていて、Bさんが二〇%を持っていて、一緒に行動していたら両者足合わせて四〇%ですから、三分の一ルールでいえば、Aさんについて、Bさんの分も合わせて計算するから三分の一を超える、こういう話であります。

第三条が一般原則です。第四条がテイクオーバー・パネルのような監督当局等であります。

第五条が今から詳しく見ますマンドトリー・ビッド・ルールなのですけれども、そのほか、第六条が情報提供あるいは情報開示義務、第七条が時間的な規制、第八条がちよつと違った意味での情報開示です。簡単にいいますと、ヨーロッパのEU指令というのは、アメリカや日本がもともと持っていたTOBルールに当たるようなものがあつて、それに上乗せして二つのこと、本当は二つではないのですが、ラフにいいますと二つのことを上乗せしているというパターンになります。

では、もともとアメリカや日本にあるTOB規制とは何かというと、一つは情報提供であり、もう一つは、TOBというプロセスをフェアにやつてくださいということです。例えば、一定期間、公開買付けをしていて、その間に応募があつた人

は同じ値段で等しく扱いなさいとか、そういうフェアにやつてくださいというルールを定めています。もともと日本法もそうですし、アメリカ法は現在でもそうですが、ヨーロッパはそれに加えて二つあります。一つは、今からお話するマンドトリー・ビッド・ルールであり、もう一つは、敵対的な場合に問題になる防衛策ないし対抗策です。本当はそのほかにも、スクイズ・アウトとかセル・アウトというのがあるのですけれども、それらについては本日は省略します。ともかく、EU指令はそういう構造になっています。

(3) マンドトリー・ビッド・ルール

そこで、マンドトリー・ビッド・ルールと防衛策関係についてちよつと見たいのですけれども、マンドトリー・ビッド・ルールは第五条です。ヨーロッパの指令の英語は非常に読みにくいので

すが、「Protection of minority shareholders, the mandatory bid and the equitable price」と見出しがついています。ですから、これは明らかに少数株主の保護のための規定です。「mandatory bid」ですから、TOBは、任意でやる場合でも、アメリカや日本という情報の開示、手続の公正すなわちフェアにやってくださいという規定の適用はあ

るのですけれども、第五条は強制買付けというか全部勧誘義務を課す規定です。さらに、「equitable price」ということで、日本語でいえば「公平な価格」で行う、これがマンダトリー・ビッド・ルールと呼ばれているものです。

第五条第一項をごらんいただきますと、ある人が対象会社の支配、——対象会社というのはいわゆる公開会社、原則上場会社に限られますが——、議決権の一定パーセントを直接または間接に、または共同保有者と足し合わせて取得するこ

とによって支配権を取得した場合には、その人は、残りの株主、これを少数株主というのでしようけれども、それらの者に対して公正な価格で株を買収するべく公開買付けをしなければいけないというわけであります。現在、ヨーロッパの場合、三〇%を基準とする国が多いですけれども、典型的には三〇%超を取得して支配権を取得した人は、残りの株主に対して、自分は公正な価格でその株を買いますということをオフアーすること

を義務づけるのがマンダトリー・ビッド・ルールということになります。

では、三〇%か三分の一かというのは第三項であります、これは各加盟国が決めてよいことになっています。

それから、公正な価格とは何かというのは第四項で長々と書いてあります。簡単にいうと、公正な価格とは、過去六カ月以上一二月以内に払っ

た価格のうちの最高価格ということでもあります。

例えば、私が三〇％超を買ってある公開会社の支配権を取得した場合、残りの株主に対して、その持株を買いますよというふうに機会を与えなければいけないというのがこのルールです。その際の価格は幾らかというと、私が支配権を取得したときに払った対価が一株一〇〇〇円だったら一〇〇〇円ということになります。もしも一〇〇〇円だった、八〇〇円だった、一二〇〇円を払って合計で三〇％超を取得した場合には、六カ月以上一二月以内の最高価格ということですから、それがその期間内であれば一二〇〇円というのが原則ということになります（なお、その後市場で株価が上がった場合には原則その価格といったことが第四項では書かれており理論的にむずかしい点がありますがこの点については本日は省略します）。ただし、各加盟国ないし監督当局の裁量

でそれを調整してもよいことになっています。要するに、このルールは、支配権の取得ないし移動があつた場合、残されたというか、それ以外の一般株主に対して必ず同じ価格で買い取ってもらう、——株主からいえば退出の機会ということになりますけれども——、その持ち株を買い取ってもらう機会を保証するというルールであります。

(4) 防衛策関係

次に、防衛策関係は第九条と第一条です。第九条の見出しは「Obligations of the board of the offeree company」という非常にわかりにくいものですが、「offeree」というのはT O Bの対象となった会社、「board」の定義は第六項にあつて、一般には取締役会ですけれども、ドイツの場合には二層制をとっていますので、いわゆる監査役会も含まれます。いずれにしても、一般に英語で

「board neutrality rule」といわれている取締役会
の中立義務です。中身は、一言でいえば、TOB
があった場合、取締役会は取締役会の判断でそれ
をつぶしたり、対抗策や防衛策をしてはいけな
い。対抗策や防衛策をするには必ず事前の株主総
会の決議が必要ということです。若干細かいこと
はありますが、中心となる規定は第九条第二項で
す。

(5) ブレイク・スルー・ルール

もう一つ、第二十一条が「Breakthrough rule」と呼ばれているものです。これはどういうルールかといいますと、TOBをかけた場合、そのTOBをかけた人は、TOBをしにくくする環境があったとしてもそれをブレイク・スルーする（突き破る）というルールです。一番わかりやすいケースは第三項だと思います。例えば、大陸法系

ではもともと会社法のもとで複数議決権株とかいろんな種類株式等が認められていまして、一株について議決権が一〇個あったりとか、日本ではそういうのはありませんが、そういうことが認められています。しかし、公開会社でTOBがかかった場合にはそういうものは全部否定されて、全部一株一議決権になる、それがブレイク・スルー・ルールであります。ただ、これを国内法化している国はほとんどありません。学問的にはおもしろいルールですけれども、余り成功しているとはいえません。

(6) オプト・アウト規定

いずれにしても、第九条と第二十一条については、第一二条第一項が大変重要な規定です。俗に「オプト・アウト」といっていますけれども、加盟国は指令が定めているルールを採用しないこと

ができます。しかし、採用しない場合でも、第二項で、各会社が定款でこういうルールを採用することはしてもいい。それから、細かい点には立ち入れないのだけれども、第三項で、たまたま当該会社に対してTOBをかけてきた相手の会社の所属国というか設立国が、第九条の中立義務や第一一条のブレイク・スルーを認めている場合に限って、対象会社のほうの国でもそれを適用する、いわゆる相互主義というものを認めています。第一二条第三項を見るときには第五項と一緒に読まないといけないのだけれども、そういうふうに複雑な選択権というかオプト・アウトというものがここに規定されています。

ですから、オプト・アウトということでしょう、第九条、第一一条のルールは、加盟国が国レベルの法律で全部排除することもできますし、あるいは、各会社が定款で導入していいという程度

に規定することもできますし、さらに、導入はしておきながら、第三項で、各会社は敵対的買収がかかった相手方の会社の法律のもとで、同じルールがある場合に限って第九条、第一一条を適用するというふうに相互主義を定めてもいい、こういういろんなオプションを認めているわけです。

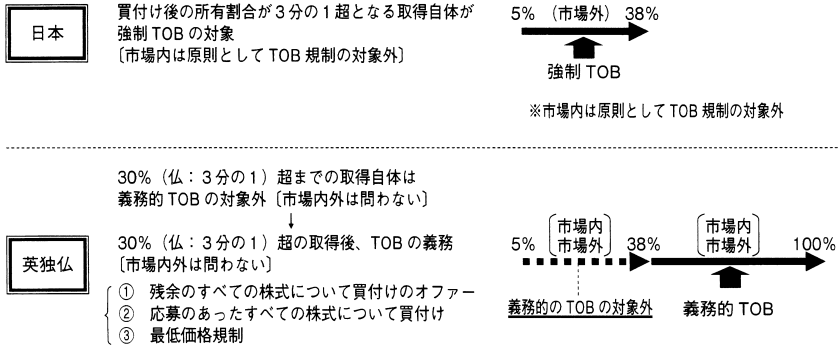
以上が骨格部分ですが、そのほかにも、例えば最近、法制審で立法論として審議されているセル・アウトという制度は第一六条、そしてスクイズ・アウトが第一五条です。

四、EU指令のマンドトリー・ビッド・ルールについて

(1) マンドトリー・ビッド・ルールの内容

以上がEU指令の概要ですが、ここからは、第五条のマンドトリー・ビッド・ルールの中身につ

図表 1 義務的公開買付けの適用場面



（出所） 三井秀範「我が国の公開買付制度と欧州制度との比較」金融法務事情1909号（2010年11月10日）

いてお話ししたいと思います。

「金融法務事情」に掲載された当時の三井課長の論文をごらんください。先ほど申し上げましたように、アメリカとは全然違う制度で、日本とも全然違うというといい過ぎかもしれませんが、それでも、非常に異なっています。三枚目の【図表1】を見ると非常にわかりやすいのですが、平成二年以降、日本の三分の一ルールというのは、三分の一超になるように株式を取得すること自体をTOBでやらなさい、こういうルールです。そして、近年の改正で、三分の二以上となる場合には全部勧誘義務というか100%全部勧誘をしなければいけない、というのが重なっています。

もともと三分の一というのはイギリスなどを参考にしたといわれていますが、ヨーロッパの指令に基づくイギリス、ドイツ、フランスでは、三分の一超を取りに行く行為自体はTOBでやらなく

てもいいのです。三分の一超、厳密に言えば三〇%なのですが、三〇%超を取得したら、残りの株に対して自分が取得したのと同じ価格で買う、そういうTOBをせよというルールなわけです。したがって、発想が違ふといえば違ふわけです。なお、三井課長の資料の中に、イギリスとドイツは三〇%が基準で、フランスは三分の一と書いてあります。現地調査をしているときにはまだ立法提案だったのですけれども、その後実現していますので、現在はフランスも三〇%が基準になっています。

(2) EU指令の加盟国における実施状況

EU指令の加盟国における実施状況ですが、EU指令ができた後、EU委員会（当時はEC委員会）は、二〇〇七年二月二日付で当時の加盟国における国内化の状況をまとめたワーキングド

キュメント、作業文書を取りまとめてEU委員会のウェブサイトで公表しております。¹⁰⁾

現在、EU委員会は、パリのコンサル会社だと思いますが、マルクスパートナーズ (Marcus Partners) というところに現在における状況の調査を依頼してしまして、現在における物の考え方や加盟国の状況については、先ほどもちょっと御紹介しましたこの九月のオーストリアでの会議でその会社の方が報告され、報告資料がオーストリアのテイクオーバー・コミッションのウェブサイトに公表されておりますので、それを見ると参考になると思います。ただ、先ほども申しましたように、マンドトリー・ビッド・ルールは二七カ国すべてにおいて国内法化されているのですけれども、第九条第三項の要件、三〇%なのか三分の一なのかということについては、三〇%としている国が一〇カ国、三分の一ないし三三%としている

国が七カ国、その他の基準を用いている国が一〇カ国のようであります。イギリスもドイツもフランスも現在は三〇％の基準になっています。

(3) 価格規制の現状

また、価格規制が非常に重要なわけですが、先ほど六カ月から一二カ月といいましたけれども、時間がなくて報告書を読み上げることができないので、ページ数だけ申し上げておきます。イギリスについては、イギリスの報告書の三ページの注の9、RULE9.5というのがイギリスの価格規制です。ドイツはヨーロッパの報告書の八ページの上に書かれています。フランスは二〇ページの下あたりに書かれています。⁽¹¹⁾

私はフランスの現地調査に参加して非常におもしろかったのですけれども、実際、過去に払った価格の最高価格というのは自動的に決まるわけで

すが、さらに事案の状況を勘案して、監督当局がそれを適切でないとか、あるいは上げたり下げたりということが行われるかどうかというのは実務的にはおもしろいところです。しかし、結論からいうと、イギリスとドイツでは全く行われないうるか、過去に払った最高価格でやっていたような印象であります。これに対してフランスは価格に介入して、監督当局がそれは安いとかいったり、あるいはそれが訴訟になって裁判所に行った例もあるようです。フランスは監督当局が価格を気にして実質審査をするというか介入するという点で非常に特徴的です。そういう意味では、同じEU指令であっても、国によって違うということがあります。

なお、今、抽象的に「監督当局」といいましたけれども、イギリスは、先ほど申し上げましたように、自主規制団体というか、現在は新しい金融

サービス市場法のもとで法制的には国の一部になつていくといつていいのかもしれませんが、テクオーバー・パネルという機関です。ドイツは日本の金融庁に当たるBaFinであり、フランスはやはり日本の金融庁に相当するAMFであります。

(4) マンダトリー・ビッド・ルールの基本的考え方と我が国との相違点

三井課長の論文に戻っていただきますとわかりますように、考え方が違うわけです。ヨーロッパのマンダトリー・ビッド・ルールというのは、日本でいえばそれに相当する制度はないのですけれども、私に言わせると、会社法における反対株主の買取請求制度に近い。つまり、会社法で組織再編行為が起きたとき、反対する株主は公正な価格で退出する権利が認められます。それに近いで

す。TOBで支配権を取得した、あるいは、EUでは支配権取得自体はTOBを義務づけられませんが、EU以外でもいいのですが、支配権を取得した場合には残りの人たちに、自分が支配権を取得するときに払った対価と同じ価格を払いなさい、そういう機会を与えなさいということです。日本やアメリカの会社法の買取請求制度ではお金を払うのは会社で、マンダトリー・ビッド・ルールでは支配株主ですから、そこは違うのですけれども、残された少数株主に退出する権利を保証するという意味では、比較的その制度に近いといえそうです。

何といつても違うのは、日本は支配権を三分の一超取得する行為自体をTOBしなければいけないのに対して、ヨーロッパはそうではありません。例えば上場会社で四〇%持っている株主がいるとします。残りの六〇%が流通している。その

場合、私はプライベートにどうか相対取引でその四〇%をその人から取得することができません。日本はできません。その取得自体をTOBをかけてしなければいけません。これが日本の三分の一ルールです。ヨーロッパはそうではなくて、四〇%をプライベートに買ってもいい。ただ、買った後、残りの六〇%の株主に対して、自分が四〇%を買うときに払った一株当たりの値段と同じ値段で買いますということをしななければいけないというのがここだというマンダトリー・ビッド・ルールです。ですから、明らかにこの制度の趣旨は、少数株主というか一般株主に価格を保証することでありまして、アメリカや日本のTOB規制の趣旨とは異なります。アメリカや日本でいえば会社法で対応している問題をTOB規制の中で対応しているということになるわけです。

これが最大の発見ということなのですけれど

も、最大の発見というと、今までそんなことも知らないでやってきたのかといわれたりして大変恥ずかしい面がありますが、三井さんの論文の一番終わりから二枚目の【図表2】をごらんください。ここではマンダトリー・ビッド・ルールを「義務的公開買付け」とより高い次元で総称しています、この【図表2】にありますように、考え方の違いが関連するルールにも影響を及ぼしているわけです。どういうことかといいますと、ヨーロッパの考え方ですと、一番下の全部買付義務がまさに今の話ですけれども、最低価格規制が当然必要になります。なぜなら価格保証するためのルールだからです。しかし、その上をごらんいただくと、そもそも公開買付けの定義の対象に、市場内、すなわち証券取引所の市場を通じてバラバラ買い集めるのは入るのかというと、日本では含まれませんけれども、イギリスやドイツやフラ

図表2 義務的公開買付けにおける規制の内容

		日本	米国	英国	独	仏
義務的公開買付け	基本的枠組み	買付け後1/3超(5%超 ^{※1})となる買付け自体が義務的公開買付けの対象	原則、5%超となる買付け ^(特例) <small>基準により個別具体的に判断 ※3) 自体が義務的公開買付けの対象</small>	(30%超の取得自体は規制対象外) 30%超取得した後に義務的公開買付け	(30%超の取得自体は規制対象外) 30%超取得した後に義務的公開買付け	(1/3超の取得自体は規制対象外) 1/3超取得した後に義務的公開買付け
	市場内買付け	原則規制対象外		規制対象	規制対象	規制対象
	新株発行	原則規制対象外		原則規制対象外	規制対象	規制対象
最低価格規制		なし	なし	あり ^{※4}	あり ^{※4}	あり ^{※4}
全部買付義務		一部あり ^{※2}	なし	あり	あり	あり

※1 買付け後の株券等所有割合が5%超(～1/3以下)の場合、61日間に10人以内から取得する場合を除き、義務的(強制)公開買付けの対象。買付け後の株券等所有割合が1/3超の場合は、義務的(強制)公開買付けの対象。

※2 公開買付け後の株券等所有割合が2/3以上の場合、①応募株券等の全部買付義務、②買付対象者が発行するすべての株券等の勧誘義務(対象株券等の内容についての限定不可)。

※3 判例により形成された8要素基準(一般株主に対する活発で広範な勧誘、発行者の株のかなりの部分の買付け、比較的固定的な買付条件、株主に対する提供圧力の存在 など)。

※4 買付価格について、英国:過去12カ月間における最高取引価格以上(原則)、独:①過去6カ月間における最高取引価格と②TOB公表前3カ月間の国内取引所価格の平均のいずれか高い額以上、仏:過去12カ月間における最高取引価格以上との規制がされている。

(出所) 図表1と同じ

ンスでは含まれます。取得するのは別に相対で買おうが市場で買おうが自由なのですけれども、ただ、その結果、三分の一あるいは三〇%超になったら残りの株主にTOBをかけなさいというルールですから、市場で買おうが市場外で買おうが、関係ありません。ここが大きな違いです。

同じように、既存のものを買ってきただけじゃなくて第三者割当てとかの新株発行で支配権を取った場合はどうかというと、この表は、形式的に読むとイギリスは原則適用対象外となっているのですけれども、これは実態との関係があるので、考え方としてはヨーロッパのマンガトリー・ビッド・ルールの場合は含めなければおかしいことになります。それは、どういう形であれ私が支配権を取得したら、残りの人に対して価格保証しなさいというルールだからであります。しかし、日本やアメリカはそういう発想でできていません

から、市場内の買付けはルールの対象になっていませんし、新株発行も含まれません。

このような違いがあるというのが最大の発見なわけですが、それを三井さんは「義務的公開買付制度の考え方」ということでうまくまとめておられます。例えば、市場内の買付けが除かれていたり新株発行が対象外になっていたり、あるいは最低価格規制があるかというのは、それだけを見ると非常に制度が違うように見えるのですけれども、フィロソフィーというか考え方の上ではそれぞれ一貫しているわけです。ですから、そういうことを踏まえた上で、イギリス型の制度にしたかどうかという議論をするならいいのですけれども、少なくとも研究会を開始したころは、こういうところを踏まえた上でなされている提案は見当たらないという状況でした。したがって、研究会で現地調査をして非常によかった、発見があった

と思っている次第です。

五、買収防衛策関係について

もう一つの防衛策関係について、ごく簡単に申し上げたいと思います。

繰り返し申し上げますように、敵対的な買収があつた場合、防衛策や対抗策を打ったり、あるいは事前の種類株式とか、日本では黄金株とかいろんないい方がされますけれども、そういうものがどこまでTOBをやりにくくしているのかというような問題は、アメリカや日本は金商法の問題ではなくて、会社法あるいは裁判所の裁判例にゆだねられているという状況ですが、ヨーロッパはそういう状況とは異なりましてTOB規制の中にある。それが、第九条と第一一条、そして第一二条のオプト・アウトであります。

第九条の取締役会の中立義務については、TOBがかけられたら、もはや取締役会は中立でなければいけない、防衛策や対抗策を取締役会限りでとることはできず、万が一とるときには株主総会決議が要するという事です。この第九条のルールが国内法化されている状況はどうかといいますと、EU委員会が二〇〇七年二月に取りまとめた当時の資料によりますと、第一二条のオプト・アウトがあるので、純粹に、完全に無条件で入れている国は少ないのですけれども、二七カ国中一八カ国が何らかの形で第九条の取締役会の中立義務を国内法化しているということがあります。

ただ、その後ちよつと変化がありまして、その後の変化の状況は先ほど申しました九月の会議でも紹介されています。私も出席した公開のセッションの報告者のお一人はイギリスのオックスフォード大学のポール・デビス先生で、この分

野の第一人者ですけれども、その先生の報告によりますと、第九条の取締役の中立義務を無条件に定めている、そういう意味では防衛策に一番厳しい国は二七カ国中わずか五カ国のみであります。

しかも、その五カ国は、フィンランド、キプロス、ラトビア、マルタ、ルーマニアということとで、主要国でないという失礼な表現になりますけれども、市場の大きさからいえば、市場の大きい国は含まれていません。しかも、もともと無条件の取締役会の中立義務を導入したものの、その後廃止した国がイタリアとハンガリーと報告されています。それから、相互主義、相手次第という条件を新たに導入した国が五カ国、フランス、イタリア、スペイン、スロベニア、ポルトガルと報告されています。ごく簡単にいいますと、第九条のルールというのは、もともと半分強ぐらいが国内法化したものの、条件がついているのがほとん

どで、無条件の国は非常に少ない。全体の傾向としては、一遍導入したけれどもやめた国もある中で、減少しているというふうにいえるかと思えます。

これが第一条のブレイク・スルー・ルールに至ってはもっと顕著でして、国内法化の状況は、二〇〇七年のEU委員会の公表資料によるとわずか三カ国にすぎず、しかも、その三カ国はエストニア、ラトビア、リトアニアということですので、ほとんどの国が採用していないという状況です。

では、今回現地調査しましたイギリス、ドイツ、フランスはどうなっているかというと、第九条の取締役会の中立義務については、イギリスはほぼそれを入れています。ドイツは入れておらず、フランスは条件をつけているという状況です。そして、ブレイク・スルー・ルールは三カ国

とも採用していません。

フランスでは、「フランス版ポイズン・ピル」などといわれているのですけれども、防衛策の制度を新たに立法しています。フランス語で「bons Breton」というようですが、日本でいえば新株予約権を使った防衛策制度を新たに導入しています。これはヨーロッパの報告書の二三ページから二四ページにかけて紹介されております。⁽¹²⁾この新株予約権を使った防衛策の制度を実際に採用している会社がどのくらいあるかということで、これも報告書の二四ページの上から七行目で紹介しています。⁽¹³⁾フランスの上場企業の上位四〇社を「CAC 40」と呼んでいるのですけれども、そのうちこの防衛策を導入している会社は二〇〇九年現在で七社、その他の防衛策を導入している会社が七社という状況のようです。

したがって、防衛策関係について一言でいう

と、指令では取締役会の中立義務とブレイク・スルー・ルールがそれぞれ第九条と第一一条で定められているけれども、第一二条でオプト・アウトが認められているため、大国は少なくとも何らかの形で条件をつけるなりしてオプト・アウトしている、そういう状況であります。

六、EUのM&A制度の意義と我が国への示唆

では、これがヨーロッパの状況だとすると、一体ヨーロッパの人たちはこういう現状をどう受けとめているのか。もうちょっとというと、我々日本人としては——というとなシヨナリズムになりますけれども——、こういうヨーロッパから何を学ぶのか。日本法あるいは日本の将来にとって何が参考になるのかというのが重要な点になります。

(1) EUの人々の受け止め方

ヨーロッパの人がどう受けとめているのかというのはなかなかわかりにくい。ヨーロッパでも論文の数は結構あるのですけれども、そういうものを読んだり、人と会って話を聞いたりしても、わかったようでわからないというか、両論があるところなんです。今回のウィーンの会議の中でベルギーのゲント大学のワイマーシユ先生がマンダトリー・ビッド・ルールの評価と将来をお話しされ、それが非常に印象的でした。このワイマーシユ先生は、EUの証券監督当局組織ESMA (European Securities and Markets Authority) の前身であるCESRのチェアマンをやっておられて、それを退任された後、現在はECGI (European Corporate Governance Institute) のチェアマンをしておられる大変著名な先生で、IOSCOにも長らく参加してこられた方です。

そのワイマーシユ先生は、マンダトリー・ビツド・ルールはすぐれているとだけ評価されているわけではない、なかなか評価が難しいものだというお話だったように思います。といいますのは、結局のところ、支配権を取得する、あるいは支配権が移動するという取引において、支配権を取得する者と残された一般株主の利害調整という観点に立った場合、どこが規制されるべきで、どこが自由であるべきかという点については、ワイマーシユ先生によれば、結局これは利益相反取引であると。支配権を取得する取引によって、その支配権を取得する株主だけが私的な利益、——よく英語では「プライベート・ベネフィット」といいますけれども——、そういうものを取得して、それがほかの少数株主や一般株主に均てんされない、これが問題だと（ただし、すべての私的利益についてそれを均てんしないと問題だというわけでは

ありません）。だとすれば、これは支配権取引だけではなくて、およそ株式会社というものがあ
る以上はあちらこちらで利益相反が起きるので、
多数株主や支配株主というのはいろんな形で、つ
まり支配権が移動を伴わない取引であつたつてそ
ういうことも起き得ているはずである。ワイマー
シユ先生がおっしゃろうとしているのはそういう
ことだと私は理解したのですけれども、そうだと
すれば、そういう利益相反取引の規制というのは
もつと横断的にかけるべきであつて、支配権が移
動するときだけにかけるべきではない。他方、支
配権の移動を伴う取引であっても、利益相反がな
い場合には別に規制する必要はない。そういう形
でルールを再整理したほうが望ましいのではない
か、簡単にいうとそういう御意見だったように思
います。

もしそれが正しいとすれば、——もしそれが正

しいというのはどういう意味かといいますと、そういう見方からすればという意味ですが——、現状のヨーロッパ各国の株式会社法というのは、平時、つまりTOBがない場面においては利益相反取引についての規制は余り強くないということであって、支配権が移動するときばかりマンダトリー・ビッド・ルールで価格保証するという形で保護している。アメリカや日本はそこまでは保護していません。会社法にゆだねられています。ですから、そこで段差があって、おそらくワイマール先生がいつているのは、その段差はやはり埋めて、もつと横断的なところに落ちつかせるのがいいのではないかということではないかと思えます。そうだとすれば、マンダトリー・ビッド・ルールの評価というのはなかなか簡単ではないなということかと思えます。

他方、マンダトリー・ビッド・ルールが各国で

実施されてからヨーロッパのM&Aは減ったかというところ、そんなことはないわけです。そういう証拠も実証研究ありませんから、別にM&Aをやりにくくしているというわけではないといっているかと思えます。そこで、日本もヨーロッパ型マンダトリー・ビッド・ルールを導入してはどうかという話をするときには、そこら辺の見きわめはなかなか難しいところかと思えます。ただ、三井課長の論文にありますように、制度の趣旨が違っているので、その考え方を一貫させなければいけません。もしマンダトリー・ビッド・ルールのような制度を日本も目指すとすれば、市場内買付けですとか、【図表2】にあつたほかの項目も一貫した考え方で整理しなければいけない。今は、最近の改正で全部勧誘義務が一部入っているように見えますけれども、実は考え方としては全然なり切れていないので、そういう意味では、ヨーロッパ流

のマンダトリー・ビッド・ルールの考え方は日本の公開買付規制にはまだきちんと採用されていないというのが日本の制度だといわざるを得ません。

他方、防衛策関係についてはどうかというと、指令自体はこういうふうになっているのですけれども、EU加盟国はバラバラでそろっていないし、一番強い形でという表現がいかどうかかわりませんけれども、防衛策を一番制限する形で指令のルールを採用している国はほとんどありません。しかし、指令というのは各国が交渉した結果取りまとめられるものでありますから、そういう意味では、政治的な妥協という表現はよくないかもしれませんけれども、政治的な産物ですから、第一二条のようなオプト・アウトがあつて、各国はそれを駆使しているといつてしまえばそれまでかもしれません。ただ、冒頭申し上げましたよう

に、しよせんルールというのは人間社会の決め事です。ので、ヨーロッパはこのあたりに決め事をしてその中で運用しているということからいうと、第九条と第一条というのは、考え方としてはわからなくはないのですけれども、実際の国はかなり分かれているということではないかと思ひます。

(2) 我が国の現状と今後の方向性について

以上を踏まえすと、日本はどうなのか。日本の現在の法制度の立ち位置は冒頭に申し上げたようなところがあります。では、今後一体どちらに向かつていったらいいのだろうか、あるいは現状のままでもいいのかというあたりが問題になります。

これはなかなか難しいところですし、すぐにくうこうということではありませんが、日本の制度

は、少なくとも歴史はさておき、今回の調査等を振り返ってみますと、制度の趣旨との関係で、複雑というか、中途半端になっている点が否めないことは確かだと思います。繰り返しになりますけれども、三分の一ルールと三分の二ルールというのが今あるわけですが、そのあたりについては、基本の部分ではヨーロッパを参考にしたのかもしれないかもしれません、ヨーロッパのマンダトリー・ビッド・ルールとはルールの姿が全く違います。そもそもアメリカや日本におけるTOB規制の趣旨は、情報の開示、それからフェアな手続でやってくださいというところにあります。これはヨーロッパにもあるのですけれども、少数株主の保護というか支配権の取得あるいは移動があった場合、残された株主に対して価格保証をするというのがマンダトリー・ビッド・ルールの趣旨なわけです。それを取り入れているかという、日本の

現在の制度では、あるようなないような、中途半端になっているがゆえに、市場内買付けですとか、新株発行あたりが除かれたままになっている。悪くいうと中途半端、よくいうと努力してこまでとにかくやってきたということではないかと思います。少なくとも現在の日本のルールは特殊だということを認識する必要があると思います。

防衛策関係のほうは、日本はアメリカと同じで、TOBに対してどういう場合に防衛や対抗をしているかというのは会社法にゆだねています。しかし、ゆだねられた裁判所が積み上げてきたケースはそう多いわけではありませんが、裁判例のルールの中身はアメリカと日本では非常に異なっています。ヨーロッパではTOB規制の中に含まれて、いわば立法で解決しているけれども、オプト・アウトがいろいろあって一様ではないと

いったところかと思います。

したがって、そういうものを参考にすれば、日本は、ヨーロッパ的にいえば、TOB規制の中でこういうものについてもある程度のルールをつくるという発想もあり得るのかもしれませんが、アメリカや日本の現状のように、形はそういう形であって、実際にルールの中身を比較したときに、どこまでのことを取締役会限りでやっていいのか、どこからは株主総会の決議が要るのかというあたりについて、そんなに外れているところにはいないのでしょうか、各国のばらつきの中のあるあたりに日本も存在しているというまとめになるのではないかと思います。

甚だ役に立たない話で恐縮ですけれども、時間になりましたので、以上で私の話を終わらせていただきます。御清聴いただきまして、どうもありがとうございます。(拍手)

東理事長 神田先生、どうもありがとうございます。現地調査を踏まえて、ヨーロッパのM&A制度と日本との違いが大変よくわかりました。

それでは、まだ多少お時間がございますので、皆様の御意見あるいは御質問をお受けしたいと思います。

質問者 価格の規制について一点お聞きしたいんですけれども、今お話があったとおり、過去一二月の最高価格が最低の価格として規制されているということなんですけれども、日本で公開買付けする場合によく議論に出てくる純資産との比較、いわゆるPBRが一倍を切っているような企業で、TOB価格は一倍ぐらいいまで出してくれないと困るという一般株主の意見がよくあるんですけれども、そういった純資産との対比でいうところの価格規制というのは特にないという理解でよろしいのでしょうか。

神田 制度の趣旨の違いで、マンドトリー・ビッド・ルールとの関係でいうと、とにかく残った人に平等な価格を提供しようということです。つまり実績、実際に自分が払った価格なので、そういうことかというと、例えば私が支配権を取得するのに、過去、一株八〇〇円、一〇〇〇円、一二〇〇円と三通り払って四〇％を取得した場合には、六〇％の人に一二〇〇円で買いますというふうになければいけない。結局、実際に払った価格だけが問題なわけです。ただし、フランスのように、あるいは第五条にありますように、各国が裁量で若干上下に調整してよいというところがあつて、例えば株価が物すごく下がっているときに安く買えたような場合にそれでいいのかとか、そういう話はあるうると思いますが、いずれにしても考え方が違います。

今おっしゃった点は価格保証の場面での議論で

はありません。むしろ一般論として、この企業に對して幾らオファーしたらいいですかというときの話ですから、そういう場合にはご指摘のような議論は当然向こうでもあるはずですけども、マンドトリー・ビッドの局面での価格規制ではそういう面は考慮されない。そこは結局、趣旨が違うからということであると思います。

質問者 今日のお話で日本とヨーロッパとの違い等、大変よくわかりました。ありがとうございます。

今日の本題そのものとはちよつとずれるかもしれませんが、日本では五％というのが一つの基準になつていて、広範囲に公開買付制度が適用されるがために、本来支配を意図していないような取引が規制の対象になつてしまう。例えばブロックトレードのような、仲介業者がごく一時的に取得して、それを市場で販売し、ある意味では

流動性が高まるというようなのが規制対象になっちゃってしまっているということで、長年金融庁にもお願いをして、ようやく腰を上げて、そうしたものは手当てをするということになっているんですが、この5%というところで、日本の公開買付け制度の範囲が非常に広いがために、これ以外の面でも、マーケットに対してややネガティブな影響を持っているという面があります。これは今日の本論とは若干違うかもしれませんが、こういうことは日本の制度がヨーロッパと違うから起こっているという認識でよろしいんでしょうか。

神田 おっしゃるとおり、ちよつと私の本日の本論とは違う点ですけども、今御質問いただいたのは、日本のような公開買付け、すなわちヨーロッパのマנדタトリー・ビッド・ルールとは違う、ヨーロッパであえていえば任意の公開買付けの規制に対応するものです。これはアメリカを参

考にして日本は5%ですけども、大体どこも5%です。しかし、その場合には、制度そのものは今おっしゃった問題を抱えているわけです。つまり、本来規制する必要があるのが、法律の定義上、公開買付けに入っちゃいますので除かなければいけないという問題です。しかし、法律の仕組みで入れてしまうと、除くには法改正なり政省令の改正が必要という話です。これはどの国も抱えている問題で、アメリカは全部外しているけれども、日本は、今おっしゃったことと外し切れていないところがある、そういう話だと思っています。

ただ、ついでに一言申し上げますと、マンドタリー・ビッド・ルールとの関係でもちよつとあつて、日本でいいますと三分の一のルールになるのですけれども、三分の一を超えて取得すると規制対象ということになりますと、それが担保権の実行で

あっても公開買付けしなければいけないとなつてしまします。担保権を実行するのに、ほかの人にも買いますといわなければいけないという問題が日本では生じました。そこで、これは外さなければいけないということで、府令で外して今日に至っています。ヨーロッパは三分の一超を取得する行為そのものは公開買付けでやる必要はありません。取得した後、残りをTOBしなさいというルールですから、三分の一超を買うこと自体は別に公開買付けでやる必要はないので、そこが日本との最大の差です。逆にいうと、それが日本の特殊性です。

しかし、念のために申し上げますが、本日の私の話は現在の日本の制度にケチをつけるという趣旨のものではありません。日本の制度の特徴を明らかにするという趣旨です。日本は三分の一超を取りに行く行為自体を公開買付けでといっている

ものですから、まず三〇%を取ってから四%を別の取引で取得したらどうかとかというので、スピード制限を入れたり、いろんな規制を組み合わせていかないといけなくて、金融庁からQ&Aというのが公表されていますが、読んでもむずかしすぎてなかなか大変です。他方、外さなければいけないものは外さなければいけない。おかげでものすごく複雑なルールになつてしまつています。本日の本論との関係でいうと、その違いが日本とヨーロッパとの際立った差になつています。アメリカには日本の三分の一ルールはありませんので、日本は特殊な姿を形成して今日に至っているということかと思えます。最後に申し上げます点は御質問とはずれていて、恐縮ですが、ご質問への回答ではありません。

東理事長 まだ御質問もおありかと思いますが、時間になりましたので、今月の「資本市場を考え

る会」はこれで終わりにしたいと思います。

改めて、神田先生、どうもありがとうございます。
(拍手)

(注)

- (1) 「英国M & A制度研究会報告書」は、当研究所のホームページからダウンロードできます。
<http://www.jsri.or.jp/web/publish/other/pdf/004.pdf>
- (2) 「ヨーロッパM & A制度研究会報告書」は、当研究所のホームページからダウンロードできます。
<http://www.jsri.or.jp/web/publish/other/pdf/005.pdf>
- (3) 「英国M & A制度研究会」の開催内容一覧(本文末参照)
- (4) 「ヨーロッパM & A制度研究会」の開催内容一覧(本文末参照)
- (5) 「英国M & A制度研究会」のメンバー一覧(本文末参照)
- (6) 「ヨーロッパM & A制度研究会」のメンバー一覧(本文末参照)
- (7) 三井秀範「我が国の公開買付制度と欧州制度との比較」金融法務事情一九〇九号(二〇一〇年十一月一〇日号)
- (8) 三井秀範「金融・資本市場の観点から重要と考えられる論点」は、法務省のホームページからダウンロードできます

す。

- (8) <http://www.moj.go.jp/content/000049415.pdf>
- (9) 「公開買付規制違反等に対するエンフォースマメントの複線化」は、(7)にある三井秀範氏のペーパーの二―三頁を参照。オーストリアのテイクオーバー・コミッションのホームページは、次のとおりです。
<http://www.uebk.at/>
本文中に示された報告書等の掲載されているウェブ上のアドレスは次のとおりです。
http://www.uebk.at/takeover_new/download/Opensession-Invitation-with-schedule-10-8-2011-MIT-ANMELDUNG.pdf
- (10) この報告書は、EU委員会のホームページからダウンロードできます。
http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm
- (11) 欧州の価格規制の状況については、
(1) 「英国M & A制度研究会報告書」では、イギリスの価格規制について「マンドトリー・オファーとボランタリー・オファーの違いは、①マンドトリー・オファーの場合は、買付けに係る条件は、五〇%超の議決権を取得することになるだけの応募がない場合は買付けを行わないという条件しか付せないのに対し、ボランタリー・オファーの

場合はより詳細な条件を付すことができる、②マングドリー・オフアーの場合には、必ず現金を対価とし(又は現金を選択的な対価に含め)、かつ、原則として過去一二か月間又は買付期間中の対象会社株式の取得において支払った最高の価格を買付価格とすることが求められる(RULE9.5)」と記述されている(同報告書三頁脚注9を参照)。

(2)「ヨーロッパM&A制度研究会報告書」では、ドイツの価格規制については「(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ぬ」とされ(買収法三二条一項・三九条)、具体的には、買付者等が公開買付文書の公表前六か月以内に支払い、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三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ぬ(省令4条・5条)。「フランスの価格規制については「(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一二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ぬ(一般規則二三四―六条一項)」と記述されている(同報告書八頁及び二〇頁を参照)。

(12)「フランス版ボイズン・ピル」については、「ヨーロッパM

&A制度研究会報告書」では「(c) 新株引受権を用いたボイズン・ピル (bons Breton) フランスは、EU指令の国内法化に伴い、商法典L二三―三二条IIに新株引受権を用いたボイズン・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(一般規則二三―三二条二項)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。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權できる)。もつとも、BSAの発行は、公開買付けを失敗させる可能性のある措置であるため、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、総会の授權に基づき取締役会限りで発行することができる。この場合の授權は、公

開買付けに先立つ一八か月間以内に行われたものでなくてはならない」と記述されている（同報告書二三～二四頁参照）。

(13) フランスにおける新株予約権を使った防衛策の制度の採用状況については、「ヨーロッパM&A制度研究会報告書」では、「CACsに上場する会社のうち七つの会社が実際にかかる買取防衛策の事前授權を行っているとのことであった」と記述されている（同報告書一四頁参照）。

（かんだ ひでき・東京大学大学院法学政治学研究科教授）

（本稿は、平成二三年九月二九日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

神 田 秀 樹 氏

略 歴

略 歴

昭和52年3月東京大学法学部卒業。昭和52年4月東京大学法学部助手、昭和55年4月学習院大学法学部講師、昭和57年4月同助教授、昭和63年4月東京大学法学部助教授を経て、平成5年5月から東京大学大学院法学政治学研究科教授、現在に至る。

専門分野 会社法、商法、証券法、金融法。

著書 『会社法入門』（岩波新書、平成18年）、

『会社法（第13版）』（弘文堂、平成23年）など。

共著書として、『The Anatomy of Corporate Law』（2nd edition, Oxford University Press, 2009）、『金融商品取引法概説』（有斐閣、平成22年）など。

編著として、三輪芳朗ほか編『会社法の経済学』（東京大学出版会、平成10年）、財団法人資本市場研究会編『投資サービス法への構想』（財経詳報社、平成17年）など。

委員等 金融審議会委員、法制審議会臨時委員、

東京証券取引所「上場制度整備懇談会」座長、

日本証券業協会「自主規制会議」委員、

公益財団法人日本証券経済研究所「金融商品取引法研究会」座長および

「M & A 制度研究会」座長など。

レジュメ

M & A 法制について考える——ヨーロッパM & A 制度研究会報告書を契機として

平成23年9月29日
東京大学 神田秀樹

1. はじめに
2. 英国M & A 制度研究会報告（平成21年6月）
3. ヨーロッパM & A 制度研究会報告（平成22年9月）
4. 最近の動向など
5. 今後の展望

別紙1 英国 M&A 制度研究会メンバー

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
〃	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
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授
〃	矢 内 裕 幸	早稲田大学法学学術院客員教授
〃	柳 川 範 之	東京大学大学院経済学研究科准教授
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
〃	新 原 浩 朗	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
〃	河 野 秀 喜	東京証券取引所上場部長
〃	熊 谷 真 和	森・濱田松本法律事務所弁護士
幹 事	河 村 賢 治	関東学院大学経済学部准教授
〃	渡 辺 宏 之	早稲田大学法学学術院教授
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所研究員

(敬称略)

M&A 法制について考える

別紙2 英国 M&A 制度研究会開催内容（※役職名は報告当時）

第1回（2008年8月27日）

「M&Aの法規制と執行体制のあり方—英国テイクオーバー・パネルとシティ・コードを中心に—」

野村ホールディングス株式会社執行役副社長兼 COO 柴田拓美氏

第2回（2008年10月7日）

「制定法に基づかない企業買収規制の“変容”と「コード運用の実質」」

早稲田大学法学学術院准教授 渡辺宏之氏

第3回（2008年11月11日）

「英国への質問項目(案)について」

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 新原浩朗氏

経済産業省経済産業政策局産業組織課課長補佐 松井健児氏

第4回（2009年2月3日）

「現地調査結果報告」

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 新原浩朗氏

金融庁総務企画局企業開示課専門官 宮下央氏

経済産業省経済産業政策局産業組織課課長補佐 松井健児氏

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

東京大学社会科学研究所准教授 田中亘氏

東京大学大学院法学政治学研究科教授 藤田友敬氏

早稲田大学法学学術院准教授 渡辺宏之氏

第5回（2009年5月14日）

「英国パネルでの研修報告」

経済産業省経済産業政策局産業組織課課長補佐 鮫島大幸氏

「香港における M&A 規制について」

野村資本市場研究所副主任研究員 神山哲也氏

経済産業省経済産業政策局産業組織課長 新原浩朗氏

「報告書案について」

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

経済産業省経済産業政策局産業組織課長 新原浩朗氏

別紙1

ヨーロッパM&A 制度研究会 委員名簿

(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開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

**DIRECTIVE 2004/25/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL
of 21 April 2004
on takeover bids**

(Text with EEA relevance)

THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION,

Having regard to the Treaty establishing the European Community, and in particular Article 44(1) thereof,

Having regard to the proposal from the Commission ⁽¹⁾,

Having regard to the opinion of the European Economic and Social Committee ⁽²⁾,

Acting in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty ⁽³⁾,

Whereas:

- (1) In accordance with Article 44(2)(g) of the Treaty, it is necessary to coordinate certain safeguards which, for the protection of the interests of members and others, Member States require of companies governed by the law of a Member State the securities of which are admitted to trading on a regulated market in a Member State, with a view to making such safeguards equivalent throughout the Community.
- (2) It is necessary to protect the interests of holders of the securities of companies governed by the law of a Member State when those companies are the subject of takeover bids or of changes of control and at least some of their securities are admitted to trading on a regulated market in a Member State.
- (3) It is necessary to create Community-wide clarity and transparency in respect of legal issues to be settled in the event of takeover bids and to prevent patterns of corporate restructuring within the Community from being distorted by arbitrary differences in governance and management cultures.
- (4) In view of the public-interest purposes served by the central banks of the Member States, it seems inconceivable that they should be the targets of takeover bids. Since, for historical reasons, the securities of some of those central banks are listed on regulated markets in Member States, it is necessary to exclude them explicitly from the scope of this Directive.
- (5) Each Member State should designate an authority or authorities to supervise those aspects of bids that are

governed by this Directive and to ensure that parties to takeover bids comply with the rules made pursuant to this Directive. All those authorities should cooperate with one another.

- (6) In order to be effective, takeover regulation should be flexible and capable of dealing with new circumstances as they arise and should accordingly provide for the possibility of exceptions and derogations. However, in applying any rules or exceptions laid down or in granting any derogations, supervisory authorities should respect certain general principles.
- (7) Self-regulatory bodies should be able to exercise supervision.
- (8) In accordance with general principles of Community law, and in particular the right to a fair hearing, decisions of a supervisory authority should in appropriate circumstances be susceptible to review by an independent court or tribunal. However, Member States should be left to determine whether rights are to be made available which may be asserted in administrative or judicial proceedings, either in proceedings against a supervisory authority or in proceedings between parties to a bid.
- (9) Member States should take the necessary steps to protect the holders of securities, in particular those with minority holdings, when control of their companies has been acquired. The Member States should ensure such protection by obliging the person who has acquired control of a company to make an offer to all the holders of that company's securities for all of their holdings at an equitable price in accordance with a common definition. Member States should be free to establish further instruments for the protection of the interests of the holders of securities, such as the obligation to make a partial bid where the offeror does not acquire control of the company or the obligation to announce a bid at the same time as control of the company is acquired.
- (10) The obligation to make a bid to all the holders of securities should not apply to those controlling holdings already in existence on the date on which the national legislation transposing this Directive enters into force.
- (11) The obligation to launch a bid should not apply in the case of the acquisition of securities which do not carry the right to vote at ordinary general meetings of shareholders. Member States should, however, be able to provide that the obligation to make a bid to all the holders of securities

⁽¹⁾ OJ C 45 E, 25.2.2003, p. 1.

⁽²⁾ OJ C 208, 3.9.2003, p. 55.

⁽³⁾ Opinion of the European Parliament of 16 December 2003 (not yet published in the Official Journal) and Council decision of 30 March 2004.

- relates not only to securities carrying voting rights but also to securities which carry voting rights only in specific circumstances or which do not carry voting rights.
- (12) To reduce the scope for insider dealing, an offeror should be required to announce his/her decision to launch a bid as soon as possible and to inform the supervisory authority of the bid.
- (13) The holders of securities should be properly informed of the terms of a bid by means of an offer document. Appropriate information should also be given to the representatives of the company's employees or, failing that, to the employees directly.
- (14) The time allowed for the acceptance of a bid should be regulated.
- (15) To be able to perform their functions satisfactorily, supervisory authorities should at all times be able to require the parties to a bid to provide information concerning themselves and should cooperate and supply information in an efficient and effective manner, without delay, to other authorities supervising capital markets.
- (16) In order to prevent operations which could frustrate a bid, the powers of the board of an offeree company to engage in operations of an exceptional nature should be limited, without unduly hindering the offeree company in carrying on its normal business activities.
- (17) The board of an offeree company should be required to make public a document setting out its opinion of the bid and the reasons on which that opinion is based, including its views on the effects of implementation on all the company's interests, and specifically on employment.
- (18) In order to reinforce the effectiveness of existing provisions concerning the freedom to deal in the securities of companies covered by this Directive and the freedom to exercise voting rights, it is essential that the defensive structures and mechanisms envisaged by such companies be transparent and that they be regularly presented in reports to general meetings of shareholders.
- (19) Member States should take the necessary measures to afford any offeror the possibility of acquiring majority interests in other companies and of fully exercising control of them. To that end, restrictions on the transfer of securities, restrictions on voting rights, extraordinary appointment rights and multiple voting rights should be removed or suspended during the time allowed for the acceptance of a bid and when the general meeting of shareholders decides on defensive measures, on amendments to the articles of association or on the removal or appointment of board members at the first general meeting of shareholders following closure of the bid. Where the holders of securities have suffered losses as a result of the removal of rights, equitable compensation should be provided for in accordance with the technical arrangements laid down by Member States.
- (20) All special rights held by Member States in companies should be viewed in the framework of the free movement of capital and the relevant provisions of the Treaty. Special rights held by Member States in companies which are provided for in private or public national law should be exempted from the 'breakthrough' rule if they are compatible with the Treaty.
- (21) Taking into account existing differences in Member States' company law mechanisms and structures, Member States should be allowed not to require companies established within their territories to apply the provisions of this Directive limiting the powers of the board of an offeree company during the time allowed for the acceptance of a bid and those rendering ineffective barriers, provided for in the articles of association or in specific agreements. In that event Member States should at least allow companies established within their territories to make the choice, which must be reversible, to apply those provisions. Without prejudice to international agreements to which the European Community is a party, Member States should be allowed not to require companies which apply those provisions in accordance with the optional arrangements to apply them when they become the subject of offers launched by companies which do not apply the same provisions, as a consequence of the use of those optional arrangements.
- (22) Member States should lay down rules to cover the possibility of a bid's lapsing, the offeror's right to revise his/her bid, the possibility of competing bids for a company's securities, the disclosure of the result of a bid, the irrevocability of a bid and the conditions permitted.
- (23) The disclosure of information to and the consultation of representatives of the employees of the offeror and the offeree company should be governed by the relevant national provisions, in particular those adopted pursuant to Council Directive 94/45/EC of 22 September 1994 on the establishment of a European Works Council or a procedure in Community-scale undertakings and Community-scale groups of undertakings for the purposes of informing and consulting employees ⁽¹⁾, Council Directive 98/59/EC of 20 July 1998 on the approximation of the laws of the Member States relating to collective redundancies ⁽²⁾, Council Directive 2001/86/EC of 8 October 2001 supplementing the statute for a European Company with regard to the involvement of employees ⁽³⁾ and Directive 2002/14/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2002 establishing a general

⁽¹⁾ OJ L 254, 30.9.1994, p. 64. Directive as amended by Directive 97/74/EC (OJ L 10, 16.1.1998, p. 22).

⁽²⁾ OJ L 225, 12.8.1998, p. 16.

⁽³⁾ OJ L 294, 10.11.2001, p. 22.

- framework for informing and consulting employees in the European Community — Joint declaration of the European Parliament, the Council and the Commission on employee representation ⁽¹⁾. The employees of the companies concerned, or their representatives, should nevertheless be given an opportunity to state their views on the foreseeable effects of the bid on employment. Without prejudice to the rules of Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) ⁽²⁾, Member States may always apply or introduce national provisions concerning the disclosure of information to and the consultation of representatives of the employees of the off-eror before an offer is launched.
- (24) Member States should take the necessary measures to enable an offeror who, following a takeover bid, has acquired a certain percentage of a company's capital carrying voting rights to require the holders of the remaining securities to sell him/her their securities. Likewise, where, following a takeover bid, an offeror has acquired a certain percentage of a company's capital carrying voting rights, the holders of the remaining securities should be able to require him/her to buy their securities. These squeeze-out and sell-out procedures should apply only under specific conditions linked to takeover bids. Member States may continue to apply national rules to squeeze-out and sell-out procedures in other circumstances.
- (25) Since the objectives of the action envisaged, namely to establish minimum guidelines for the conduct of takeover bids and ensure an adequate level of protection for holders of securities throughout the Community, cannot be sufficiently achieved by the Member States because of the need for transparency and legal certainty in the case of cross-border takeovers and acquisitions of control, and can therefore, by reason of the scale and effects of the action, be better achieved at Community level, the Community may adopt measures, in accordance with the principle of subsidiarity as set out in Article 5 of the Treaty. In accordance with the principle of proportionality as set out in that Article, this Directive does not go beyond what is necessary to achieve those objectives.
- (26) The adoption of a Directive is the appropriate procedure for the establishment of a framework consisting of certain common principles and a limited number of general requirements which Member States are to implement through more detailed rules in accordance with their national systems and their cultural contexts.
- (27) Member States should, however, provide for sanctions for any infringement of the national measures transposing this Directive.
- (28) Technical guidance and implementing measures for the rules laid down in this Directive may from time to time be necessary, to take account of new developments on financial markets. For certain provisions, the Commission should accordingly be empowered to adopt implementing measures, provided that these do not modify the essential elements of this Directive and the Commission acts in accordance with the principles set out in this Directive, after consulting the European Securities Committee established by Commission Decision 2001/528/EC ⁽³⁾. The measures necessary for the implementation of this Directive should be adopted in accordance with Council Decision 1999/468/EC of 28 June 1999 laying down the procedures for the exercise of implementing powers conferred on the Commission ⁽⁴⁾ and with due regard to the declaration made by the Commission in the European Parliament on 5 February 2002 concerning the implementation of financial services legislation. For the other provisions, it is important to entrust a contact committee with the task of assisting Member States and the supervisory authorities in the implementation of this Directive and of advising the Commission, if necessary, on additions or amendments to this Directive. In so doing, the contact committee may make use of the information which Member States are to provide on the basis of this Directive concerning takeover bids that have taken place on their regulated markets.
- (29) The Commission should facilitate movement towards the fair and balanced harmonisation of rules on takeovers in the European Union. To that end, the Commission should be able to submit proposals for the timely revision of this Directive.

HAVE ADOPTED THIS DIRECTIVE:

Article 1

Scope

1. This Directive lays down measures coordinating the laws, regulations, administrative provisions, codes of practice and other arrangements of the Member States, including arrangements established by organisations officially authorised to regulate the markets (hereinafter referred to as 'rules'), relating to takeover bids for the securities of companies governed by the laws of Member

⁽¹⁾ OJ L 80, 23.3.2002, p. 29.

⁽²⁾ OJ L 96, 12.4.2003, p. 16.

⁽³⁾ OJ L 191, 13.7.2001, p. 45. Decision as amended by Decision 2004/8/EC (OJ L 3, 7.1.2004, p. 33).

⁽⁴⁾ OJ L 184, 17.7.1999, p. 23.

States, where all or some of those securities are admitted to trading on a regulated market within the meaning of Directive 93/22/EEC ⁽¹⁾ in one or more Member States (hereinafter referred to as a 'regulated market').

2. This Directive shall not apply to takeover bids for securities issued by companies, the object of which is the collective investment of capital provided by the public, which operate on the principle of risk-spreading and the units of which are, at the holders' request, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of the assets of those companies. Action taken by such companies to ensure that the stock exchange value of their units does not vary significantly from their net asset value shall be regarded as equivalent to such repurchase or redemption.

3. This Directive shall not apply to takeover bids for securities issued by the Member States' central banks.

Article 2

Definitions

1. For the purposes of this Directive:

- (a) 'takeover bid' or 'bid' shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law;
- (b) 'offeree company' shall mean a company, the securities of which are the subject of a bid;
- (c) 'offeror' shall mean any natural or legal person governed by public or private law making a bid;
- (d) 'persons acting in concert' shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid;
- (e) 'securities' shall mean transferable securities carrying voting rights in a company;
- (f) 'parties to the bid' shall mean the offeror, the members of the offeror's board if the offeror is a company, the offeree company, holders of securities of the offeree company and the

members of the board of the offeree company, and persons acting in concert with such parties;

- (g) 'multiple-vote securities' shall mean securities included in a distinct and separate class and carrying more than one vote each.

2. For the purposes of paragraph 1(d), persons controlled by another person within the meaning of Article 87 of Directive 2001/34/EC ⁽²⁾ shall be deemed to be persons acting in concert with that other person and with each other.

Article 3

General principles

1. For the purpose of implementing this Directive, Member States shall ensure that the following principles are complied with:

- (a) all holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected;
- (b) the holders of the securities of an offeree company must have sufficient time and information to enable them to reach a properly informed decision on the bid; where it advises the holders of securities, the board of the offeree company must give its views on the effects of implementation of the bid on employment, conditions of employment and the locations of the company's places of business;
- (c) the board of an offeree company must act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid;
- (d) false markets must not be created in the securities of the offeree company, of the offeror company or of any other company concerned by the bid in such a way that the rise or fall of the prices of the securities becomes artificial and the normal functioning of the markets is distorted;
- (e) an offeror must announce a bid only after ensuring that he/she can fulfil in full any cash consideration, if such is offered, and after taking all reasonable measures to secure the implementation of any other type of consideration;
- (f) an offeree company must not be hindered in the conduct of its affairs for longer than is reasonable by a bid for its securities.

⁽¹⁾ Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field (OJ L 141, 11.6.1993, p. 27). Directive as last amended by Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 35, 11.2.2003, p. 1).

⁽²⁾ Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities (OJ L 184, 6.7.2001, p. 1). Directive as last amended by Directive 2003/71/EC (OJ L 345, 31.12.2003, p. 64).

2. With a view to ensuring compliance with the principles laid down in paragraph 1, Member States:

- (a) shall ensure that the minimum requirements set out in this Directive are observed;
- (b) may lay down additional conditions and provisions more stringent than those of this Directive for the regulation of bids.

Article 4

Supervisory authority and applicable law

1. Member States shall designate the authority or authorities competent to supervise bids for the purposes of the rules which they make or introduce pursuant to this Directive. The authorities thus designated shall be either public authorities, associations or private bodies recognised by national law or by public authorities expressly empowered for that purpose by national law. Member States shall inform the Commission of those designations, specifying any divisions of functions that may be made. They shall ensure that those authorities exercise their functions impartially and independently of all parties to a bid.

- 2. (a) The authority competent to supervise a bid shall be that of the Member State in which the offeree company has its registered office if that company's securities are admitted to trading on a regulated market in that Member State.
- (b) If the offeree company's securities are not admitted to trading on a regulated market in the Member State in which the company has its registered office, the authority competent to supervise the bid shall be that of the Member State on the regulated market of which the company's securities are admitted to trading.

If the offeree company's securities are admitted to trading on regulated markets in more than one Member State, the authority competent to supervise the bid shall be that of the Member State on the regulated market of which the securities were first admitted to trading.

- (c) If the offeree company's securities were first admitted to trading on regulated markets in more than one Member State simultaneously, the offeree company shall determine which of the supervisory authorities of those Member States shall be the authority competent to supervise the bid by notifying those regulated markets and their supervisory authorities on the first day of trading.

If the offeree company's securities have already been admitted to trading on regulated markets in more than one Member State on the date laid down in Article 21(1) and were admitted simultaneously, the supervisory

authorities of those Member States shall agree which one of them shall be the authority competent to supervise the bid within four weeks of the date laid down in Article 21(1). Otherwise, the offeree company shall determine which of those authorities shall be the competent authority on the first day of trading following that four-week period.

- (d) Member States shall ensure that the decisions referred to in (c) are made public.

- (e) In the cases referred to in (b) and (c), matters relating to the consideration offered in the case of a bid, in particular the price, and matters relating to the bid procedure, in particular the information on the offeror's decision to make a bid, the contents of the offer document and the disclosure of the bid, shall be dealt with in accordance with the rules of the Member State of the competent authority. In matters relating to the information to be provided to the employees of the offeree company and in matters relating to company law, in particular the percentage of voting rights which confers control and any derogation from the obligation to launch a bid, as well as the conditions under which the board of the offeree company may undertake any action which might result in the frustration of the bid, the applicable rules and the competent authority shall be those of the Member State in which the offeree company has its registered office.

3. Member States shall ensure that all persons employed or formerly employed by their supervisory authorities are bound by professional secrecy. No information covered by professional secrecy may be divulged to any person or authority except under provisions laid down by law.

4. The supervisory authorities of the Member States for the purposes of this Directive and other authorities supervising capital markets, in particular in accordance with Directive 93/22/EEC, Directive 2001/34/EC, Directive 2003/6/EC and Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading shall cooperate and supply each other with information wherever necessary for the application of the rules drawn up in accordance with this Directive and in particular in cases covered by paragraph 2(b), (c) and (e). Information thus exchanged shall be covered by the obligation of professional secrecy to which persons employed or formerly employed by the supervisory authorities receiving the information are subject. Cooperation shall include the ability to serve the legal documents necessary to enforce measures taken by the competent authorities in connection with bids, as well as such other assistance as may reasonably be requested by the supervisory authorities concerned for the purpose of investigating any actual or alleged breaches of the rules made or introduced pursuant to this Directive.

5. The supervisory authorities shall be vested with all the powers necessary for the purpose of carrying out their duties, including that of ensuring that the parties to a bid comply with the rules made or introduced pursuant to this Directive.

Provided that the general principles laid down in Article 3(1) are respected, Member States may provide in the rules that they make or introduce pursuant to this Directive for derogations from those rules:

- (i) by including such derogations in their national rules, in order to take account of circumstances determined at national level

and/or

- (ii) by granting their supervisory authorities, where they are competent, powers to waive such national rules, to take account of the circumstances referred to in (i) or in other specific circumstances, in which case a reasoned decision must be required.

6. This Directive shall not affect the power of the Member States to designate judicial or other authorities responsible for dealing with disputes and for deciding on irregularities committed in the course of bids or the power of Member States to regulate whether and under which circumstances parties to a bid are entitled to bring administrative or judicial proceedings. In particular, this Directive shall not affect the power which courts may have in a Member State to decline to hear legal proceedings and to decide whether or not such proceedings affect the outcome of a bid. This Directive shall not affect the power of the Member States to determine the legal position concerning the liability of supervisory authorities or concerning litigation between the parties to a bid.

Article 5

Protection of minority shareholders, the mandatory bid and the equitable price

1. Where a natural or legal person, as a result of his/her own acquisition or the acquisition by persons acting in concert with him/her, holds securities of a company as referred to in Article 1(1) which, added to any existing holdings of those securities of his/hers and the holdings of those securities of persons acting in concert with him/her, directly or indirectly give him/her a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company, Member States shall ensure that such a person is required to make a bid as a means of protecting the minority shareholders of that company. Such a bid shall be addressed at the earliest opportunity to all the holders of those securities for all their holdings at the equitable price as defined in paragraph 4.

2. Where control has been acquired following a voluntary bid made in accordance with this Directive to all the holders of securities for all their holdings, the obligation laid down in paragraph 1 to launch a bid shall no longer apply.

3. The percentage of voting rights which confers control for the purposes of paragraph 1 and the method of its calculation shall be determined by the rules of the Member State in which the company has its registered office.

4. The highest price paid for the same securities by the offeror, or by persons acting in concert with him/her, over a period, to be determined by Member States, of not less than six months and not more than 12 before the bid referred to in paragraph 1 shall be regarded as the equitable price. If, after the bid has been made public and before the offer closes for acceptance, the offeror or any person acting in concert with him/her purchases securities at a price higher than the offer price, the offeror shall increase his/her offer so that it is not less than the highest price paid for the securities so acquired.

Provided that the general principles laid down in Article 3(1) are respected, Member States may authorise their supervisory authorities to adjust the price referred to in the first subparagraph in circumstances and in accordance with criteria that are clearly determined. To that end, they may draw up a list of circumstances in which the highest price may be adjusted either upwards or downwards, for example where the highest price was set by agreement between the purchaser and a seller, where the market prices of the securities in question have been manipulated, where market prices in general or certain market prices in particular have been affected by exceptional occurrences, or in order to enable a firm in difficulty to be rescued. They may also determine the criteria to be applied in such cases, for example the average market value over a particular period, the break-up value of the company or other objective valuation criteria generally used in financial analysis.

Any decision by a supervisory authority to adjust the equitable price shall be substantiated and made public.

5. By way of consideration the offeror may offer securities, cash or a combination of both.

However, where the consideration offered by the offeror does not consist of liquid securities admitted to trading on a regulated market, it shall include a cash alternative.

In any event, the offeror shall offer a cash consideration at least as an alternative where he/she or persons acting in concert with him/her, over a period beginning at the same time as the period determined by the Member State in accordance with paragraph 4 and ending when the offer closes for acceptance, has purchased for cash securities carrying 5 % or more of the voting rights in the offeree company.

Member States may provide that a cash consideration must be offered, at least as an alternative, in all cases.

6. In addition to the protection provided for in paragraph 1, Member States may provide for further instruments intended to protect the interests of the holders of securities in so far as those instruments do not hinder the normal course of a bid.

Article 6

Information concerning bids

1. Member States shall ensure that a decision to make a bid is made public without delay and that the supervisory authority is informed of the bid. They may require that the supervisory authority must be informed before such a decision is made public. As soon as the bid has been made public, the boards of the offeree company and of the offeror shall inform the representatives of their respective employees or, where there are no such representatives, the employees themselves.

2. Member States shall ensure that an offeror is required to draw up and make public in good time an offer document containing the information necessary to enable the holders of the offeree company's securities to reach a properly informed decision on the bid. Before the offer document is made public, the offeror shall communicate it to the supervisory authority. When it is made public, the boards of the offeree company and of the offeror shall communicate it to the representatives of their respective employees or, where there are no such representatives, to the employees themselves.

Where the offer document referred to in the first subparagraph is subject to the prior approval of the supervisory authority and has been approved, it shall be recognised, subject to any translation required, in any other Member State on the market of which the offeree company's securities are admitted to trading, without its being necessary to obtain the approval of the supervisory authorities of that Member State. Those authorities may require the inclusion of additional information in the offer document only if such information is specific to the market of a Member State or Member States on which the offeree company's securities are admitted to trading and relates to the formalities to be complied with to accept the bid and to receive the consideration due at the close of the bid as well as to the tax arrangements to which the consideration offered to the holders of the securities will be subject.

3. The offer document referred to in paragraph 2 shall state at least:

- (a) the terms of the bid;
- (b) the identity of the offeror and, where the offeror is a company, the type, name and registered office of that company;
- (c) the securities or, where appropriate, the class or classes of securities for which the bid is made;
- (d) the consideration offered for each security or class of securities and, in the case of a mandatory bid, the method employed in determining it, with particulars of the way in which that consideration is to be paid;
- (e) the compensation offered for the rights which might be removed as a result of the breakthrough rule laid down in Article 11(4), with particulars of the way in which that compensation is to be paid and the method employed in determining it;

- (f) the maximum and minimum percentages or quantities of securities which the offeror undertakes to acquire;
- (g) details of any existing holdings of the offeror, and of persons acting in concert with him/her, in the offeree company;
- (h) all the conditions to which the bid is subject;
- (i) the offeror's intentions with regard to the future business of the offeree company and, in so far as it is affected by the bid, the offeror company and with regard to the safeguarding of the jobs of their employees and management, including any material change in the conditions of employment, and in particular the offeror's strategic plans for the two companies and the likely repercussions on employment and the locations of the companies' places of business;
- (j) the time allowed for acceptance of the bid;
- (k) where the consideration offered by the offeror includes securities of any kind, information concerning those securities;
- (l) information concerning the financing for the bid;
- (m) the identity of persons acting in concert with the offeror or with the offeree company and, in the case of companies, their types, names, registered offices and relationships with the offeror and, where possible, with the offeree company;
- (n) the national law which will govern contracts concluded between the offeror and the holders of the offeree company's securities as a result of the bid and the competent courts.

4. The Commission shall adopt rules for the application of paragraph 3 in accordance with the procedure referred to in Article 18(2).

5. Member States shall ensure that the parties to a bid are required to provide the supervisory authorities of their Member State at any time on request with all the information in their possession concerning the bid that is necessary for the supervisory authority to discharge its functions.

Article 7

Time allowed for acceptance

1. Member States shall provide that the time allowed for the acceptance of a bid may not be less than two weeks nor more than 10 weeks from the date of publication of the offer document. Provided that the general principle laid down in Article 3(1)(f) is respected, Member States may provide that the period of 10 weeks may be extended on condition that the offeror gives at least two weeks' notice of his/her intention of closing the bid.

2. Member States may provide for rules changing the period referred to in paragraph 1 in specific cases. A Member State may authorise a supervisory authority to grant a derogation from the period referred to in paragraph 1 in order to allow the offeree company to call a general meeting of shareholders to consider the bid.

Article 8

Disclosure

1. Member States shall ensure that a bid is made public in such a way as to ensure market transparency and integrity for the securities of the offeree company, of the offeror or of any other company affected by the bid, in particular in order to prevent the publication or dissemination of false or misleading information.

2. Member States shall provide for the disclosure of all information and documents required by Article 6 in such a manner as to ensure that they are both readily and promptly available to the holders of securities at least in those Member States on the regulated markets of which the offeree company's securities are admitted to trading and to the representatives of the employees of the offeree company and the offeror or, where there are no such representatives, to the employees themselves.

Article 9

Obligations of the board of the offeree company

1. Member States shall ensure that the rules laid down in paragraphs 2 to 5 are complied with.

2. During the period referred to in the second subparagraph, the board of the offeree company shall obtain the prior authorisation of the general meeting of shareholders given for this purpose before taking any action, other than seeking alternative bids, which may result in the frustration of the bid and in particular before issuing any shares which may result in a lasting impediment to the offeror's acquiring control of the offeree company.

Such authorisation shall be mandatory at least from the time the board of the offeree company receives the information referred to in the first sentence of Article 6(1) concerning the bid and until the result of the bid is made public or the bid lapses. Member States may require that such authorisation be obtained at an earlier stage, for example as soon as the board of the offeree company becomes aware that the bid is imminent.

3. As regards decisions taken before the beginning of the period referred to in the second subparagraph of paragraph 2 and not yet partly or fully implemented, the general meeting of shareholders shall approve or confirm any decision which does not form part of the normal course of the company's business and the implementation of which may result in the frustration of the bid.

4. For the purpose of obtaining the prior authorisation, approval or confirmation of the holders of securities referred to in paragraphs 2 and 3, Member States may adopt rules allowing a general meeting of shareholders to be called at short notice, provided that the meeting does not take place within two weeks of notification's being given.

5. The board of the offeree company shall draw up and make public a document setting out its opinion of the bid and the reasons on which it is based, including its views on the effects of implementation of the bid on all the company's interests and specifically employment, and on the offeror's strategic plans for the offeree company and their likely repercussions on employment and the locations of the company's places of business as set out in the offer document in accordance with Article 6(3)(i). The board of the offeree company shall at the same time communicate that opinion to the representatives of its employees or, where there are no such representatives, to the employees themselves. Where the board of the offeree company receives in good time a separate opinion from the representatives of its employees on the effects of the bid on employment, that opinion shall be appended to the document.

6. For the purposes of paragraph 2, where a company has a two-tier board structure 'board' shall mean both the management board and the supervisory board.

Article 10

Information on companies as referred to in Article 1(1)

1. Member States shall ensure that companies as referred to in Article 1(1) publish detailed information on the following:

- (a) the structure of their capital, including securities which are not admitted to trading on a regulated market in a Member State, where appropriate with an indication of the different classes of shares and, for each class of shares, the rights and obligations attaching to it and the percentage of total share capital that it represents;
- (b) any restrictions on the transfer of securities, such as limitations on the holding of securities or the need to obtain the approval of the company or other holders of securities, without prejudice to Article 46 of Directive 2001/34/EC;
- (c) significant direct and indirect shareholdings (including indirect shareholdings through pyramid structures and cross-shareholdings) within the meaning of Article 85 of Directive 2001/34/EC;
- (d) the holders of any securities with special control rights and a description of those rights;
- (e) the system of control of any employee share scheme where the control rights are not exercised directly by the employees;
- (f) any restrictions on voting rights, such as limitations of the voting rights of holders of a given percentage or number of

votes, deadlines for exercising voting rights, or systems whereby, with the company's cooperation, the financial rights attaching to securities are separated from the holding of securities;

- (g) any agreements between shareholders which are known to the company and may result in restrictions on the transfer of securities and/or voting rights within the meaning of Directive 2001/34/EC;
- (h) the rules governing the appointment and replacement of board members and the amendment of the articles of association;
- (i) the powers of board members, and in particular the power to issue or buy back shares;
- (j) any significant agreements to which the company is a party and which take effect, alter or terminate upon a change of control of the company following a takeover bid, and the effects thereof, except where their nature is such that their disclosure would be seriously prejudicial to the company; this exception shall not apply where the company is specifically obliged to disclose such information on the basis of other legal requirements;
- (k) any agreements between the company and its board members or employees providing for compensation if they resign or are made redundant without valid reason or if their employment ceases because of a takeover bid.

2. The information referred to in paragraph 1 shall be published in the company's annual report as provided for in Article 46 of Directive 78/660/EEC ⁽¹⁾ and Article 36 of Directive 83/349/EEC ⁽²⁾.

3. Member States shall ensure, in the case of companies the securities of which are admitted to trading on a regulated market in a Member State, that the board presents an explanatory report to the annual general meeting of shareholders on the matters referred to in paragraph 1.

Article 11

Breakthrough

1. Without prejudice to other rights and obligations provided for in Community law for the companies referred to in Article 1(1), Member States shall ensure that the provisions laid down in paragraphs 2 to 7 apply when a bid has been made public.

⁽¹⁾ Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 on the annual accounts of certain types of companies (OJ L 222, 14.8.1978, p. 11). Directive as last amended by Directive 2003/51/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 178, 17.7.2003, p. 16).

⁽²⁾ Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 on consolidated accounts (OJ L 193, 18.7.1983, p.1). Directive as last amended by Directive 2003/51/EC.

2. Any restrictions on the transfer of securities provided for in the articles of association of the offeree company shall not apply vis-à-vis the offeror during the time allowed for acceptance of the bid laid down in Article 7(1).

Any restrictions on the transfer of securities provided for in contractual agreements between the offeree company and holders of its securities, or in contractual agreements between holders of the offeree company's securities entered into after the adoption of this Directive, shall not apply vis-à-vis the offeror during the time allowed for acceptance of the bid laid down in Article 7(1).

3. Restrictions on voting rights provided for in the articles of association of the offeree company shall not have effect at the general meeting of shareholders which decides on any defensive measures in accordance with Article 9.

Restrictions on voting rights provided for in contractual agreements between the offeree company and holders of its securities, or in contractual agreements between holders of the offeree company's securities entered into after the adoption of this Directive, shall not have effect at the general meeting of shareholders which decides on any defensive measures in accordance with Article 9.

Multiple-vote securities shall carry only one vote each at the general meeting of shareholders which decides on any defensive measures in accordance with Article 9.

4. Where, following a bid, the offeror holds 75 % or more of the capital carrying voting rights, no restrictions on the transfer of securities or on voting rights referred to in paragraphs 2 and 3 nor any extraordinary rights of shareholders concerning the appointment or removal of board members provided for in the articles of association of the offeree company shall apply; multiple-vote securities shall carry only one vote each at the first general meeting of shareholders following closure of the bid, called by the offeror in order to amend the articles of association or to remove or appoint board members.

To that end, the offeror shall have the right to convene a general meeting of shareholders at short notice, provided that the meeting does not take place within two weeks of notification.

5. Where rights are removed on the basis of paragraphs 2, 3, or 4 and/or Article 12, equitable compensation shall be provided for any loss suffered by the holders of those rights. The terms for determining such compensation and the arrangements for its payment shall be set by Member States.

6. Paragraphs 3 and 4 shall not apply to securities where the restrictions on voting rights are compensated for by specific pecuniary advantages.

7. This Article shall not apply either where Member States hold securities in the offeree company which confer special rights

on the Member States which are compatible with the Treaty, or to special rights provided for in national law which are compatible with the Treaty or to cooperatives.

Article 12

Optional arrangements

1. Member States may reserve the right not to require companies as referred to in Article 1(1) which have their registered offices within their territories to apply Article 9(2) and (3) and/or Article 11.

2. Where Member States make use of the option provided for in paragraph 1, they shall nevertheless grant companies which have their registered offices within their territories the option, which shall be reversible, of applying Article 9(2) and (3) and/or Article 11, without prejudice to Article 11(7).

The decision of the company shall be taken by the general meeting of shareholders, in accordance with the law of the Member State in which the company has its registered office in accordance with the rules applicable to amendment of the articles of association. The decision shall be communicated to the supervisory authority of the Member State in which the company has its registered office and to all the supervisory authorities of Member States in which its securities are admitted to trading on regulated markets or where such admission has been requested.

3. Member States may, under the conditions determined by national law, exempt companies which apply Article 9(2) and (3) and/or Article 11 from applying Article 9(2) and (3) and/or Article 11 if they become the subject of an offer launched by a company which does not apply the same Articles as they do, or by a company controlled, directly or indirectly, by the latter, pursuant to Article 1 of Directive 83/349/EEC.

4. Member States shall ensure that the provisions applicable to the respective companies are disclosed without delay.

5. Any measure applied in accordance with paragraph 3 shall be subject to the authorisation of the general meeting of shareholders of the offeree company, which must be granted no earlier than 18 months before the bid was made public in accordance with Article 6(1).

Article 13

Other rules applicable to the conduct of bids

Member States shall also lay down rules which govern the conduct of bids, at least as regards the following:

- (a) the lapsing of bids;
- (b) the revision of bids;
- (c) competing bids;

(d) the disclosure of the results of bids;

(e) the irrevocability of bids and the conditions permitted.

Article 14

Information for and consultation of employees' representatives

This Directive shall be without prejudice to the rules relating to information and to consultation of representatives of and, if Member States so provide, co-determination with the employees of the offeror and the offeree company governed by the relevant national provisions, and in particular those adopted pursuant to Directives 94/45/EC, 98/59/EC, 2001/86/EC and 2002/14/EC.

Article 15

The right of squeeze-out

1. Member States shall ensure that, following a bid made to all the holders of the offeree company's securities for all of their securities, paragraphs 2 to 5 apply.

2. Member States shall ensure that an offeror is able to require all the holders of the remaining securities to sell him/her those securities at a fair price. Member States shall introduce that right in one of the following situations:

(a) where the offeror holds securities representing not less than 90 % of the capital carrying voting rights and 90 % of the voting rights in the offeree company,

or

(b) where, following acceptance of the bid, he/she has acquired or has firmly contracted to acquire securities representing not less than 90 % of the offeree company's capital carrying voting rights and 90 % of the voting rights comprised in the bid.

In the case referred to in (a), Member States may set a higher threshold that may not, however, be higher than 95 % of the capital carrying voting rights and 95 % of the voting rights.

3. Member States shall ensure that rules are in force that make it possible to calculate when the threshold is reached.

Where the offeree company has issued more than one class of securities, Member States may provide that the right of squeeze-out can be exercised only in the class in which the threshold laid down in paragraph 2 has been reached.

4. If the offeror wishes to exercise the right of squeeze-out he/she shall do so within three months of the end of the time allowed for acceptance of the bid referred to in Article 7.

5. Member States shall ensure that a fair price is guaranteed. That price shall take the same form as the consideration offered

in the bid or shall be in cash. Member States may provide that cash shall be offered at least as an alternative.

Following a voluntary bid, in both of the cases referred to in paragraph 2(a) and (b), the consideration offered in the bid shall be presumed to be fair where, through acceptance of the bid, the offeror has acquired securities representing not less than 90 % of the capital carrying voting rights comprised in the bid.

Following a mandatory bid, the consideration offered in the bid shall be presumed to be fair.

Article 16

The right of sell-out

1. Member States shall ensure that, following a bid made to all the holders of the offeree company's securities for all of their securities, paragraphs 2 and 3 apply.
2. Member States shall ensure that a holder of remaining securities is able to require the offeror to buy his/her securities from him/her at a fair price under the same circumstances as provided for in Article 15(2).
3. Article 15(3) to (5) shall apply *mutatis mutandis*.

Article 17

Sanctions

Member States shall determine the sanctions to be imposed for infringement of the national measures adopted pursuant to this Directive and shall take all necessary steps to ensure that they are put into effect. The sanctions thus provided for shall be effective, proportionate and dissuasive. Member States shall notify the Commission of those measures no later than the date laid down in Article 21(1) and of any subsequent change thereto at the earliest opportunity.

Article 18

Committee procedure

1. The Commission shall be assisted by the European Securities Committee established by Decision 2001/528/EC (hereinafter referred to as 'the Committee').
2. Where reference is made to this paragraph, Articles 5 and 7 of Decision 1999/468/EC shall apply, having regard to Article 8 thereof, provided that the implementing measures adopted in accordance with this procedure do not modify the essential provisions of this Directive.

The period referred to in Article 5(6) of Decision 1999/468/EC shall be three months.

3. Without prejudice to the implementing measures already adopted, four years after the entry into force of this Directive, the application of those of its provisions that require the adoption of technical rules and decisions in accordance with paragraph 2 shall be suspended. On a proposal from the Commission, the European Parliament and the Council may renew the provisions concerned in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty and, to that end, they shall review them before the end of the period referred to above.

Article 19

Contact committee

1. A contact committee shall be set up which has as its functions:
 - (a) to facilitate, without prejudice to Articles 226 and 227 of the Treaty, the harmonised application of this Directive through regular meetings dealing with practical problems arising in connection with its application;
 - (b) to advise the Commission, if necessary, on additions or amendments to this Directive.
2. It shall not be the function of the contact committee to appraise the merits of decisions taken by the supervisory authorities in individual cases.

Article 20

Revision

Five years after the date laid down in Article 21(1), the Commission shall examine this Directive in the light of the experience acquired in applying it and, if necessary, propose its revision. That examination shall include a survey of the control structures and barriers to takeover bids that are not covered by this Directive.

To that end, Member States shall provide the Commission annually with information on the takeover bids which have been launched against companies the securities of which are admitted to trading on their regulated markets. That information shall include the nationalities of the companies involved, the results of the offers and any other information relevant to the understanding of how takeover bids operate in practice.

Article 21

Transposition

1. Member States shall bring into force the laws, regulations and administrative provisions necessary to comply with this Directive no later than 20 May 2006. They shall forthwith inform the Commission thereof.

When Member States adopt those provisions, they shall contain a reference to this Directive or shall be accompanied by such reference on the occasion of their official publication. The methods of making such reference shall be laid down by the Member States.

2. Member States shall communicate to the Commission the text of the main provisions of national law that they adopt in the fields covered by this Directive.

Article 22

Entry into force

This Directive shall enter into force on the 20th day after that of its publication in the *Official Journal of the European Union*.

Article 23

Addressees

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Strasbourg, 21 April 2004.

For the European Parliament
The President
P. COX

For the Council
The President
D. ROCHE