

資 料

〔フランス企業法判例研究〕

資本にアクセスを与える証券の発行による
株式の希釈化と会社指揮者の誠実義務破毀院商事部2018年 5 月16日判決（SA Acadomia groupe 事件）⁽¹⁾

石 川 真 衣

〔事実の概要〕

株式会社 Acadomia groupe（以下、「Acadomia groupe 社」という）は個別指導型の補習授業を中心とする教育サービス事業を展開する、取締役会のある株式会社（société anonyme à conseil d'administration）である（名称変更により現在は Domia Group となり、教育サービス事業のほか、ハウスクリーニング事業を展開している）。1989年に設立されて以降、順調に事業を拡大させ、2000年からはユーロネクストの自由市場（Marché libre、現・ユーロネクストアクセス市場）に上場するに至り（2014年まで上場）、業界を代表する会社に成長していた。被告 Y（Maxime Aiach、以下、「Y」という）は Acadomia groupe 社の創業者であり、同社の社長（président directeur général）である。

（１）株主総会による OBSAAR の発行の承認と取締役会への発行権限の委譲

Acadomia groupe 社は2000年代前半まで良好な経営状態にあり、売上高も年20%以上の伸びをみせていたが、2000年代後半からは金融危機の影響を少なからず受けていた。2007年 1 月18日、Acadomia groupe 社の取締役会は OBSAAR（obligations à bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables）と呼ばれる償還株式引受取得権付社債（以下、「OBSAAR」という）の発行の

（１） Cass. com. 16 mai 2018, n° 16-16.547; *Bull. Joly Sociétés* 2018, p.557, note Arnaud REYGROBELLET; *Rev. sociétés* 2019, p.110, note Jean-Philippe DOM.

議案を全会一致で承認した。2007年2月28日に開催された株主総会（特別総会）において、取締役会の議案通りに OBSAAR の発行が承認され、発行の決定権限が取締役に付与された（決定権限の委譲）。同日の株主総会に出席した少数派株主のなかには、投資民事会社（société civile de placement）である Capris 社の指揮者である A がいた。

（2）取締役会による OBSAAR の発行と償還株式引受権の分離

株主総会から OBSAAR の発行の決定権限の委譲を受けた取締役会は、1000万ユーロの社債発行を行うことを2007年4月3日に決議した。その際、社債（50口）に199万9950個の BSAAR（bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables）と呼ばれる償還株式引受取得権（以下、「BSAAR」という）を付すことを決定し、発行された社債はすべて取引銀行であった国内の大手銀行二行（Crédit du Nord 及び Le Crédit Lyonnais（LCL））により引き受けられた。発行契約上、社債に付されていた BSAAR は直ちに分離可能とされ、その譲渡対象は Acadomia groupe 社に属する一部の受益者に限定されていた。これらの受益者には Acadomia groupe 社の取締役会会長である Y のほか、同社の役員3名が含まれていた。

（3）支配権取得のための株式の市場での買い増し

原告 X 社（Madag 社、以下「X 社」という）は、本店をチューリッヒに置くスイス法に基づき設立された、同族経営の投資会社であり、前述した Capris 社と同じ Superba グループの傘下にあった。Capris 社と X 社の指揮者は同一人物 A であった。X 社は投資対象を多様化させることを計画していたところ、Acadomia groupe 社が目にとまり、2007年5月11日より同社の株式を買い進めた結果（平均取得価格33ユーロ）、2007年頃には Acadomia groupe 社の筆頭株主（保有比率25%超）となった。筆頭株主となった X 社は、2007年11月から X 社及び Capris 社のオーナー一族の一員を Acadomia groupe 社の取締役に就任させる目的で話し合いを開始したが、合意に達しなかったため、それ以降は X 社及び Capris 社が保有する株式を Y に譲渡する方向で交渉を始めた。しかし、X 社と Y の間で譲渡する株式数について対立が深まり、最終的に2008年2月に交渉は決裂した。

(4) BSAAR の行使と持株比率の低下

前述の BSAAR に関しては、株主の持株比率が20%の基準値 (seuil) を上回った場合には定められた行使期間前 (2011年10月14日前) に BSAAR が行使可能となるとする条項が発行契約に置かれていた。X 社はこれを知らずにユーロネクストの自由市場における前述の買い増しを通じて Acadomia groupe 社の株式の20%以上を取得したため、その持株比率が20%の基準値を上回り、発行契約に定められていた BSAAR の行使に関する条件が発動され、その結果、社債に付されていた BSAAR が予定されていた行使期間前に受益者により行使可能となった。そこで、前述の銀行二行から Scad 社を介して BSAAR を取得していた Y を含む Acadomia groupe 社の役員らはこれらを行行使し、2008年2月25日には Y は Scad 社を通じて会社の支配権を取得するに至った。Y らが BSAAR を行使したことにより、筆頭株主であった X 社の持株比率は低下し (株式の希釈化)、X 社は少数派株主に転じることとなった。

(5) 本件訴訟の提起と2016年3月3日 Paris 控訴院判決

Acadomia groupe 社における持株比率の低下を受け、X 社は、OBSAAR の発行による株式の希釈化の可能性を知っていたのであれば、Acadomia groupe 社の株式を取得することはなかったと主張し、会社指揮者 Y の誠実義務 (devoir de loyauté) 違反により少数派株主としての地位のみを与えるに過ぎない証券を取得するに際して過大な対価を支払ったとして、民法典1382条 (現1240条) に基づき Y に対して2100万ユーロの損害賠償及び民事訴訟法典700条に基づき訴訟費用1万ユーロを請求した。

第一審の Paris 商事裁判所 (2013年7月12日判決) は、「OBSAAR の発行の実施はその発行の開始時点から明確な形で株主に対して示され、且つ開始の段階で発行手続は公表されている」ため、Y は「株主 X 社に対する誠実義務を遵守し、その情報提供義務 (obligation d'information) を完全に果たし、したがって何らのフォートも犯していない」として、X 社の請求を棄却して Y の精神的損害に対する損害賠償金の支払い等を X 社に命じたため⁽²⁾、X 社は控訴した (Y も付帯控訴した)。

第二審の Paris 控訴院 (2016年3月3日判決) も第一審判決の判断を是認し、X 社に対する Y の誠実義務違反を認めなかった⁽³⁾。Paris 控訴院の判断は

(2) Trib. com. Paris 12 juill. 2012, RG n° 2010019313.

次のとおりである。

① 会社指揮者の誠実義務について

「会社の指揮者は社員に対して誠実義務を負い、それは有用となる情報を社員に隠蔽しないことを意味する」。

② OBSAAR の発行手続の実施の予見可能性について

株主総会の開催に先立ち取締役会により作成された「報告書は、会社が自己資本を強化し、その発展の方針を確固たるものとする必要性を計画された手続（OBSAAR の発行手続—筆者注）の理由付けとし、且つ『我々の主たる与信機関との間ですでに交渉が始められていること、そしてこれらの与信機関が会社の発展を支える準備があり、社債を引き受ける用意があることを表明している』ことを強調していた。こうした詳細な情報は、当該手続が株主総会による承認を受けた後、具体化することを予見可能なものとさせていた」。

X 社は「その社長である A が 2007 年 2 月 28 日の株主総会に Capris 社の指揮者の資格で出席している」ことを申立てにおいて認めていることから、「Y が OBSAAR について X 社を知らせずにおいたことを主張する根拠がない」。また、株主総会の「議事録を読むと（OBSAAR の発行に関する—筆者注）議案について真剣な議論がなされ（…）、当該議案が株主に見落とされたことは証明されていない。」「A が（…）希釈化という影響をもたらすことが明らかこうした決議の影響力（portée）を知らなかったことはありえず、2007 年 3 月 3 日付の電子メールにおいて、株主総会の展開及び経営陣の実績について満足していることを明らかにしている」（…）。したがって、「Superba グループは、この手続を知ったうえで、そして A の提案を受けて、その子会社である X 社が Acadomia に資本参加を行うことを 2007 年 5 月 11 日に許可したことになる」。

③ 追加報告書の提供時期及び記載内容について

商法典 R.225-116 条に基づき作成された取締役会による「報告書については、多額の投資を行う状況にあった A、及びより一般的に、プロ投資家すなわち慎重な行動をとるものと推定される投資家を一部含む株主らのいずれからも申立てがなされていないことから、報告書はしかるべき期間（en temps utile）に株主に提供されたことが証明されることになる」。この報告書には「OBSAAR の発行条件が再度記載され」、社債から分離された BSAAR の譲渡対象とな

（3） CA Paris 3 mars 2016, n° 13/14550, JurisData n° 2016-003830.

る人数、行使価格、BSAARの譲渡禁止期間（2007年4月14日から2011年10月13日まで）等も明記されている。「そのうえ、2007年9月17日に、Domia GroupはBALO（法定公報）にBSAARの保持人集団の代表者の氏名を公告し、この通知（avis）は株主に手続の実施を確認させるものである。したがって、この手続は、2007年2月28日に株主により決定された一般枠組みに沿って実施されている。」

BSAARの行使条件について、「期間開始前の行使権限が追加報告書（rapport complémentaire）において明示的に言及されていないことのみから情報の隠蔽（dissimulation）があったことを導き出すことはできない」。「OBSAARの発行を許可することにより、株主総会は引受権が社債から即時に分離されうることを明示的に認めている」。また、「BSAARの行使が既存の証券について希釈化をもたらす性質を有することは追加報告書において参考情報として明示的に記載されていた。」

④ X社のAMF一般規則違反の有無について

「X社はその取得の際に開示情報のみを与えられた外部の第三者の状況には置かれていない。その指揮者はCapris社の代表者の資格において、手続の条件について内部で知るに至っていた。」「AMFのオンブズマン（médiateur de l'AMF）は、（…）AMF一般規則の規定への違反を指摘していない。（…）AMFのオンブズマンの意見はAMFを拘束するものでないが、AMFが当該手続について調査を決定したことは目下のところ確かめられていない（…）。ここからこの理由もまたX社に対する指揮者の誠実義務違反を示すものではないという結果になる。」

⑤ X社による株式取得を促すためのYによる操作（manipulation）の有無について

「X社はBSAARの行使の禁止の例外となる条項を発動させるためにこれらの交渉（X社による株式取得をめぐるX社とAcadomia groupe社の指揮部門との交渉—筆者注）においてYが行ったとする操作を証明していない。」「他方、X社はその主張する状況にもかかわらず、その取得方針を維持し、（…）2011年、2012年、2013年、2014年及び2015年に株式を買い続けている」。

Paris控訴院は以上のように判示したうえで、「こうした状況において、株主に対する誠実義務にYが違反したことは十分に明白ではない」として、Yの責任を認めなかった。

(6) X 社による破毀申立て

以上の Paris 控訴院の判断につき、X 社は次の 5 つの点を破毀申立て理由 (moyen de cassation) として挙げて破毀院商事部に破毀申立てを行った。

① 第 1 点目は、AMF 一般規則における情報開示義務違反を問題とするものである。X 社は、資金を公募する会社 (société faisant appel public à l'épargne) の株主は会社またはその指揮者に対して AMF 一般規則の情報開示義務違反を理由に不法行為責任を追及することができるとしたうえで、Y は OBSAAR の発行について公衆に対してプレスリリースを通じて情報を提供し、5 取引営業日の期間内に BSAAR の取得を AMF に報告する義務等を負っていたとして、AMF 一般規則の義務違反が認められると主張した。

② 第 2 点目は、OBSAAR の発行に関する X 社への情報提供を問題にする。X 社は、2007 年 2 月 28 日の株主総会において OBSAAR の発行について決定権限が取締役会に委譲されたことは単なる許可に過ぎなかったこと、他の手続を採ることも検討されていたこと、及び大統領選挙において社会党候補の敗北の場合には OBSAAR の発行は不要と考えることができたことから、2 か月経たずして実際にその発行が実施されることを知ることは全くできなかったと主張した。また、X 社の指揮者が 2007 年 2 月 28 日の株主総会に出席したことについては、OBSAAR が実際に発行されたことを X 社が知ることを可能とさせる要素の存在を明確にしなかったとして、控訴院はその判断に法的根拠を与えていないとした。

③ 第 3 点目は、決定権限の委譲に関する追加報告書 (rapport complémentaire) の閲覧時期を問題にする。株主総会がその決定権限を取締役会に委譲した手続の最終条件を記載した追加報告書は、取締役会がその委譲された権限を行使した際に作成されて会社の本店所在地において株主に供され、次の株主総会において株主に報告されるところ、取締役会によりなされた決議または追加報告書が供されていることについて通知がなされない限り、株主は次の株主総会まで追加報告書の存在について知ることができず、したがってその作成のときに閲覧を請求することができないことが主張された。このため、X 社は Domia Group 社への投資時には OBSAAR の発行に関する最終的な態様 (modalités) について情報を提供されていないため、手続が実施されたことを知るまでは追加報告書の閲覧を請求することができなかったとした。

④ 第 4 点目は、追加報告書における BSAAR の行使条件の記載を問題にす

る。X社は、2007年4月18日付の追加報告書において、2007年4月に発行された社債に付されたBSAARが2011年10月14日以前に行使可能とならないことが記載されており、特に20%の基準値を上回ったときには期間開始前に行使が可能となるとする条項の存在には触れられていないとした。X社は、これに基づき、追加報告書が2008年に開催された株主総会前に株主に供されたとしても、株主に誤った情報が提供されていることを主張した。

⑤ 第5点目は、YのX社に対する誠実義務違反を問題にする。X社は、会社指揮者の誠実義務は、当該会社指揮者に会社の株式の譲渡手続前に、手続に参加する社員の同意に影響を与える性質のあらゆる情報を当該社員に知らせる(révéler)ことを義務付けるものであるとしたうえで、X社によるDomia Group社の証券は2007年5月14日から6月8日にかけて、その後同年7月18日から9月19日にかけて取得され、2007年9月17日にBALOに公告された通知に記載されていた情報はDomia Group社の会社指揮者が負う誠実義務を履行したとするには遅すぎるものであるとした。

〔判旨〕

破毀院商事部は、次のように判示してX社による破毀申立てを退けた。

「X社の社長が2007年2月28日の株主総会にCapris社の指揮者として出席し、且つ18か月の期間内のOBSAARの発行について取締役会が決定をなす許可を与える決議に参加したこと、当該株主総会に先立ち作成された取締役会の報告書は、会社の自己資本を強化する必要性を理由として計画された手続について詳細に説明し、Acadomia groupe社の主要な取引銀行が社債を引き受ける用意があることを明らかにしていたことから、これらの説明は株主総会による承認後に当該手続が具体化することを予見可能なものとさせていたこと、商法典R.225-116条に基づき、取締役会により作成された追加資料が手続の実施前の2週間以内に株主に提供されていること、そして株主のうちプロ投資家、すなわち経験豊富と推定される者は、しかるべき期間にこれにアクセスでき、したがって相当な金額を投資する前に、X社は容易に情報にアクセスでき、自らの同意に影響を与える可能性のあるこれらの情報について調査することができたこと、そしてOBSAARの発行を許可したことにより、株主総会は引受権が社債から即時に分離されることを明示的に認め、これは銀行から指名された受益者に対して直ちに譲渡されうることを意味すること、株主総会は発行された社債に付随する引受権の行使時期を延期(différer)することを予定しなかつ

たこと、そしてこれらの引受権の行使の禁止に例外を設ける条項は慣行的に用いられる条項（*clause usuelle*）であり、X社はこれを知りえなかったとは言えないこと」を控訴院判決は確認し、「これらの事実確認及び評価の状況において、控訴院はその判断を法的に正当化した」。

「控訴院判決は、X社は、その取得を行ったときに、公表されている情報のみを有している外部の第三者の状況に置かれておらず、その指揮者は Domia Group 社の株主である Capris 社の代表者の資格において手続の条件について知っていたことを指摘している」。したがって、「破毀申立て理由は第1及び第5の点において余剰な理由（*motifs*）を批判しているため無用（*inopérant*）であり、その他については理由がない」。

なお、本件訴訟において、YはX社による訴権の濫用により精神的損害を被ったこと、執拗な訴訟を受けていること、経済的損失を被ったこと等を主張して損害賠償を求めていたが、控訴院はこの請求を退けた。これを受けてなされたYの付帯破毀申立て（*pourvoi incident*）について、破毀院はX社による訴権及び不服申立て（*voie de recours*）の濫用を証明する要素がないなどとして控訴院の判断を是認し、申立てを退けた。

〔研究〕

本判決は、ユーロネクストの自由市場に上場していた株式会社において、創業者である会社指揮者と少数株主が支配権の取得をめぐり対立した事案である⁽⁴⁾。少数株主であるX社は、会社の支配権を取得する目的で株式を買い集めていたが、OBSAARと呼ばれる償還株式引受取得権付社債が発行され、これらに付されたBSAARと呼ばれる償還株式引受取得権が社債から分離されて会社指揮者Yらに譲渡・行使された後、Yらが会社の支配権を取得するに至

（4）Acadomia groupe 社とその少数派株主であるX社の対立は長期にわたる紛争に発展しており、本判決以外にも OBSAAR の発行を決議した株主総会決議の効力を争う訴訟及び2008年に開催された株主総会において大量保有報告を怠ったX社の議決権数を制限する決定の効力を争う訴訟がX社らにより別件で提起されている。大量保有報告義務違反による議決権数の制限に関する決定を争った訴訟について、鳥山恭一「判例評釈〔フランス企業法判例研究〕株式大量保有報告義務違反による議決権剥奪の適用 破毀院商事部2015年2月10日 *Bull. civ.*, IV, n°31 (SA Acadomia Groupe 事件)」早法92巻1号321頁（2016）。

った。X社は、株式の希釈化により支配権を失ったことを受けて、会社指揮者Yの株主に対する誠実義務違反により、少数派としての地位のみを与えるに過ぎない証券について過剰な対価を支払ったとして、会社指揮者Yに対して損害賠償を請求したのが本件訴訟である。

本判決は、社員に対する会社指揮者の誠実義務違反が認められなかった事案として事例的な意義を有するが、資本にアクセスを与える有価証券の発行（特に、決定権限の委譲を通じた発行）による資本増加手続に関する不透明性について誠実義務違反が問題とされたこと、及び株主が受けた損害が不当な価格による株式・持分の「譲渡」ではなく「取得」により生じていると主張された初めてのケースであるとされる⁽⁵⁾。また、本判決は、プロ投資家をはじめとする経験豊富な者が社員である場合には、自らの利益を保護するための情報を有するため、会社指揮者の誠実義務が軽減されるとする理解を示したと読むことができるように⁽⁶⁾、情報へのアクセスを判断するに際して社員の属性が考慮された事案でもある。

1 OBSAARの発行と取締役会への決定権限の委譲

（１）発行権限の委譲と発行の実施に関する透明性確保のための制度

OBSAARは資本にアクセスを与える有価証券（valeurs mobilières donnant accès au capital）の一種であり、その発行は特別総会（assemblée générale extraordinaire）の権限範囲に属する（商法典 L.228-92条）。特別総会決議を経る必要があることは、発行が株式の希釈化をもたらすためであると説明される⁽⁷⁾。しかし、法律上、特別総会はその発行権限を取締役に委譲することを認められている。特別総会による発行権限の委譲には、①証券発行のすべての態様（modalités）を特別総会が定めて権限を委譲する場合（実施権限の委譲、L.225-129-1条）及び②権限の委譲期間（26か月以内）及び資本増加額の上限を定めて権限を委譲する場合（決定権限の委譲、L.225-129-2条）の二種類がある⁽⁸⁾。

（５） REYGROBELLET, *op.cit.* (note 1), n° 3, p.558.

（６） DOM, *op.cit.* (note 1), n° 6, p.114.

（７） Jacques MESTRE, Anne-Sophie MESTRE-CHAMI et Dominique VELARDOCCHIO (dir.), *Le Lamy sociétés commerciales*, Wolters Kluwer France, 2019, n° 5083, p.2424.

発行権限の委譲がなされる場合について、フランス法は株主総会に対する事前及び事後の説明責任を課している⁽⁹⁾。まず、事前の説明として、権限の委譲を受ける取締役会からの株主に対する報告が必要となる（L.225-129条、R.225-113条）。特別総会は、資本増加について R.225-113条に定められた事項を記載した取締役会の報告書に基づいて決議するものとされ、取締役会はこの報告書において資本増加を行う理由等を含むあらゆる有用な情報（*informations utiles*）を提供しなければならない（R.225-113条）。次に、取締役会が株主総会から委譲された権限を実際に使用したときは、事後の説明として、追加報告書（*rapport complémentaire*）を作成しなければならない（L.225-129-5条、R.225-116条 1 項）。この追加報告書には株主総会が許可した方式に従いなされた手続の最終条件（*conditions définitives*）のほか、R.225-115条に定める情報が記載され、取締役会の会合の日から遅くとも 2 週間以内に本店所在地において直ちに株主に供され、また次回の株主総会において提出される必要がある（L.225-129-5条、R.225-116条）。

（２）株主総会への出席と発行の実施に関する追加報告書の提供

第一に破毀院が挙げたのは、X 社の社長（*président*）A が OBSAAR の発行についての決定権限を取締役に委譲することを決議した株主総会に出席していたことである。株主総会開催時点では、X 社は Acadomia groupe 社の株主ではないが、すでに同社の株主であった Capris 社の指揮者として A が株主総会に出席し、決議に参加していた。控訴院は、OBSAAR の発行に関する「決議について真剣な議論がなされ（…）、当該決議が（…）株主に見落とされたことは証明されていない」と判示している。さらに、決定権限の委譲期間は最大 26 か月とされているが（商法典 L.225-129-2 条）、破毀院は、本件事案において決定権限の委譲期間は 18 か月とされていることを挙げ、期間制限が遵守されていることを併せて強調した。

第二に破毀院が挙げたのは、取締役会による追加報告書の形式及び提供のための手続が遵守されたことである。本件事案において、破毀院は、追加報告書

（８） 株主総会から取締役会への権限の委譲の規制について、小倉健裕「フランス株式会社法における取締役会に対する新株発行権限の委譲（１）（２）」早大法研論集 163 号 55 頁，164 号 83 頁（2017）。

（９） 手続の詳細について、小倉健裕「フランス株式会社法における取締役会に対する新株発行権限の委譲（３・完）」早大法研論集 165 号 31 頁以下（2018）。

は「会社の自己資本を強化する必要性を理由として計画された手続について詳細に説明し、Acadomia groupe 社の主要な取引銀行が社債を引き受ける用意があることを明らかにしていた」として、株主総会による承認後、OBSAAR の発行が実現することが「予見可能 (prévisible)」であったとしている。また、追加報告書の提供に関する手続については、株主が追加報告書にアクセスできたことを強調し、破毀院は、追加報告書が「手続の実施前の 2 週間以内に株主に提供され」、「株主のうちプロ投資家、すなわち経験豊富と推定される者は、しかるべき期間にこれにアクセスでき」、「X 社は容易に情報にアクセスでき且つ自らの同意に影響を与える可能性のある情報について調査することができた」とした。ここでは破毀院は、プロ投資家であるという株主の属性に着目し、これらの者がより高い調査能力を有していることを前提に、株主が必要な情報を取得することができたと解したものと読める。また、そもそも追加報告書が株主の閲覧にすでに供されていた状況で X 社は資本参加を始めているため、X 社の会社指揮者はこれを知らなかったことの正当性を主張することはできないと判断されたとする説明もある⁽¹⁰⁾。

2 BSAAR の分離と行使に関する透明性

(1) OBSAAR の活用状況と株式の希釈化

OBSAAR は、資本にアクセスを与える債権証書 (titres de créance) に含まれるものである。OBSAAR は、有利な条件での資金調達手段となること、及び敵対的買収に対する防衛策としての側面があること (ポイズン・ピル機能) が注目され、2000年代後半よりフランスにおいて利用例が増えていた。こうした利用は、①株主の優先引受権 (droit préférentiel de souscription) が維持される場合、及び②予め指定された受益者 (主に銀行) に引受対象が限定される場合に分かれ一本事案は②に該当する一、株式の希釈化の可能性があることから、AMF は BSAAR による希釈化について株主に情報提供がなされなければならないことを 2008 年 3 月 18 日付の書面で勧告した⁽¹¹⁾。本件事案は実際にそうした株式の希釈化が生じた場面において、株主が自らに情報提供がなされて

(10) REYGROBELLET, *op.cit.* (note 1), n° 11, p.560.

(11) Position AMF n° 2008-09 - Émissions d'obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR), suivies d'une cession des BSAR au profit des salariés et/ou mandataires sociaux de la société émettrice, 18 mars 2008.

いないことを主張したケースである。

(2) BSAAR の行使に関する株主への情報提供

OBSAAR が発行され、社債に付随していた BSAAR が分離後に行使された場合、株式の希釈化が生じる。まず BSAAR の分離について、破毀院は、OBSAAR の発行時に、株主総会は引受権が社債から即時に分離されることを明示的に認め、これは銀行から指名された受益者に対して直ちに譲渡されうることを意味することを指摘した。そのうえで、株主総会は発行された社債に付随する引受権の行使時期を延期 (différer) することを予定しなかったことを挙げ、追加報告書では BSAAR について行使期間開始前に行使可能となるとする条項が置かれていたことに触れていないため情報が提供されていなかったとする X 社の主張については、こうした条項が「慣行的に用いられる条項 (clause usuelle)」であり、X 社が当該条項を知らないはずがないことを理由に、追加報告書における BSAAR の行使条件の記載に関する X 社の主張を認めていない。この点については、そもそも X 社が追加報告書の存在を知ることができなかったことを主として主張しているため、閲覧できていない当該報告書における記載の欠如を理由に X 社が欺かれたと解することはできなかったとも説明されている⁽¹²⁾。

3 市場に対する情報開示と会社指揮者の誠実義務の関係性の否定

(1) 社員に対する会社指揮者の誠実義務

社員 (associé) に対する会社指揮者の誠実義務 (devoir de loyauté) は、破毀院商事部1996年2月27日判決 (Vilgrain 判決)⁽¹³⁾においてはじめて明らかにされた判例法上の概念である。Vilgrain 判決では、少数派株主が自らの保有する非上場株式の譲渡を希望していたところ、同時進行していた支配権移転の交渉の存在を譲渡人に知らせずに会社指揮者が少数派株主から株式を自ら取得し

(12) REYGROBELLET, *op.cit.* (note 1), n° 12, p.561.

(13) Cass. com. 27 févr. 1996, *Bull. civ.*, IV, n° 65; *JCP G* 1996.II.22665, note Jacques GHESTIN; *Bull. Joly Sociétés* 1996, §164, p.485, note Alain COURET. フランスにおける会社指揮者の忠実義務について、重田麻紀子「フランス法における会社指揮者の忠実義務」法研89巻1号237頁 (2016)。

てそれを高値で売却したことが「会社指揮者があらゆる社員（associé）に対して負う誠実義務の違反」に当たるとされ、会社法上の「新たな義務（nouveau devoir）」⁽¹⁴⁾を生じさせた判決として特に注目された。Vilgrain 判決以降、会社指揮者の誠実義務が主に問題とされたのは、閉鎖会社において、株式の譲渡を予定している社員・株主に対して水面下で行われている第三者との交渉の存在を知らせずに持分・株式を取得し、その後それらを第三者に高値で再譲渡する会社指揮者の行為である⁽¹⁵⁾。破毀院は、会社指揮者が「同意（consentement）に影響を与える性質を有する情報を隠蔽した」場合に誠実義務違反があるとし⁽¹⁶⁾、その後、情報の範囲については破毀院商事部2016年4月12日判決において、当該情報が「会社指揮者のみが知りえた」ものであること⁽¹⁷⁾、すなわち社員が当該情報を知らなかったことに正当性が認められることを意味すること⁽¹⁸⁾を明らかにした。したがって、判例の立場によれば、社員が情報を知りえた場合には、会社指揮者の誠実義務違反は問題とされなくなる。

（２）市場に対する情報開示と会社指揮者の誠実義務

本判決において、X社は自らが受けた情報開示について、破毀申立て理由の第1点目においてはAMF一般規則における情報開示義務違反、第5点目においては株式取得に際して必要となる情報提供がなかったとして会社指揮者の誠実義務違反をそれぞれ問題にしたが、破毀院は破毀申立て理由の第1点目及び第5点目について、余剰な理由を批判しているとして無用であるとした。破毀院は、「X社は、その取得を行ったときに、公表されている情報のみを有して

(14) GRÉVAIN-LEMERCIER (K.), *Le devoir de loyauté en droit des sociétés*, Presses Universitaires d'Aix-Marseille, 2013, n° 33, p.53; SCHILLER (S.), « L'extension du rôle de la jurisprudence en droit des affaires », *Archives de philosophie du droit* 2006, t.50, p.221は破毀院が英米法に着想を得てこうした「新たな解決策（nouvelles solutions）」を導き出したとする。

(15) Cass. com. 12 mai 2004, n° 00-15.618, *Bull. civ.*, IV, n° 93; Cass. com. 12 mars 2013, n° 12-11.970, *JCP E* 2013.1195; *Dr. soc.* 2013, comm. 78, note Renaud MORTIER, *Rev. sociétés* 2013, p.689, note Thierry MASSART.

(16) *Ibid.*

(17) Cass. com. 12 avr. 2016, n° 14-19.200; *JCP E* 2016. 1584, note Philippe BRUNSWICK; *Bull. Joly Sociétés* 2016, p.709, note Edmond SCHLUMBERGER; *Rev. sociétés* 2016, p.509, note Katrin DECKERT.

(18) REYGROBELLET, *op.cit.* (note 1), n° 4, p.559.

いる外部の第三者の状況に置かれておらず、その指揮者は Domia Group 社の株主である Capris 社の代表者の資格において手続の条件について知っていた」と判示している。ここでいう「公表されている情報」とは、X 社が破毀申立て理由の第 1 点目において挙げる OBSAAR の発行に関する公衆に対するプレスリリース、第 5 点目において挙げる BALO の公告である。

こうした市場への開示情報の提供の問題と会社指揮者の誠実義務の関係について、控訴院は、Y の誠実義務違反を否定するために AMF が特段の調査 (enquête) を行っていないこと及び 2007 年 9 月 17 日の BALO の公告により株主への情報提供がなされたことを挙げた。しかし、破毀院はこうした控訴院が挙げた理由を「余剰 (surabondants)」なものとして評価している。その理由について、市場に対する情報開示は、インサイダー取引規制及び市場に対する透明性確保の目的を有するものであり、そこでいう情報開示義務違反は会社指揮者と株主の関係に影響を及ぼすものではなく、会社指揮者の誠実義務を問題にすることはできないと説明された⁽¹⁹⁾。これは市場に対する情報開示と社員への誠実義務の一環としての情報開示は目的からして異なるものであると捉えられていることを意味するとされる⁽²⁰⁾。また、BALO の公告については、発行手続の実施後に市場への情報提供のためになされるものであるため、社員への情報提供はそれ以前になされるべきものであると説明された⁽²¹⁾。会社指揮者が外部の第三者(社員でない者)に対して誠実義務を負うと解することを肯定する見解は皆無ではないが⁽²²⁾、前述したように、本判決において破毀院は、市場・投資家への情報開示と会社指揮者の社員への誠実義務の履行のための情報提供を異なる問題として捉えていると読める。

【本研究は、JSPS 科研費 18K12688 (若手研究) の助成を受けたものである。】

(19) REYGROBELLET, *op.cit.* (note 1), n° 15, p.561.

(20) REYGROBELLET, *op.cit.* (note 1), n° 5, p.559.

(21) REYGROBELLET, *op.cit.* (note 1), n° 16, p.562.

(22) 「将来の社員 (futurs associés) に対する一定の誠実義務」はあるとし、第三者を社員にさせるために虚偽情報を提供した場合には会社指揮者の責任を認める指摘はある (MASSART, note sous Cass.com. 22 févr. 2005, *Bull. Joly Sociétés* 2005, §244, p.1109)。ただし、あくまで虚偽情報の提供が問題となるのであり、まだ社員となっていない者からの問い合わせに対して情報を提供しないこと(不作為)については社員に対する誠実義務として問題にすることができないとする認識を示している。