

国際商事法務

KOKUSAI SHŌJI HŌMU

JOURNAL OF THE JAPANESE INSTITUTE
OF INTERNATIONAL BUSINESS LAW

Vol.33, No.11
2005

新会社法と国際法務

電子商取引紛争解決のためのODR仲裁

国際取引と環境問題研究会〈報告〉
地球温暖化問題を巡る状況

EU企業買収指令とドイツ企業買収法

英国Freedom of Information Actにおける
企業の情報管理実務に関する考察

中国民事訴訟法学研究の現状

中国ビジネス法務Q&A〔連載〕

EU 企業買収指令とドイツ企業買収法

クリスティアン・トライヒェル*

フローリアン・ヴァークナー**

I 序論とアウトライン

現行のドイツの企業買収法は、最終的にはイギリスの Vodafone Airtouch plc がドイツの通信サービスプロバイダー会社 Mannesmann AG を買収する形で決着した、企業買収劇を受けて、ドイツ連邦政府が呼応して発案されたものが基になっている。この買収劇で露呈された法律の欠陥は、連邦政府が専門委員会に企業買収法の草案作成を促すきっかけとなり、ドイツ証券取得ならびに企業買収に関する法律 (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WpÜG) は2001年に採択され2002年1月1日に施行された。

EU レベルでは、企業買収のための法的枠組を確立するための努力が平行し続けられていた。EU 内部での努力は1974年にすでに始まっており、買収対象会社の取締役会が中立義務を負うべきかどうかという主要な論点についての30年に及ぶ戦術的駆け引きの後、EU 司法・内務理事会 Justice and Home Affairs Council は2004年3月30日ついにヨーロッパ企業買収指令を採択した。ドイツの立法府は同指令の内容を2006年5月20日までに国内法化する義務を負い、その結果 WpÜG は修正を余儀なくされることとなった。

II ドイツ証券取得ならびに企業買収に関する法律 (WpÜG)

困難な討議の末、他の多くの国々でそうであったように、株式公開買付を規律する初の法律として、ドイツ証券取得ならびに企業買収に関する法律 (WpÜG) が2002年1月1日施行された。立法府の注釈によると、WpÜG はドイツでの株式公開買付および証券取得のためのその他公開買付その他ドイツにおける証券の公募の基本的な法的枠組を制定するものであり、それは資本市場のグローバル化に鑑み、外国の競争相手の中で企業立地および金融中心地としてドイツをさらに押し上げることを目的とするものである。

1 適用範囲

WpÜG は、ドイツ国内の株式会社 AG または株式合資会社 KGaA により発行された証券を組織化された市場において取得 (買取または交換) するための公開買付に適用される。“組織化された市場” Organisierter Markt の定義

— も く じ —

- I 序論とアウトライン
- II ドイツ証券取得ならびに企業買収に関する法律 (WpÜG)
- III 欧州連合の企業買収指令
- IV 結論

*Dr. Christian Traichel, Taylor Wessing ミュンヘン事務所, ドイツ国弁護士

**Dr. Florian Wagner, LL.M., Taylor Wessing ミュンヘン事務所, ドイツ国弁護士

は、欧州経済地域 EEA の他のいずれの加盟国内の規律ある市場同様、ドイツ証券取引所の公式取引のなされる市場を包含する。“証券” Wertpapier(e) は、株式に加えて、株式に匹敵する有価証券、株券、ならびに株券の取得の目的となる証券も含む。

2 構成

WpÜG は、まず任意的買付と義務的買付とを区別する。義務的買付は、ある会社が直接または間接に買収対象会社の議決権の30パーセントを保有または取得した場合に行なわれなければならない。任意的買付に関しては、さらに、それが買収対象会社の支配権（議決権の30パーセント以上）の取得を目指しているのか（買収公開買付）否か（一般公開買付）の区分が必要になる。その結果は WpÜG 上一般公開買付、買収公開買付および義務的買付の3種類の区分が存在する。これら3種類の買付に関する法的規定は各別個独立したものではなく、それぞれ関連し合っているが、同法は一般公開買付に関する規定を基本形としている。

最後に、買収対象会社の株式資本の95パーセントをすでに保有している株主が、残りの株式を公平な額の現金支払いと引換えに取得する権利（少数株主締出規定）は、WpÜG ではなくドイツ株式法に規定されている。対価の妥当性は司法審査に服する。

a) 手続の開始

手続は、買付者が買付を決定した旨を買収対象会社の株主に対して公表することから始まる。任意的買付（一般公開買付と買収公開買付）の場合は買付者自身が公表の時期を決定し、義務的公開買付の場合は法律が買付実施義務と買収対象会社の議決権の30パーセント以上を保有している旨の公表の時期とを結びつけた。買収公開買付を通して買収対象会社の支配権を取得した場合は、義務的公開買付は行なわれない。これは対価の観点から、すでに買収公開買付を行っている者が、同じ株式および同じ規定に支

配される可能性のある別の公開買付を行なわないで済むようにするためのものである。

b) 買付書類と対価

買付者は、買収対象会社の株主に対して、株式公開買付を行う旨ドイツ語で書かれた取消不能で法的拘束力のある買付開始書を公告しなければならない。買付書類は、株主保護のために透明性を確保する法的規制の核心部分となっている。特に、買付者についての情報、買付の目的、対価、買付のための資金調達、および買収対象会社の将来の経済活動に関する買付者の意向その他の事項が記載されなければならない。買付書類の訂正は制限される。例えば、買付者は対価の増額や別途の対価による買付は認められるが、対価の引き下げは認められない。オファーのいかなる修正もオファーそのものと同じ方法で公表されなければならない。

一般公開買付の場合には、買付者は概して自由裁量で対価を決定することができるのに対して、買収公開買付および義務的公開買付の場合は、対価の種類や金額が制約を受ける。これらの場合オファーされる対価は、ユーロ建ての金銭対価または欧州経済地域内の組織的市場での取引を承認された株式でなければならない。さらに、対価の金額は公平でなければならない。これは関連するドイツの施行規則（WpÜG-AngebotsVO）に詳細が規定されており、それによるとオファーされる対価は、買付意図書の公表に先立つ3カ月間の買収対象会社の株式の平均市場価格に相当する金額より低いか、またはその3カ月間に当該株式に対し買付者が支払った額より低くてはならない。

提示された買付開始書は、WpÜG に従って連邦金融監督庁（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht- BaFin）による審査を受ける。

3 買収対象会社の代表取締役会¹に求められる行動

a) 代表取締役会 Vorstand と監査役会² Aufsichtsrat の声明

代表取締役会と監査役会は、遅滞なく買付に対する理由を付した見解を提示しなくてはならない。特に国際的企業買収においては、代表取締役会の声明は敵対的企業買収買付では重要な役割を果たし得る。それは株主が買付に賛成するか反対するか決定するに際して、買付者と買収対象会社の代表取締役会の行う意見表明が国際的企業買収劇においてとりわけ重要な意味を持ち得るからである。

b) 中立義務と容認される防衛策

買収対象会社の代表取締役会は、WpÜG に基づき買付決定の公表後承認のための期間終了までは、買付の失敗につながる様な策を講じてはならない。これは、その主観的意図を問わず、企業買収買付の成功を、客観的に妨げるに足る全ての行為に適用される。かかる策が現実当に実施された場合には買付の失敗につながるか否かとは無関係であり、唯一の基準はそれがその目的にふさわしいかどうかである。防衛策の例としては、特に crown jewel defense、会社またはその一部分の取得および/または売却、増資、自社株の取得が挙げられる。

しかし、この制限にはいくつかの例外がある。例えば、i) 合理的な経営者が、企業買収が無くとも取っていたであろう行動、ii) 競合する買付者を発見する努力、iii) 買収対象会社の監査役会が承認した行動、は容認される。さらに、WpÜG は株主総会が代表取締役会に対して企業買収買付に対する防衛策を講ずることを事前授權 Vorratsermächtigungen することを認めている。そのような事前授權は、買付の公表の前に与えられなければならない、かつ最長でも18カ月間のみ有効である。その上に、株主総会が防衛策を講ずるための決議を買付の公表後に行

う事は当然可能である。

c) 違法な防衛策の法的結末

除外自由に該当しない、および/または法律に基づく事前授權もしくは株主総会の特別決議に基づき適法に実施されたものではない防衛策は、買収対象会社の機関としての代表取締役会と監査役会に課せられた注意義務違反を構成する。したがって容認されていない防衛策を実施した場合、代表取締役会と監査役会は、ドイツ株式法に基づく一般原則に従い、会社に対する損害賠償に対する直接の責任を負う。

しかし、彼らは株主に対する直接の損害賠償の直接の責任を負わない。支配的な見解によるとドイツ株式法に基づく制度上の責任は会社に対してのみ適用される。これまでのところ買収対象会社の個々の株主が、代表取締役会および/または監査役会の違法な防衛策を、差止命令によりどの程度まで禁止できるのかまたはできないのか、連邦裁判所(独最高裁判所)はまだ判断を下していない。

III 欧州連合の企業買収指令

1 基本的な内容および WpÜG への影響

長年にわたる努力の末に欧州企業買収指令が2004年5月ようやく発効した。その指令はドイツの立法者に対し2006年5月20日までにその内容を国内法化することを義務付けており、WpÜG が2001年に採択された後に加えられた指令の規定を実施するために、WpÜG の修正が余儀なくされる。特に、指令の第9条から第12条に定められた公正な競争環境 level playing ground field をもたらすことを企図した複雑なルールの導入はとりわけ重要である。さらにWpÜG のすでによく知られているいくつかの規定も、一部は大きく修正される必要がある。WpÜG の適用範囲と連邦金融監督庁の法的権限の他に、義務買付に関する規定は相当な修正をしなければならない。一方、買収公開買付のための最低価格規定は完全に削除されなければ

ならない。

指令の初稿の校正に関しては、法的な政策協議および公の興味は、買収対象会社の取締役会による、または法定の防衛策や公開買付に対する法的規制がどの程度まで存続し得るのかという点に集中した。

2 中立義務と防衛策の許容性

a) 第9条所定の厳格な中立義務

アングロ・サクソンの規範に基礎を置き、第9条は、買付の失敗につながるような行為の禁止を意味する意味で買収対象会社取締役会に対して全般的に厳しい中立義務を定めている。第9条によると取締役会は買付の失敗を目的とするいかなる防衛策をとる前に、オファー承認のために与えられる期間が始まる日より講じられる全ての防衛策のために、株主総会で事前の同意を得なければならない（例外：競合する買付者発見の努力、会社の通常業務）。したがって、現行のドイツ WpÜG の規定の該当する部分は、さらに厳しい中立義務を規定するために部分的に修正されなければならなくなった。

b) 第11条所定のブレイクスルー規定

指令の第11条に従い、企業買収に対する一定の対抗策は無効化してしまう。例えば、買収対象会社の定款に定められた有価証券の譲渡制限、企業買収指令採択後の株式譲渡性の制限、または防衛策を決議する株主総会における議決権の制限は、買付承認のために与えられる期間中は適用されない。買付承認のために与えられる期間終了後初めての買収対象会社の株主総会決議に関してさらなる制限が存在する。

3 第12条所定の任意協定

第9条から第11条に対しては第12条により、3段階の適用除外オプションの選択権を加盟国に与えられる。かかる除外措置は指令の概念に相反するものであるが、ドイツを含む大部分の加盟国の国内法で導入されるものと予想される。

第12条によると、加盟国は自国の会社に、第9条に基づく厳しい中立義務制限を免除する権利および／または第11条に基づくブレイクスルーを条項を導入しないオプト・アウト権が与えられる。この権利が行使される場合でも株主は各々の株主総会で、任意に厳しいヨーロッパの標準に従うことを決定する余地が与えられなければならない。

重要な請求権の問題および買収対象会社の株主の法的保護に関しては、企業買収指令による修正は不要である。指令は、加盟国が買付の両当事者間の紛争の法的解決方法を定める権限や、買付の両当事者がどのような条件で行政的または司法的救済を得る資格があるのかどうかを決定する権限に影響を及ぼさない。

4 第10条所定の開示および透明性の要件

透明性を高める目的で第10条は、特定の事業形態または防衛機構を経営報告書で開示する事を会社に義務付けている。それに従って経営者は、例えば、譲渡制限、株式保有についての制限または議決権についての制限に関する規定を説明・記載しなければならない。さらに、経営報告書は重役会のメンバーの任命ならびに交代について、および定款の改正について述べなければならない。加えて、経営報告書は、株式譲渡に影響するかもしれない株主間契約や、会社と第三者との間で結ばれる企業買収買付に影響を及ぼし得る契約、株式譲渡に影響するかもしれない株主間契約も開示しなければならない。ただし、かかる開示が会社に損害を与える可能性がある場合はこの限りではない。

5 従業員代表の関与／従業員の保護

第9条第5項に従い買収対象会社の取締役会は、買付に関するその声明を会社の従業員代表に転送しなければならない。従業員代表が自身の声明を発することを決定した場合は、かかる声明は取締役会の声明に含め、公表されなければならない。指令の最初の草案では、買収対象会社のみ取締役会がその従業員に報告するこ

とのみが規定されていたのに対し、現行法では、買付者が指令第6条第1項所定の買付を行うと、買付者および買収対象会社の従業員に対して、関連する全ての情報を提供しなければならない。

6 その他の重要な規定

企業買収指令はさらに、義務的買付に関してのみ対価の種類と金額の制限を規定している。一方一般公開買付および買収公開買付については、価格規制は存続しない。義務的買付に関しては、買付の公表に先立つ6カ月から12カ月の間に、同一の有価証券に対し買付者が支払った最も高い価格が、公平価格と見做される。買付の公表時と承認のためオファーが終了するまでの間の場合、買付者は、有価証券を買付価格より高い価格で取得し、同一の有価証券に支払った最も高い価格以上の価格を提示しなければならない。しかし、加盟国は、明確な基準に従い、価格を変更するため権限を監督機関に与えるルールを定めることができる。さらに、有価証券と現金のほかに、企業買収指令は対価として、それらの組み合わせを許容している。

“少数株主締出規定”に関しては、企業買収指令は、買収対象会社の議決権を有する資本の少なくとも90パーセント、かつ買収対象会社の議決権の90パーセント超を保有している買付者は、残りの有価証券の保有者に対し、彼らの有価証券を買付者に公平な価格で売却することを要求することができると規定している。“少数株主締出規定”に対応するものとして、企業買収指令は売却権の規定を設けており、それに従って任意的買付または義務的買付後3カ月間、少数株主は公正な価格で彼らの株式を買付者に売却する権利を持つ。

IV 結論

企業買収指令の採択は、企業買収のための法的枠組みの、真の汎欧州的調和のための成功の一步と総括することができる。ほぼ30年に及ぶ交渉の後、初めて域内市場中共通の企業買収のための手続法ができた。それにもかかわらず指

令の最近の採択版は、各加盟国および会社が、将来にわたって、妥当と考えられる防衛手段を活用することができるように、当初想定された自由化の目標から後退している。厳しい中立義務を緩和させた点でドイツもまたその目標を達成した。もしそうでなければ最終的に企業買収指令の採択を可能にした、いかなる妥協案も欧州レベルで達することはできなかつたであろう。同時に指令は、発行体に次のような過小評価されるべきでない機会を提供している。それは、彼らの防衛の権利を放棄することにより競争に直面する、というものである。さもなくば、株式の購入者はこれを不適切な会社経営とみなし、株式に低い価格しか付けないことになるかもしれない。これは各国の買収市場の国際的調和の出発点であり、特に対アメリカ合衆国との関係で、欧州に競争強化の機会を与え得るものである。ドイツの立法者がいかにして欧州企業買収指令の規定をドイツ企業買収法に国内法化するか、期待を持って待たれるところである。

[注]

- 1 Vorstand 構成員は代表権を有するため、便宜上代表取締役会と訳した。
- 2 日本の株式会社における監査役会とは権限が異なるが定訳に従った。

