

フランスにおける企業買収ルールの解釈と運用  
 ——市場慣行との相克・買収防衛策に関する論点を中心として  
 (フランス M&A 弁護士との対話) ——

Hubert Segain

(フランス弁護士、Herbert Smith 法律事務所パートナー)

Edward Thomas

(フランス弁護士、Herbert Smith 法律事務所オブカウンセル)

渡 辺 宏 之 (早稲田大学教授)

【はじめに】

本稿は、フランスの企業買収ルールに関し、市場慣行との相克や種々の買収防衛策に関する論点等を中心に行った、フランスの弁護士との質疑の記録である。セゲイン弁護士は、フランスの M&A の法律と実務に精通<sup>(1)</sup>している弁護士であり、公開買付けに関する最近のルール改正にも関与<sup>(2)</sup>している。トマス弁護士も同じく、M&A の法律と実務に精通している弁護士である。会談は、2011年2月、パリのハーバートスミス法律事務所で行われた。本記録は、英語で行われた会談の記録を、渡辺の監修により日本語に翻訳したものである。なお、参考資料として、「フランスにおける、公開買付けに係る証券の取引」に関する、同事務所の作成による補足説明文書と図表を掲載した。本稿が、フランスや欧州の公開買付制度（企業買収ルール）の理解を深めるために資することができれば幸いである。

[渡辺 記]

(1) Segain 弁護士と筆者は、2009年6月にもフランスの企業買収ルールのあり方についてパリで会談を行っている。その記録として、Hubert Segain=Alexandre Chanoux=渡辺宏之「フランスの企業買収ルールの実態と運用〔フランス弁護士との対話〕」季刊企業と法創造23号152頁以下（早稲田大学《企業法制と法創造》総合研究所、2010年）参照（<http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/pdf/23/17.pdf>）。

(2) Thomas 弁護士は、各法域の M&A を専門とする弁護士により執筆される、2011年版 M&A 法制年鑑における、フランスの法制に関する記述の執筆者の一人である。Frederic Griller, Edouard Thomas “France” in *The International Comparative Legal Guide To Mergers & Acquisitions 2011* (London, 2011) 102.

【目 次】

1. フランス上場会社の株式保有構造と公開買付けのあり方への影響
2. 公開買付けへの応募に関する撤回不能な合意 (irrevocable undertakings)
3. 買収防衛策 (1) (複数議決権株式・特定可能な無記名証券・支配権移転条項等)
4. 買収防衛策 (2) [フランス版ポイズン・ピル (bon Breton)]
5. 公開買付けに係る証券の取引とエクイティ・デリバティブ等への対応
6. 公開買付けにおける金融機関の役割
7. 買付文書における記載内容
8. フランスと英国におけるマングトリーオファー・ルールの機能の相違
9. 制度改革の要望

[補足資料及び図表] フランスにおける、公開買付けに係る証券の取引

### 1. フランス上場会社の株式保有構造と公開買付けのあり方への影響

**渡辺:** セゲイン弁護士・トマス弁護士、本日はお忙しいところ、会談に応じて頂き誠にありがとうございます。私は近年、英国・ドイツ・フランスをはじめとする欧州の企業買収ルールについて、公私にわたり調査を繰り返してきました<sup>(3)</sup>が、調査研究を進めるにつれいろいろと新たな疑問が出てきます。また、最近、各国のルールが、欧州全体の中でいかなる特色を有し、そしてそれぞれをいかに位置づけるかという点にも、非常に関心を有しているところです。本日は、フランスの公開買付ルールをはじめM&Aの法律と実務に精通されたお二人に、いろいろとお話を伺いたいと思います。どうぞよろしくお願い致します。

**セゲイン:** 渡辺教授、本日はおいで頂き誠に光栄です。我々の知見に基づいてできるだけご質問にお答えし、議論を行うことができれば幸いです。日本では、現在、企業買収ルールの改正に取り組んでおられるのでしょうか。

**渡辺:** 企業買収ルールを全面的に見直すには、証券取引法制(金融商品取引法)の改正が必要となり、おそらく、会社法の改正も併せて必要となります。けれども、ご承知のように、企業買収は極めて微妙な問題です。ですから、時間がかか

---

(3) フランスを含む欧州の企業買収ルールの分析とその示唆に関する筆者の見解については、以下の文献を併せて参照頂ければ幸いです。渡辺宏之「TOBルールをめぐる欧州からの『示唆』」金融・資本市場研究創刊号65頁以下(社団法人流動化・証券化協議会、2010年3月)、“Hiroyuki Watanabe, Designing New Japanese Takeover Regulation Regime ~Suggestion from the European Takeover Rules, Zeitschrift für Japanisches Recht, Nr. 30 (Max-Planck-Institute für Privatrecht, 2010)”. (以下のウェブサイトで閲覧可能) (<http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/publish01.html>) 89.

ります。現在も調査と議論が継続されているところです。

**トマス：**方向性としては、欧州大陸又は英国の動きに合わせてやということなのでしょう。

**渡辺：**私個人的には、英国と欧州大陸の制度の中間あたりが、日本にとっては最適だと思っています。

**セゲイン：**それでは、本日のご質問についてお伺いし議論したいと思います。

**渡辺：**まず、前提となる一般的な質問をさせて頂きたいと思います。フランスの上場会社における株式保有構造と、これが企業買収に及ぼす影響については、いかにお考えでしょうか。

**トマス：**我々は、CAC40を構成する会社の株主構造を調査してみました（CAC40はフランス株価指数であり、NYSE-Euronext Parisに上場されている株式銘柄のうち、時価総額上位40銘柄を選出して構成される調整時価総額加重平均）。その結果、これらの会社の株式資本の大半、通常は少なくとも約60%は一般投資家に保有されていることがわかりました。

第一に、CAC40構成企業における主要な株式保有は、いわゆる“free float”な流動性の高いものであり、この中には、10%未満の少量の株式を保有する機関投資家（銀行・保険会社、上場会社に投資するファンド等）も含まれます。こうした機関投資家による“free float”な保有は、通常は全体の10-20%程度ですが、場合によっては全体の60%に達する場合があります。

第二の категорияは支配株主です。通常は株式資本の10-30%を保有する特定の大株主が存在しますが、時にはそれ以上保有しているケースもあります（例えば、AtremisによるPPR株式の40%保有等）。支配株主は他の事業会社であることもありますが、大半は、他の上場・非上場会社の株式保有を目的とする持株会社です。さらに、民営化された会社では、国の政策との関係で、政府が依然として支配株主として留まっている場合もあり、その場合の保有比率は通常は10-30%程度ですが、それ以上となる場合があります（例えば、EDFの場合、80%の株式資本を政府が保有しています）。

第三の категорияは、従業員による2-10%程度の保有です。フランスでは、従業員に対して増資の際等に株式を割当てるルールがあるためです。さらに、民営化された企業では、民営化法により、会社はかなりの割合の株式を従業員のために留保しなければなりません。

**渡辺：**フランスでは、株式の発行会社が株式を自社保有できるのですね。

**トマス：**できます。通常であれば、10%を限度として、その株式資本の一部を保有します。

**渡辺：**対象会社の30%以上を所有する大口株主の割合についてはどうでしょう

か。

**トマス**：フランスの最大手企業のカテゴリーでは、持ち分が20-30%を超える株主はほとんど存在しないようです。というのも、別の企業グループ、一族または投資家が過半数を所有するのが一般的である中小企業の場合とは異なり、フランスの最大手企業グループでは、資本が極めて分散しているからです。一方で、小規模な上場会社では、別の企業グループや家族、もしくは過半数の株式を保有する支配株主に、主として株式が保有されているようです。

**セゲイン**：フランスの上場会社の株式構造に関するいくつかの研究によれば、家族（通常は創業者一族）による株式保有の重要性が示されていました。これらの家族支配株主は、非上場の家族持株会社を通じて株式を保有していることが一般的です。

## 2. 公開買付けへの応募に関する撤回不能な合意 (irrevocable undertakings)

**渡辺**：フランスの企業買収ケースに関する私の調査結果によれば、多くの企業買収が次のようなプロセスで行われています。まず、買収者が、対象会社株式の半分を超える株式を取得します。この比率には、撤回不能な合意 (irrevocable undertaking) についても含まれます。その後、買収者が公開買付けを実施します。私の理解によれば、以上が、フランスの上場会社の企業買収実務に典型的に見られる特徴ですが、このような理解でよいでしょうか。

**セゲイン**：ご理解の通りです。買付者は対象会社にブロックホルダーが存在するか、そしてそれらを売却してもらうことが可能かを調査します。買付者は、対象会社株式の30-50%に相当する相当な割合の、単一もしくは複数のブロック株式を買うことが典型的です。買付者が上場会社の30%もしくはそれ以上の株式資本か議決権を獲得すれば、残存株式に対して義務的公開買付けを行わなければなりません。あるいは、買付者は、公開買付けを行う前に、主要な株主と、買付けに応募する旨のいわゆる「撤回不能な合意 (irrevocable understandings)」を締結しようとするのが一般的です。

**トマス**：フランスでは、英国と異なり、厳密には、撤回不能ではありません。それは、公開買付手続全体を貫く競争原則のためです。株主にとって最高の価格が実現されるよう、公開買付手続には、他の買付者が随時最初の買付者よりも高い価格を提示できる余地がなければなりません。ですから、確定的な応募や合意とはいっても、最初の買付価格を上回る価格の競合する買付けが行われた場合には、取り消すことが可能になっています。ですから、買付けに応募する旨の合意を株主と交わすことはできるものの、この合意には、市場でさらに有利な買付けが行われれば無効になるという制約があります。

**渡辺**：厳密には、完全なる撤回不能ではないわけですね。

**トマス**：99%は撤回不能であるものの、競合する買付けがさらに有利な価格で行われた場合には、そうではなくなり、合意が無効になります。けれども、それ以外の場合には、撤回不能といえます。このことは、株式を応募することに合意した株主は、別の買付者が参入しない限り、合意に拘束されることを意味します。このような合意が有効とされるためには、以上の内容の条項を盛り込まなければなりません。

**渡辺**：実際には、そのような条件の下で、いわゆる撤回不能な合意が許されるわけですね。

**セゲイン**：この点については、判例が確立されています。その有効性を確認する控訴院の判決があります。

**トマス**：それが有効な合意とされるためには、①公衆に開示され、かつ②第三者が競合する買付けを行うことを妨げないものでなければなりません。一般的には、応募する旨の合意には、当該合意によって受益者が競合買付けにおいて不利となる場合には無効となる旨の条項を定めなければなりません。

### 3. 買収防衛策（1）（複数議決権株式・特定可能な無記名証券・支配権移転条項等）

**渡辺**：次に、買収防衛策についてお伺いしたいと思います。

**セゲイン**：我々の事務所が作成した、フランスの買収防衛策に関する資料では、企業買収をめぐるCAC40銘柄企業ごとの違いをまとめています。その構成ですが、エグゼクティブ・サマリーとして、各社が行ったあらゆる防衛策を4ページにまとめました。その次に、別紙で各社の防衛策を分析しています<sup>(4)</sup>。

**渡辺**：その資料を拝見しますと、複数議決権株式について言及されていますね。私の理解によれば、これは、EU企業買収指令のブレイクスルー・ルール (breakthrough rule) に対する例外だと思えます。

**トマス**：これは、「1株1議決権」ルールに対する例外です。

EUとしては、フランスの複数議決権株式が気に入らないため、法律を改正するようフランスに求めています。「1株1議決権」の原則を欧州全体に広げたいので、EUとしては、好ましくないわけです。ECは、この問題につき検討することを2007年に決定しました。いくつかの国の会社法に複数議決権が導入されたとはいえ（例えばオランダ）、ベルギーやドイツ等の多くのEU諸国では、そうした制度の導入を拒否しました。

---

(4) Herbert Smith e-bulletin (December 2010)

フランスにおける複数議決権は、株式ではなく、株主自身に伴います。複数議決権は一定期間の株式保有により付与されるため、短期的な株主と長期的な株主の間での不平等をもたらします。その結果、複数議決権制度は多くの批判に晒されました。

**渡辺**：それは指令に抵抗した結果ですか。

**トマス**：ええ。抵抗と交渉です。指令の草案をめぐる交渉の席で、フランスは、「1株1議決権」の原則に抵抗しました。複数議決権は、会社を防衛するのに役立つため、英国でも、フランスに似た制度を導入することを現在検討していると聞きます。株式のリターンが優れていると思われる家族所有も保護できます。

**渡辺**：資料では、特定可能な無記名証券 (identifiable bearer securities) についても言及されていますね。それはどういうものですか。

**トマス**：ほとんどのフランスの上場会社では、定款により、無記名証券の背後に誰がいるのかを調べる権限を会社に与えています。2001年のフランス商法典改正以降、会社が最初に見つけた受益者が、真の受益者ではないと思われる場合には、無記名証券の背後にいる真の株主であると確信できる者が見つかるまで、調査を続けるよう求めることができます。

**渡辺**：Euronext や会社は、真の受益者について知るべき、その調査をどのように実施するのですか。

**トマス**：フランス商法典の L.228-2条に規定されています。私の理解するところでは、その調査は通常、集中清算機関である Euroclear France により行われます。Euroclear France は、要請のあった会社に対して、受益者のリストを提供します。これは対象会社にとって、自らの株主構成を知り、潜在的な敵対的買収の可能性を知る良い機会を提供することになります。

**渡辺**：とても参考になりました。資料では、支配権移転条項にも言及されています。2008年版の貴事務所の資料によれば、CAC40企業での導入比率が37.9%になっています。私が予想していたよりかなり低い割合ですが、その理由はどういうところにあるのでしょうか。

**セゲイン**：なぜかと言えば、新しい法律の規定により、会社が、支配権移転条項及び一切の企業買収防衛策について年次報告書に記載するよう義務づけられたのが、2006年法によるものだからだと思います。ようやく、おそらく弁護士全般が、この法律に慣れ、効果的に利用し始めていることでしょう。

2011年版の統計では、CAC40企業での採用比率が77.5%と急激に増加しています。

**渡辺**：なお、この資料の冒頭で、各会社の株式構造の開示の一環として、株主総会の議事録における開示についても言及されていますね。これについては、実際

にはどのようなやり方で開示するのでしょうか。

**セゲイン**：株主総会の議事録もしくはその抄録は、商業・会社登記簿から閲覧可能です。AMF（金融監督庁）も、上場会社に対して、総会の議事録を会社のウェブサイトで公表するよう勧めています。

**渡辺**：また、AMFにより、フランスの上場企業の株式保有構造に関する情報が発表されるようですが、具体的にはどのように公表されているのでしょうか。

**セゲイン**：AMFにより市場に提供される情報は、多くの部分から構成され非常に多様です。AMFは公開会社のM&Aに関する情報を提供し、またAMFは、各決定やコメント、さらには公開買付けが行われた都度、当該対象会社に関するパブリック・リリースを公表しています。

#### 4. 買収防衛策（2）〔フランス版ポイズン・ピル（bon Breton）〕

**渡辺**：それでは、次に、フランス版ポイズン・ピル（bon Breton）についてお伺いしたいと思います。フランス版ポイズン・ピル（bon Breton）とは、公開買付け期間の終了前に、買収者を含めた全株主に対し、新株引受権証券（BSA. Bonsde Souscription d'Actions）を無償もしくは極めて低い価格で付与するものであり、アメリカ等で一般的なポイズン・ピルとはやや異なり、差別的行使条件を伴うものではないと聞いています。また、その目的は、対象会社は、買付価格が満足できる水準になれば、株主に対して極めて低い額面価格で新株引受権付証券をほぼ無償で付与し、買付者の株式を希釈することにあると聞いています。お伺いしたいのは、買付者が、bon Bretonによって発行された株式を取得することは可能かどうかということです。

**セゲイン**：そのような例はこれまでありませんが、bon Bretonは、最初の公開買付けには含まれないと思います。買付期間中にbon Bretonが割当てられ、公開買付けの結果が出ます。そこで、bon Bretonを行使して新株引受権付きの株式を発行します。けれども、買付者は、これらの株式を取得するために買付けを再開することができます。ですから、最初の買付けには含まれないわけです。

**渡辺**：新しい買付けということですか。

**セゲイン**：以前の買付けの再開です。

**渡辺**：それでは、対象会社がbon Bretonを発行した場合に、買付者が、買付価格を引き下げることが可能でしょうか。

**セゲイン**：ええ、実際には可能だと思います。というのも、対象会社がbon Bretonを発行した場合、買付者としては、「対象会社の実質を変えようとしている」と主張するでしょう。これは、買付者にとって、自らの公開買付けを撤回することができるということです。従って、前よりも安い価格で買付けを再開でき

ることにもなります。

**トマス**：通常は、買付けが不適當になるような特別な事情が生じた場合を除き、買付けを撤回することはできません（これが大原則です）。10の価値のある会社について10を提示したものの、bon Bretonが発行された場合には、株式の評価が変わってしまうため、これに抗議し、また、bon Bretonの発行に伴う株式の希釈を根拠に株式の価値が変更されたという事実にもとづき、買付けの撤回を認めるようAMFに求めることができます。

**渡辺**：会社の実質が変化した場合なら、買付けを撤回することが可能だということですね。

**トマス**：ええ。

**セゲイン**：けれども、これは、買付価格の引き下げを買取者に許す事情になります。

**トマス**：また、買付条件も変更不可能です。これを申請した時に、凍結されます。価格を引き上げる場合は除外されます。価格を引き上げ、条件を有利にすることは随時可能です。けれども、条件を不利に変更することはできません。

**渡辺**：もしそうであれば、これは一種の買付けの撤回ですか。それとも、新たな公開買付けとみなされるわけですか。

**トマス**：公開買付けそれ自体は撤回ができません。少数の例外があるだけで、非常に限定されています。1つはトラスト（市場支配）防止です。

2つ目に、成否を決めるためのスレッシュホールドを設けることもできます。これは、買付けの終了時に一定のスレッシュホールド、通常は会社の株式の50%に達しない場合、そのような割合の株式を取得できなかった場合に、買付を取り下げることを認めるものです。

3つ目の条件は、株式を対価に含む公開買付けの場合、買付者の株主総会における承認を要件にしうることです。ですから、買付けにこのような条件を付けることが可能です。つまり、株主が、公開買付けにおいて提供される証券の発行を認めない場合には、買付けを取り下げることができることとなります。

買付けを撤回できる4つ目の場合とは、対象会社の事情が変化し、その実質が著しく変化したため、公開買付けが不適當になった場合、つまり、この変化の結果として公開買付けの条件が不適當になった場合です。

**渡辺**：公開買付けを撤回するための要件は、買付けに付帯可能な条件と密接な関係がありますね。

**セゲイン**：まさにその通りです。両者は完全にリンクしています。

## 5. 公開買付けに係る証券の取引とエクイティ・デリバティブ等への対応

**渡辺**：次に、公開買付けに係る証券の取得についてお伺いしたいと思います。

**セゲイン**：極めて複雑な仕組みです。最近改正されました。

**トマス**：複雑な点は、フランス法では、公開買付けには複数の段階あるいは複数の期間があることです。また、それぞれの期間につき、株式を買い増ししてもよいかどうかを決定するための特別なルールがあります。一定の期間中は、買い増すことが許されず、また、他の期間については、一定のスレッシュホールドに達するまで許されます。

ですから、通常の場合ですが、一般論として、買付期間中には、支払う価格が買付価格を下回らない場合には30%を限度として、基本的には市場における株式の取得を再開できます。また、公開買付けの買付期間全体で見ると、公開買付けの公表から公開買付けそれ自体を開始するまでの期間中は、株式を取得できません。これが、買付けとの関係で重要な二つの期間です。

最初の期間は、買付けの公表時を始期とします。この期間中は、株式を取得できません。禁止されています。これは、市場及び株価の混乱を防ぐためです。

けれども、買付けの条件が公表され、買付けが始まれば、一定の例外はあるものの、株式の取得を再開できます。また、現金のみを対価とする買付けと、株式も併せて対価とする買付け（交換買付、exchange offer）とでは、ルールが異なるため、この両者を区別しなければなりません。ですから、極めて細かく、複雑です。（本稿末尾に参考資料として掲載）

**渡辺**：次に、エクイティ・デリバティブを用いた隠れた議決権の問題について、具体的に質問したいと思います。エクイティ・デリバティブのAMFへの届出が免除される場合について具体的にはどうなっているのでしょうか。

**セゲイン**：フランスの制度は、英国とは異なります。フランスにおいて、現金決済のエクイティ・デリバティブの場合には、現金で決済した株式の保有者が株式の5%以上を常時保有する場合を除き、届出の必要がありません。

最近のケースを見ると、規制が十分に機能せず、買付者が金融機関を通じて、開示義務を全く負わずに現金決済デリバティブを保有することを可能にしています。

現金決済デリバティブは、最近のLVMH-Hermesのケースでも使用されました。Wendel-Saint-Gobainケースも同様の観点から挙げておくべきでしょう。Wendelは4つの金融機関とそれぞれ別のトータル・リターン・スワップ契約を締結し、AMFへの届出を行うことなく、Saint-Gobainの株式資本の17.6%を取得しました。

現在フランスでは、現金決済デリバティブに関するルールを、経済的利益に着

目する英国の制度に近づけるべく、改正が検討されています。2011年6月29日に、Philippe Marini 議員により改正案が提出されましたが、検討のうへ年内にはおそらく議会で承認されるものと思われます。

**渡辺**：ところで、私の理解によれば、フランスでも、最近、大量保有報告の対象に関して、「金融商品」という包括的な概念が導入されましたね。

**セゲイン**：先生は、フランスの多くの弁護士よりも、事情に詳しいですね（笑）。ええ。最近改正されました。

**渡辺**：その定義は、どのようなものでしょうか。

**セゲイン**：以前よりも、範囲が広がっています。それがポイントです。

**トマス**：これは、フランス特有の問題の一つであり、過去には、「金融商品」や“Valeur Mobiliere”など、複数のカテゴリーが存在しました。また、証券全般を対象とするルールもあれば、Valeur Mobiliereを対象とするもの、また、金融商品を対象とするルールもあったため、ある種、混乱していました。このため、あるルールを解釈する際に、実際にはすべての証券が対象になるのか、特定の種類の証券のみが対象になるのかを判断するのが困難でした。

ですから、制度を簡素化するため、現在では、ある種、カテゴリーを統一し、すべてを金融商品というカテゴリーに含めることで、以前よりもはるかにルールを適用し易くなりました。

**渡辺**：現在の概念は、非常にシンプルに見えます。

**トマス**：今では、以前よりもシンプルです。そして、ある面では、従来のカテゴリーを再編したものです。従来のカテゴリーは、まだ残っているものの、この総称の下に置かれています。

## 6. 公開買付けにおける金融機関の役割

**渡辺**：ところで、先ほど、保証銀行 (guaranteeing bank) について言及されました。フランスの公開買付実務においては、二重の保証制度が採用されていると聞いていますが。

**トマス**：実際には、まず、買付けを行う会社が、公開買付けを申請する主体であってはなりません。仲介的な金融機関を通さなければなりません。ですから、申請を行うのは実際には、この銀行です。

**渡辺**：提示銀行 (presenting bank) ですね。

**トマス**：その通りです。また、この銀行が、最も重要な、取得した株式に対する支払いをはじめとする買付けの条件について、最初に保証しなければなりません。ですから、実際には、AMF と市場に対して、銀行が買付けの条件を保証します。

買付者が最終的に支払わない場合、銀行が払わなければなりません。これが最初の保証です。けれども、通常であれば、銀行は、買付者に対して、当然、二次保証（バックアップ）を要求します。例えば、初日に銀行が申請を行い保証した時、同時に並行的な保証を買付者に要求します。これは、銀行が公開買付けのために行った保証に対する保証です。

**渡辺**：非常に安全ですが、とても費用がかかるように思えます。

**トマス**：費用がかかります。けれども、フランスの仲介金融機関が、買付者から二次保証もなく公開買付けを申請するなど、想像もできません。

**セゲイン**：フランスの制度は、株主を保護し、また、公衆を保護するよう構成されています。ですから、他の国々の制度よりも少し余計に費用がかかります。先生の意見に賛成です。他よりも費用がかかります。けれども、他方で、高い安全性がこの制度の特徴であり、フランスには存在しない英国流の資金証明制度の代替となっています。

**渡辺**：安全性と費用のバランスを図っているわけですね。

**セゲイン**：その通りです。エドゥワルド（トマス弁護士）がお話したように、提示銀行は二次保証を受けるのですから、それほど高コストだとは思えません。それに、それほど長期間ではありません。

**渡辺**：わかりました。ありがとうございました。

**トマス**：公開買付けは銀行にとっても撤回不可能であることにも、留意する必要があります。公開買付けの申請日に保証は効力を発します。このことは、もしも買付者が逃亡したり自らの支払義務を履行しなければ、銀行が買付けに対して責任を有し全ての応募株式を買い取らなければいけないことを意味します。

## 7. 買付文書における記載内容

**渡辺**：次に、買付文書における従業員に関する記載又は労働条件についてお伺いしたいと思います。

**トマス**：買付文書には、当然、大量の情報を盛り込まなければなりません。そして、従業員に関する方針を明らかにすることが重要です。従業員の一部について解雇を予定しているかどうか。どのような相乗効果を上げようとしているのか。買付後、従業員の状態にどのような影響が及ぶのか。

ですから、これらの文書においては、実に大量かつ詳細な情報を明らかにしなければなりません。また、我々の経験では、これは、書くのが実に難しい箇所です。買付けの実際の目的及び意図を開示するだけでなく、将来何かをすることに決めている場合には、現時点では何もする気がないと市場に判断されることのないよう、十分な時間をかけて言葉を選ばなければならないためです。

けれども、従業員に関しては非常に気を使うことがフランスの伝統であることは間違いありません。また、買付けが対象会社の従業員にもたらす結果についての実に詳細な情報を、目論見書で明らかにする情報や、買付けのために作成する文書に盛り込まなければならないことは間違いありません。

**渡辺**：ドイツでは、買付文書において、対象会社が、買付後に従業員に対して何もしないと思うことが一般的だと聞いています。その場合でも、買付文書における大ざっぱな記載は、虚偽記載とはならないと考えられているようです。

**セゲイン**：買付者に対する法的責任が生じないよう、これらの文書を極めて注意深く作成します。何が起きても不思議ではなく、敵対的買収の場合、買収者は、従業員をどのように扱うかについては決めていません。ですから、極めて一般的な内容を、時には 3～5 行程度記載します。

**トマス**：買付者は、従業員が公開買付けについて知った時に、最小限の情報しか与えたくないと考えることもしばしばありますが、これはきわめて難しい問題です。けれども、この場合についても、AMF の文書（ルール、この情報に関する指示）では、実に詳細な情報を明らかにするよう求めています。また、AMF も、ルールを確認し、提出された書類を綿密にチェックします。

**渡辺**：ありがとうございます。次に、買付文書における実質的な受益者の開示に関してお伺いしたいと思います。

私の理解によれば、英国における実質的な受益者の開示とは、投資家を無制限に開示することを意味しません。例えば、投資家の名前を開示しなければならないかどうかは、ファンドの種類によります。特に、ファンドマネジャーの裁量に委ねられているファンドの場合には、ファンドを開示するだけでよい一方、ファンドマネジャーの裁量に委ねられていないファンドの場合には、投資家の名前を開示する必要があります。また、ドイツでも、類似の慣行が存在します。フランスではどうでしょうか。

**セゲイン**：正直なところ、それに対する答えはわかりません。というのも、この場合に関する特別なルールが存在するのかが不明だからです。資産運用会社が、各社に対する持分を開示する場合については、特別なルールは存在します。また、資産運用会社が所有するすべてのファンドの株式をまとめても良いかどうかと、裁量権があるかどうかについても、特別なルールが存在します。

ですから、それが、新規株式公開の場合に見られるものです。従って、買付文書の場合ではなく、一部の国々において、新規株式公開の際に、保有するすべてのファンドの実質的な受益者をすべてを開示するようファンドに義務づけている場合です。

けれども、これは、新規株式公開の場合です。公開買付けの場合については、

一切要件がないと思います。要件があるとすれば、「公正な開示」だと思います。

**渡辺**：英国とドイツでは、透明性指令に準拠していると聞きましたが。

**セゲイン**：ええ、けれども、透明性は、私が最初に申し上げた点、つまり株式保有関係の開示に関係するものであり、買付文書とは無関係です。フランスでは、相互に独立した二つのルールが存在します。フランスでは、買付文書に関する特別なルールは存在しません。「公正性」の原則だけです。けれども、株式保有関係の開示ルールを問題にするのであれば、フランスでも、ドイツや英国と事情は同じです。原則として、すべての株主を開示しなければなりません。ただし、投資に関する裁量権がない場合は別であり、その場合には、まとめて開示しても構いません。

#### 8. フランスと英国におけるマンドトリーオファー・ルールの機能の相違

**渡辺**：次に、マンドトリーオファーの場合に満たさなければならない条件についてお伺いしたいと思います。

欧州の企業買収ルールは、マンドトリーオファーであるか、ボランタリーオファーであるかに関わらず、買付者が基本的にすべての株主を勧誘するよう義務づけています。また、買付者が、買付期間の最初に設定した株式の最低比率（一般に50%又は3分の2）を取得できなかった場合には、公開買付けが無効になるのが普通です。このような条件下であれば、強圧性をめぐる問題は、理論上生じません。

英国でも、マンドトリーオファーによる公開買付けに付すことのできる条件はこれだけです。これに対して、ドイツとフランスの場合、取得した株式の最低比率をマンドトリーオファーの条件とすることは認められませんが、ボランタリーオファーの場合には、このような条件が当然認められています。付帯可能な条件のこのような違いは、株式の保有構造をめぐる英国と欧州大陸諸国との違いによるものだと思います。

**セゲイン**：なぜ違いがあるとお考えでしょうか。フランスにおいて、マンドトリー・オファーに条件を付けることは一切できません。

**渡辺**：英国の場合、株式の大口保有がほとんど存在しないからだと思います。ですから、マンドトリー・オファーにおいて、最低取得比率の条件を受け入れることは合理的です。むしろ、好ましいでしょう。他方で、フランスには適していません。むしろ、マンドトリー・オファーの場合には禁止すべきということは、これもよく理解できます。

**セゲイン**：経済的な理由によるものかどうか、市場の構造によるものかどうかよくわかりません。規制当局と議会の考え方によるものだと思います。フランス

とドイツにおける考え方では、株主を保護することが目的であるのに対して、英国では、銀行と企業を保護することが目的のように思います。

ですから、通常は、フランスやドイツよりも英国の方が、投資家との親和性があります。保有構造や大口株式の構造等に関係しているとは思いません。制度を通じて誰を保護したいかによるものだと思います。

スレッシュホールドを超えた者は、他の全ての株主に対して同一の退出条件を提供すべきであるということから、フランスにおけるマングトリーオファーは制裁と見ることもできます。

**トマス**：フランスにおける理念としては、過半数の変更です。上場会社の支配権を取得したければ、そうするのは自由です。けれども、株式の取得により、マングトリー・オファーのスレッシュホールドを超えた場合には、その会社から撤退する機会を他のすべての株主に与える義務があります。ですから、これに条件を設けることは一切できません。というのも、条件を設けられないことも、保護の一環だからです。

また、経済的な理念として、会社の支配権が変更された場合ですが、初期に投資した投資家は、一定の経営状態を前提としていたはずで、支配権が変更されれば、その会社の経営方法も変わる可能性があります。ですから、撤退する機会を株主に与えるべきです。また、これに条件を設ければ、機能しなくなります。

**渡辺**：英国とフランスとでは、企業買収ルールの機能が少し違うように思います。フランスでは、株式の買収請求権 (sell-out right) の一種であると見なすべきではないでしょうか。

**トマス**：公開買付制度に、一定の状況下で投資した少数株主を保護する目的があることは明らかです。状況が変化した場合には、これらの株主に、自分たちの株式を売却し、退出する機会を与えるべきです。それが制度の理念です。

**渡辺**：株式の大口保有が少ない英国では、制裁的な性格が強いのではないのでしょうか。マングトリー・オファーのスレッシュホールドを超えて市場で株式を取得すると、格段に厳しいマングトリーオファー・ルールが適用されるため、買付者は極力、スレッシュホールド未満の地点からボランタリーオファーを行うこととなります。

けれども、ドイツやフランスでは、企業買収の多くが次のような方法で行われるため、スレッシュホールドが導入されても、公開買付けにおける対象会社の全株式に対する勧誘を前提とすれば、それほど影響は大きくないと思います。まず、買収者が対象会社の過半数の株式を取得し、その後で、公開買付けを行う。このような公開買付けのプロセスが一般的であるならば、3分の1又は30%の、マングトリーオファーのスレッシュホールドが導入されても、大変厳しいもので

はありません。

また、フランスではマングトリーオファーのほとんどが、次のようなものと理解しています。買付者が、まず、対象会社株式の過半数を意図的に取得し、その後で、買付者が、マングトリーオファーを行います。ですから、その場合のマングトリーオファーは強制的なものというよりは、自発的な意思に基づくものです。

トマス：そうですね。スレッシュホールドを超える場合は、いつでも意図的なものです。他のM&A取引に従事し、上場会社を所有する持株会社の支配権を獲得した場合、マングトリー・オファーに着手する義務を負わざるを得ない場合もあります。けれども、市場で株式を買うか、大口の株式を買い、スレッシュホールドを超える場合には、自発的に公開買付けを行うのが普通です。ですから、ある面で、自らを自発的に義務的な状況に置くことになります。その点については確かです。

渡辺：なるほど、良くわかります。

トマス：特に、テクニカルな理由からスレッシュホールドを超えてしまった時や、ある面で、自発的な行動によるものではない時など、何らかの例外的事情がある場合には、この点について、AMFを通じ、弁明することができます。また、限定された期間のみ株式を保有する場合にマングトリー・オファーに着手する義務を負わないなどの例外もあります。

渡辺：マングトリー・オファーの例外ですが、マングトリー・オファーが免除される保有期間期間は合理的でしょうか。

トマス：6カ月間です。

渡辺：その期間は合理的ですか。そうした適用除外には他の要件はないのでしょうか。

トマス：固定されています。スレッシュホールドのテクニカルな超過の許容限度は、かつて3%でした。以前は、マングトリー・オファーのスレッシュホールドが3分の1でした。スレッシュホールドである3分の1を3%までしか超えられませんでした。今では、上限がありません。ですから、3%を超えてもAMFに適用除外を申請できます。

しかしながら、会社の支配権を取得する意図がなく、かつスレッシュホールドを超える期間が限られていることをAMFに証明しなければなりません。その期間は、6カ月以内です。これは、保有比率を6カ月以内にスレッシュホールドを下回る水準に戻さなければならないことを意味します。また、もう一つの条件は、スレッシュホールドを超えた部分の株式については、これに伴う議決権を行使できないというものです。議決権を取り除けば、市場を損なうことはありません。

ん。

**セゲイン**：期間を 6 カ月に設定したことで興味深いのは、買付者は超過部分を市場にまとめて放出して株価を下げることなく、市場に売り戻す期間が 6 カ月間あるという事実です。

**トマス**：他にも、買付者が特定の状況下において AMF に申請できる、若干の適用除外がルールに列挙されています。これらの適用除外は一時的なものではありません。

**渡辺**：なるほど。極めて合理的な仕組みですね。

### 9. 制度改革の要望

**渡辺**：では、最後に、フランスの企業買収制度の長所と短所についてどうお考えか質問したいと思います。

**セゲイン**：その点については、ぜひ先生の論文を拝見したいと思います。先生は、複数の国について研究されているため、長所と短所については、むしろ我々よりも見通しがきき、我々よりも、大局的に見ることができるのではないのでしょうか。

**渡辺**：ありがとうございます。フランスの公開買付ルールを改正するための具体的な提案はありませんか。

**セゲイン**：交換買付けを、これまでよりも親和性の高い方法で認めるべきだと思います。現時点において、買収する側の企業が EU 域外の会社である場合、純粋な交換買付けを行うことは不可能です。日本の企業が、株式交換だけでフランス企業を買収したいとしても、そうすることができません。これは正常な状態ではないと思います。

**トマス**：先程お話していた Wendel と LVMH の事例、現金決済のエクイティ・デリバティブを用いた場合にその会社の本当の株式保有比率が隠されてしまう場合ですが、フランスのルールでは、まだ、この点が考慮されていません。ですから、実際には、このような経済的利益のベールで隠された部分を見通し、現金決済の仕組みと経済的利益にもスレッシュホールドが適用されるようなルールが必要であることは明らかです。先ほど言及した Philippe Marini 氏による提案は、この問題に関するフランスのルールを改正するための、良い契機だと思います。

**渡辺**：ありがとうございました。

**セゲイン**：渡辺教授、ありがとうございました。先生の次の欧文の論文を楽しみにしています。

**トマス**：渡辺先生、ありがとうございました。

**渡辺**：大変参考になる示唆的なお話を頂き、誠にありがとうございました。

## 【参考資料】 フランスにおける、公開買付けに係る証券の取引

（作成：Herbert Smith 法律事務所 パリ）

### はじめに

以下の資料は、フランスにおける、公開買付けに係る証券の取引について、Herbert Smith 法律事務所（Paris）により英語で作成された文書を、渡辺が日本語に翻訳したものである。フランスの公開買付ルールを理解するうえで難解かつ複雑な部分であり、本稿本文の質疑記録の補足の意味も併せ、読者の参考のために掲載した。

フランス法上は、インサイダー取引、開示スレッシュホールド及びマンガトリー・オファーに適用されるルールに適合していれば、潜在的な買付者が公開買付けの公表前に対象会社の証券を取得することを妨げるような制限は存在しない。買付者（Ⅰ）、対象会社（Ⅱ）及びサービス業者（Ⅲ）による公開買付対象証券の取引に関して厳格な規制が適用されるのは、公開買付けの公表からその結果が公表されるまでの期間中に限られる。

### Ⅰ. 買付者及びこれと協調して行為する者<sup>(5)</sup>による取引

#### 1. 無条件の現金公開買付け（cash tender offer）

・公開買付けの公表から、AMF に申請するまでの期間：

買付者及びこれと協調して行為する者は、対象会社の証券を一切取得してはならない。

・公開買付けの申請から開始までの期間：

買付者及びこれと協調して行為する者は、対象証券の30%を限度としてこれを取得することができる。但し、この取得によって、買付者によるマンガトリー・オファーの申請義務が発生しない場合に限る。

・公開買付けの開始から終了までの期間：

買付者及びこれと協調して行為する者は、特別な条件の付されていない現金公開買付けの期間中に、対象会社の証券を取得することができる。

買付価格の引き上げが認められる期限内に買付価格を超える価格で取引が行われた場合には、取得した証券の数量及び価格にかかわらず、当初の買付価格の102%以上、又はこれが実際に支払った価格を上回る場合においては実際に支払った価格に、買付価格を自動的に引き上げなければならない。

---

(5) 複数の者が、会社に関係する共通の方針の実施又は会社の支配権取得のため、議決権の売買又は行使を目的とする契約を締結した場合には、これらの者は協調して行為するものとみなす。

買付者及びこれと協調して行為する者は、当該期限から買付の終了時まで、買付価格を超える価格で対象会社の証券を取得してはならない。<sup>(6)</sup>

・公開買付けの終了からその結果が公表されるまでの期間：

一定の例外はあるものの、買付者及びこれと協調して行為する者は、買付価格を超える価格で対象会社の証券を取得してはならない。さらに、対象会社の証券を一切売却してはならない。

・公開買付けの再開から再開後の公開買付けの終了までの期間：

買付者及びこれと協調して行為する者は、買付対象証券の買付価格での取得によってのみ、公開買付けを実施することができる。

公開買付けに係る証券の取引に関する制限は、公開買付けの公表又は AMF への申請の前に任意に締結された合意に基づく取得には適用されないという点に留意する必要がある。<sup>(7)</sup>

## 2. 条件付の現金公開買付け<sup>(8)</sup>

・公開買付けの公表からその結果が公表されるまでの期間：

買付者及びこれと協調して行為する者は、対象会社の証券の取引を一切行っていない。

・公開買付けの再開から再開後の買付の終了までの期間（該当する場合）：

公開買付けに係る証券の買付者による取引は、買付価格での取引に限られる。<sup>(9)</sup>

## 3. 株式を対価とする公開買付け (exchange offer) 又は現金・株式を対価とする公開買付け (mixed offer)

買付けの全体又は一部を証券で決済する場合、買付者及びこれと協調して行為する者は、AMF への申請時からその結果が公表されるまで、対象会社の株式若しくはその他出資持分の取得を可能とする証券又はこれらの証券と連動するデリバティブの取引を行ってはならない。

また、買付者及びこれと協調して行為する者は、AMF への公開買付申請時からその終了時まで、対価として提供される証券の発行会社の株式又はこれらの証

---

(6) AMF 規則第232-14条

(7) AMF 規則第231-38条 I

(8) 公開買付けを取り消すことは原則としてできないものの、買取者は、最低応募スレッシユホールドの達成又は管轄の独占禁止当局からの承認の取得を、公開買付けの実施の前提条件とすることができる。

(9) AMF 規則第232-16条

券と連動するデリバティブの取引を行ってはならない。

買付けの公表から AMF への申請までの期間<sup>(10)</sup>についても、これらの規定を適用する。

## II. 対象会社及びこれと協調して行為する者による取引

### 1. 現金公開買付

対象会社及びこれと協調して行為する者は、自己株式、自社の出資持分の取得を可能とする証券又はこれらの証券と連動するデリバティブを取引してはならない。公開買付けの公表から AMF に申請するまでの期間<sup>(11)</sup>についても、これらの規定を適用する。

対象会社は、株主総会で採択された自己株式取得計画の承認決議において、この計画が明記されている場合には、これを利用することができる。この計画の目的が買付者を妨げることに<sup>(12)</sup>ある場合には、その実施につき株主総会の承認又は追認を得なければならない。

### 2. 株式を対価とする公開買付け又は現金・株式を対価とする公開買付け

対象会社及びこれと協調して行為する者は、買付けの全体又は一部を証券で決済する場合には、AMF への申請時からその結果が公表されるまで、対象会社の株式若しくは出資持分の取得を可能とする証券又はこれらの証券と連動するデリバティブの取引を行ってはならない。

これらの者は、AMF への申請時から買付けの終了時まで、対価として提供される証券の発行会社の株式又はこれらの証券と連動するデリバティブの取引を行ってはならない。

買付けの公表から AMF に申請するまでの期間<sup>(13)</sup>についても、これらの規定を適用する。

## III. サービス業者による取引

買付者、対象会社及びこれらの者と協調して行為する者による取引に係る制限は、公開買付けに關与するサービス業者並びにこれと同一のグループに属する企業による自己勘定売買にも適用される。これらの者は、これらの制限の遵守を日常的に監視しなければ<sup>(14)</sup>ならない。

(10) AMF 規則第231-41条

(11) AMF 規則第231-40条

(12) AMF 規則第232-15条

(13) AMF 規則第231-41条

公開買付けに關与するサービス業者並びにこれと同一のグループに属する会社は、次の条件に適合する場合には、これらの者は、特例により、公開買付けに係る証券及びこれらの証券に連動するデリバティブを自己勘定で取引することができる<sup>(15)</sup>：

-公開買付けに關与する社員とはリソース、目的及び職務内容が区別されており、「情報障壁」によって隔離された社員が取引に従事すること。

-顧客取引又はマーケット・メイクとリンクしたリスクヘッジ操作における通常の慣行に沿った取引であること。

-自己勘定売買から生ずるポジション及び法的責任の変化が通常のパターンから著しく逸脱していないこと。

-公開買付けの結果に影響を及ぼすこと及び公開買付けの対象証券の価格に不当に影響を及ぼすことを防ぐため、サービス業者が、自己勘定売買の影響を事前に評価するために必要なあらゆる措置を講じていること。

-その取引が、企業買収規制を規律する一般原則に適合していること<sup>(16)</sup>（注12）。

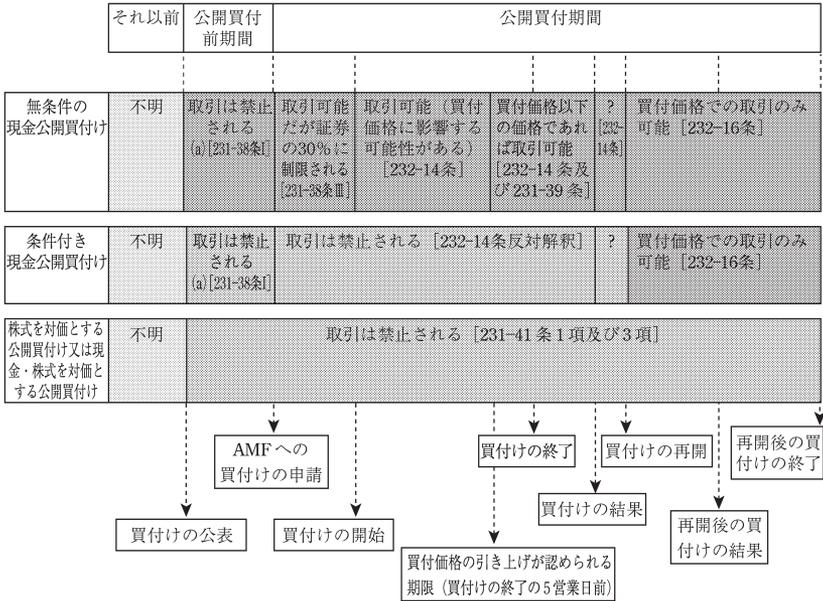
---

(14) AMF 規則第231-42条

(15) AMF 規則第231-43条

(16) AMF 規則第231-3条

公開買付けに係る証券の取引 買付者及びこれと協調して行為する者による取引



(a) 買付期間又は買付前期間の開始前に任意に締結された合意に基づいて証券が取得された場合を除く（AMF規則第231-38条）