

ドイツにおける公開買付けとスクイーズアウト (ドイツ M&A 弁護士との対話 2)

Michael Burian (ドイツ弁護士、Gleiss Lutz 法律事務所)
渡 辺 宏 之 (早稲田大学教授)

はじめに

本稿は、ドイツにおける公開買付けとスクイーズアウト制度等との関係、および最近の法改正の背景をめぐって行われた質疑の記録である。ブリアン弁護士は、M&A の法律と実務に精通しているドイツの弁護士であり (Gleiss Lutz 法律事務所・シュトットゥガルト)、筆者とは過去すでに二度にわたってドイツ企業買収法 (有価証券取得買付法) に関する会談を行って⁽¹⁾いる。今回の会談は、2012年9月、フランクフルトの Gleiss Lutz 法律事務所で行われた。本稿は、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。本稿の内容は、一見不可思議に思われるドイツの公開買付けの実態を理解する鍵となる重要な⁽²⁾ものであり、わが国における制度見直しの議論に際しても示唆的なものと思われる。〔渡辺 記〕

(1) Michael Burian=渡辺宏之「ドイツ企業買収法の解釈と運用～買付条件等のテクニカルな論点を中心にして (ドイツ M&A 弁護士との対話)」早稲田法学86巻4号277頁以下、Michael Burian=James Robinson=渡辺宏之「【座談会】英独の企業買収ルールの実態とわが国への示唆」季刊企業と法創造23号135頁以下 (早稲田大学《企業法制と法創造》総合研究所、2010年)。

(2) ドイツ企業買収法をめぐる諸問題については、以下のドイツの研究者・弁護士との研究会および質疑記録も、併せてご参照頂ければ幸いである。Peter O Mülbert=渡辺宏之「ドイツ企業買収法と BaFin の規制理念～ドイツ企業買収法研究者との対話」早稲田法学86巻2号307頁以下 (2011年)、Joachim von Falkenhausen=Dirk Kocher=渡辺宏之「ドイツにおける企業買収の実相～ドイツ M&A 弁護士との対話」季刊企業と法創造24号188頁以下 (早稲田大学《企業法制と法創造》総合研究所、2010年)、Harald Baum=Christoph Kumpan=Felix Steffek=渡辺宏之「ドイツ企業買収法をめぐる諸問題～マックスプランク研究所にて」同誌同号169頁以下。なお、注1・注2に挙げた質疑記録の英語版オリジナルとして、『特集：欧州 M&A 専門家との対話 (Dialogues with European M&A Specialists on Takeover Rules)』季刊企業と法創造29号 (早稲田大学、2012年) に以下の内容を

【目 次】

1. ドイツにおける公開買付けとスクイーズアウト
2. ファストトラック手続 (fast track system, Freigabeverfahren) の導入
3. 企業再編法における「垂直合併型スクイーズアウト」の導入
4. ドイツにおける上場会社の株主構成
5. 撤回不能の応募契約 (irrevocable undertaking)
6. 最低価格規制等をめぐって

1. ドイツにおける公開買付けとスクイーズ・アウト

渡辺：ブリアン先生、本日は「ドイツにおける公開買付けとスクイーズ・アウト」に関する論点を中心に、お話をお伺いしたいと思います。先生から以前、ドイツにおける公開買付けに関する具体的なケースの概要に関する資料を頂いたことがありました。2004年に行われた公開買付けに関するデータで、多少古いものではありますが、対象会社の議決権のほとんどをすでに取得した者が、その後公開買付けを行うケースが相当見られました。特に、95%超を取得した買取者が、直接スクイーズアウトをせずに公開買付けをするケースがしばしばみられることについては、大変不可思議に思いました。その背景、理由がお分かりになりますでしょうか。

(ケース 1). G. KROMSCHROEDER AG VS. RUHRGAS INDUSTRIES
GMBH

買付けの種類：任意的公開買付け

公開買付前後の買付者による対象会社株式の保有比率：92.7%→95.8%

公表日： 2003年 5月15日

買付期間： 2003年 6月26日から 8月29日まで

Ruhrgas Industries GmbH (買付者) はドイツの有限責任会社である。同社は持株会社であり、独自の事業を行っていない。その子会社は、ガス、エネルギー

掲載している〔Harald Baum=Christoph Kumpan=Felix Steffex=Hiroyuki Watanabe, Issues in German Takeover Law; Peter O Mülbart=Hiroyuki Watanabe, Regulatory Philosophy behind German Takeover Law; Joachim von Falkenhausen=Dirk Kocher=Hiroyuki Watanabe, The Reality of German Takeover Law and Practice; Michael Burian=James Robinson=Hiroyuki Watanabe, The Comparison and the Reality of German and the UK Takeover Law〕。

(3) ブリアン弁護士との以前の会談記録の付属資料として掲載した、「【参考資料】ドイツにおける公開買付け～特定の事例の背景に関する分析」早稲田法学86巻4号290頁以下を参照。本稿の「ケース1」・「ケース2」の記述は、以上の資料の抜粋である。

及び水の市場で事業展開している。Ruhrgas Industries GmbH は RI-Industries Holding GmbH の親会社であり、RI-Industries Holding GmbH は ELSTER AG の株式を100%保有する。

ELSTER AG は、買付が公表された時点までに、Kromschroeder の株式及び議決権の92.07%を保有していた。Ruhrgas Industries 自体も Kromschroeder の株式及び議決権の0.63%を保有していた。企業買収法の第30条2項の規定により、ELSTER AG が保有していた Kromschroeder 株は、RI-Industries Holding GmbH に、そして最終的には Ruhrgas Industries GmbH に帰属するものと判断された。これにより、任意的公開買付け実施前の時点において、対象会社の92.7%の株式保有とこれに伴う間接的な支配権があると判断された。

Kromschroeder AG (対象会社) は、ドイツの株式会社である。同社は、ガスマーターと加熱システムの世界的大手メーカーである。

買付者である Ruhrgas Industries GmbH は、買付けの公表の時点で既に株式及び議決権の92.7%を所有しており、従って、それ以前に支配権を取得していた。

買付価格は、1株当たり12ユーロだった。任意的公開買付けによる買付けであったため、最低価格は設定されなかった。買付価格は、買付が行われた前日における公定相場、過去3カ月の平均価格及び前年の平均価格のいずれよりも高かった。

買付期間中に、残りの株主の42%が応募した。

(ケース2)、KAUFHALLE AG VS. METRO AG

買付けの種類：強制的公開買付け

公開買付前後の買付者による対象会社株式の保有比率：95.6%→（不明）

公表日： 2003年4月17日

買付期間： 2003年6月3日から7月2日まで

ADAGIO Grundstücksverwaltungs-GmbH (買付者) は、ASSET Immobilienbeteiligungen GmbH (AIB) の保有するドイツの有限責任会社であり、AIB を保有していたのは、AIB Holding であった。ADAGIO は、不動産管理、特に投資物件及び不動産の取得及び管理事業を展開していた。

ADAGIO は、ANDANTE Grundstücksverwaltungs-GmbH 株式の94%を保有していた。

AIB は、様々な企業に投資した結果、350件を超える商業用不動産（例えば、ショッピングセンターや市街地中心部のショッピングなど）を所有するに至り、その大半を Metro-Group に貸していた。

ASSET Immobilienbeteiligungen GmbH & Co. KG (AIB Holding) は、WestLB AG (49.5%)、METRO AG (49%) 及び Provinzial Rheinland AG (1.5%) が保有するドイツの持株会社だった。

Kaufhalle AG (対象会社) は、ドイツの株式会社であり、商業用不動産を所有していた。これらの不動産の管理は、AIBが行っていた。しかしながら、Kaufhalle AG は、これらの不動産の賃貸によって資金を調達していた。

買付者は、2003年4月15日までは対象会社に対する直接的又は間接的な支配権を一切有していなかった。ADAGIO は、2003年4月15日までに、Kaufhalle の株式の90%を取得していた一方、ANDANTE が、株式の5.585%を取得していた。ADAGIO が ANDANTE の株式の94%を保有していたため、ANDANTE が保有する Kaufhalle の株式は ADAGIO に帰属するとみなされた (企業買収法の第30条1項1号)。これにより、株式の保有比率が95.6%に達し、対象会社に対する支配権を獲得した (企業買収法第29条)。その後、買付者は義務的公開買付けを実施した。

ブリアン：わかりました。具体的にケースを見ていきましょう。まず一つ目のケースです。取得開示時の保有割合は92.07%だったので、95%という基準割合を下回っていますね。

少数株主が誰かがわからないときは、スクイーズアウトに必要な95%を達成するには、公開買付けで買い増しをするのが一番よい方法です。

このケースでは、結局スクイーズアウトが行われました。最初は取得議決権が95%に足りなかったため、もう一度公開買付けをやったわけです。これで説明がつくと思います。これがケース1です。

ケース2では、最初は買取者が90%を取得し、他の会社が5.5%でした。

間接保有だったため保有割合は合計で94%でした。株式譲渡がされて、それによってはじめて95%の基準割合を超えたのです。

買取者は、すぐにスクイーズアウトはしないで公開買付けをし、議決権の保有割合を95%から98%に増やしました。

公表されている情報を見ても、買取者がなぜすぐにスクイーズアウトをかけないで公開買付けをしたのかはよく分かりませんね。1つの可能性としては、公開買付けで株式を買い付ければ少数株主とのトラブルが少なくてすむので、それで買取者は公開買付けで買い増したのではないのでしょうか (この買収案件は2003年のもので、それから法改正がありました。) 公開買付けに応じるのは任意なので、会社相手に訴訟を起こすことはできませんから。さらに、公開買付けに続く、スクイーズアウト後の株式買取請求手続においては、買取価格をつり上げて

差額の利益を得ることはできません。

2003年は、「アクティビスト株主」(activist shareholder、物言う株主)が非常に積極的に活動していた時期ですから、スクイーズアウトなどやろうとすれば、かならずプロの少数派アクティビスト株主から攻撃的な訴訟を食らってしまいます。

当時、クライアントにスクイーズアウトのアドバイスをするときには、いつもこんな風に言っていましたよ。「どうやっても、少数株主から訴訟を起こされるはめになりますよ。グリーンメールというやつです。和解でもいいですが、結構高くつきます。スクイーズアウトなどをやると、訴訟で負けたり、解決が半年、1年かあるいはもっと遅れたりするリスクがあります」と。

当時の少数株主はとても攻撃的で、経営陣（経営役員会のメンバー）を脅かすほどでした。株主総会には不快な場面がつきものでした。少数株主が立ち上がって経営陣を怒鳴りつけ、トラブルになっていました。会場の安全確保のため、警備員を雇う必要がありました。スクイーズアウトをしようとする、どこの会社でも決まってこのような場面が見られたのです。

それから、会社は裁判所での訴訟対応に追われました。同時に、少数株主は有利な和解を引き出すために経営陣を脅そうとしていたのです。

このように、スクイーズアウトには多くのトラブルがつきものでした。その後状況が変わって、このようなことはなくなりましたが。

2. ファストトラック手続 (fast track system, Freigabeverfahren) の導入

渡辺：今はどのような状況でしょうか。

ブリアン：法改正がされたので事情が変わりました。スクイーズアウトはずっとスムーズにできるようになりました。

渡辺：新しいスクイーズアウト制度が導入されたからですか？

ブリアン：理由はいくつかあります。最近、スクイーズアウトなどの会社行為に対する株主訴訟の制度が改正されました。

従来のスクイーズアウトは、95%以上の議決権の賛成による株主総会決議に基づいて行われてきました。(現在では、90%の議決権の賛成に基づく、後述の垂直合併型スクイーズアウトも可能であることに注意。)つまり、少数株主が持っている株式を、報酬を払って多数株主に強制的に移転させる決議です。

株主は、株主総会の決議に対して異議を述べる権利があります。裁判所で、ス

クイズアウト決議の有効性を争うことができます。このため、訴訟を起こすことができます。

ドイツ法では、スクイズアウトを有効とするためには、会社登記簿に登記する必要があります。スクイズアウト決議が有効となるには、会社登記所に登記申請をして、一定の日にスクイズアウトが行われたことを登記簿に記載してもらわなければなりません。

渡辺：そうすればスクイズアウトの効力が強制的に生じるのですね。

ブリアン：スクイズアウト決議が成立して、この決議が会社登記簿に登記されれば、スクイズアウト登記の日が法律上当然に有効となります。この日以降は、少数株主は閉め出されてしまいます。

しかし、登記官による決議の有効性チェックがあります。まず方式要件をチェックします。それから、訴訟が係属していないかもチェックします。

つまり、スクイズアウトの決議の有効性を争う訴訟を起こせば、少数株主がスクイズアウト決議の登記を遅らせることができます。少数株主は、訴訟提起によってスクイズアウトを引き延ばすことができます。

スクイズアウト決議は登記の時に効力が発生します。会社登記所は、スクイズアウトの登記をするときに、(1) 方式要件が満たされているかどうかと、(2) 訴訟が係属していないかをチェックします。

渡辺：なるほど、訴訟が係属していないことを確認するのですね。

ブリアン：少数株主であれば、だれでも訴訟を起こすことができます。大した手間はかかりません。ただ訴訟を起こして、スクイズアウト決議が無効だと主張すればよいのです。とにかく訴訟が係属中であれば、スクイズアウトの登記はできません。そのような場合、会社登記所は、登記をすることは許されません。

ドイツの裁判所は、通常の事件であれば処理のスピードはかなり早いです。それでも1年位はかかります。控訴がされれば、1年半、2年、2年半、3年と、かなり長い時間がかかります。少数株主にとってはとても有利です。全く勝訴の見込みがなくても、とにかく「ドイツ株式法のスクイズアウト規定は憲法違反だ」と言い張ればよいのです。実際に原告の多くがそうしていました。この規定が違憲ではないという憲法判例はとうの昔に出ていますが、それはこの際関係ありません。訴えを起こして、スクイズアウト決議の登記を阻止すれば十分ですから。

これに対抗するため、ドイツ法では、いわゆるファストトラック手続（fast track system, Freigabeverfahren）という制度が設けられました。対象会社は、裁判所に対して、訴訟が係属中であっても、決議を登記するよう申し立てることができます。このシステムは、スクイーズアウトだけではなく、合併、会社分割など、いろいろな法的手続に適用されます。

少数株主が訴訟を起こした場合でも、「原告に勝訴の見込みがない」という基準を充たし、なおかつ、少数株主の被るデメリットが会社の被るデメリットと比較して最小限であれば、ファストトラック手続が認められます。

裁判所が「原告の勝訴の見込みがなく、さらに、スクイーズアウトの登記を認めた場合に少数株主が被る不利益は、認めなかった場合に会社と多数株主が被る不利益を下回る」と言えることが判断基準です。

理論上は、差止の仮処分命令と同じで、とてもスピーディな手続です。

でも、この処分に対しては不服申立ができます。仮処分的な手続なのに、第二審までであることになります。

通常は、少数株主が株主総会決議の有効性を訴訟で争います。しかし、訴訟が係属中でも、会社側は裁判所にファストトラック手続を申し立てて、登記を認めってもらうよう申請することができます。裁判所が申立を審査して、「よし、登記してもいいですよ」と会社に有利な処分が出たとします。すると、少数株主はその決定に対して不服申立ができます。判断は第二審に持ち越されてしまいます。

ファストトラック手続の第一審の処分は通常3ヶ月ぐらいで取得することができます。第二審に持ち越されると、ファストトラック手続（仮処分的な手続）が半年から1年ぐらいかかることも珍しくありません。これでは時間がかかりすぎて、多くの会社は待ってられず、基本的に少数株主と和解せざるを得なかったのです。

例えば、大企業が公開買付けによって競合他社を買収したとしましょう。コスト削減のために事業部門と研究開発部門を統合して、シナジー効果を狙っているとします。統合すれば大幅なコスト削減になります。そんな時に、少数株主が無茶な訴訟を起こします。和解金は高額でも、企業にとっては我慢する価値のあるものですから、巨額の和解金が支払われました。

このようなことが、しょっちゅう起こっていました。法改正によって改善されましたが、少数株主が訴訟を起こして、会社に「お金をくれれば訴えは取り下げますよ」と言うのはゆすりや違法だから、犯罪となるという判例が15年前に出ています。

少数株主はさらにずる賢くなりました。和解を提案しておいて、自分がもらえる株式の対価をつり上げます。少数株主はみな株式の代金をもらう権利があるの

で、これは問題とはなりません。それから弁護士報酬を請求します。ドイツでは、弁護士報酬表が法律で決まっています。訴額が高ければ高いほど、弁護士報酬も高くなります。

少数株主は「訴額は、事業統合で達成できるコスト削減と同じ額だ」と主張します。

このため、訴額はとても高くなり、弁護士報酬もそれにつれて増えます。原告一人あたり10万ユーロ、20万ユーロか、もっとかかることもあります。

その後、法律が再度改正されました。当事者が和解書面の全文を公表することが義務づけられました。公表しなければ、和解は無効だと。公表させる目的は、世間に知らせることで、狡猾な和解をしにくくするためです。少数株主はそれでも、何とか切り抜ける方法を考え出しました。「これぐらいのお金を下さい」というかわりに、「訴額が4000万ユーロですから、それを基準に弁護士報酬を払って下さい」と言う方法に切り替えました。普通の人は「4000万ユーロ」と聞いただけでは、弁護士報酬がいくらになるか分からないでしょう。

アクティビスト株主の中には、実際にもらえる金額を隠すため、いくつもの会社を設立する者もいました。たとえば会社を5つ設立して、訴訟を5件起こします。その会社に株式を分散して訴訟の原告にします。するとそれぞれの会社が弁護士報酬を獲得できます。

原告一社あたり20万ユーロもらえるとすれば、原告が5社なら、全部で100万ユーロですね。とんでもない金額です。

それからまた法改正がありました。一体何度改正されたのかわかりません。最新の改正はちゃんと効果がありました。一つ目の改正は、訴訟提起できる基準が厳しくなったことです。一定割合をもっている株主でなければ、訴えを起こせないことになりました。

二つ目は、いわゆるファストトラック手続が地方上級裁判所 (Oberlandesgericht) に移管されたことです。一審制で、不服申立はできません。上級裁判所が判決を下します。その判決は拘束力があり、しかも不服申立ができません。これで手続の時間が大幅に短縮されました。

それから、裁判所の判断基準も変わりました。「原告の勝訴の見込みがない」と、「会社の受ける不利益が原告の受ける不利益を上回る」という二点のうち、どちらか1つで良いことになりました。そうすると、少数株主 (いわゆるプロのアクティビスト株主) は負けるようになってきました。

以前は、裁判所は「ファストトラック手続が申し立てられても、少数株主にとって不利益が大きいから、登記は許さないことにしよう。少数株主は株式を取られて、株主権もなくなるのだから。多数株主 (会社側) は裁判所の通常訴訟手続

が終わるまで待つべきだ」という判断を下すことが多かったです。

いまでは判断基準が変わりました。訴訟のハードルがずっと高くなったのです。3、4年前までは、スクイーズアウトをしようとしても、少数株主と和解しなければ登記ができませんでした。訴訟を起こされるので、妥協してお金を払うはめになっていました。

いまは、スクイーズアウト決議をしたところ訴訟になってしまった場合、会社は少なくともファストトラック手続では確実に勝て、スクイーズアウト登記ができます。少数株主の影響力は及ばなくなります。2年後や5年後に少数株主が勝訴判決をもらってきて「スクイーズアウトは無効だ」とか「私たちの主張が正しかった」と言い出しても、スクイーズアウトはもう終わっています。少数株主はもう株式は持っておらず、企業統合も済んでいます。それ以上の進展を止めることはできません。

弁護士として数多くの積極的なプロ少数株主の訴訟案件にかかわってきましたが、訴訟の中心は事後的な株式価格査定手続にシフトしています。これは、少数株主に支払われた株式代金が適正かどうか、裁判所が審査する手続です。

少数株主訴訟案件の多くは、今なら別の結果になっていたかもしれません。当時つまり1990年代と2000年代には、スクイーズアウトを公然と議論することは多くのトラブルとコストがつきものでした。今は違います。

昔は、10件のうち8件か9件では、少数株主と和解しなければスクイーズアウト登記ができませんでした。今はまったく逆です。10件のうち8件か9件では、和解の心配なくスクイーズアウトができます。

それから、判例の影響で、少数株主が費用を負担させられるリスクが高くなりました。中には、見込みのない訴訟をやっては負け、かなりの大金をなくした人もいます。状況が変わったのです。

渡辺：それはとても興味深いお話ですね。参考になります。また、本日のご説明で、以前は全く不可思議に思っていた、ドイツにおける公開買付けの実務の背景が理解できたように思います。スクイーズアウトの際の少数株主による濫訴が、公開買付けの実務をある意味で歪めていたと言えるのですね。

ブリアン：大部分のケースでは、すぐにスクイーズアウトをしなかったのは、面倒な訴訟とコストが理由だったと思います。訴訟のせいで、残り数パーセントの株を買うだけのために、結構なお金を注ぎ込むはめになるからです。裁判所の価格査定手続もかなりのコストがかかります。

裁判所から、再度の価格査定が命じられることがあります。そうすると価格査

定手続のために訴訟が何年も長引きます。とても面倒ですから、多くの買取者は避けたのでしよう。

渡辺：ドイツでは、95%を超える議決権割合を取得した買取者が、スクイーズアウトをしないのは珍しいことでしょうか？

ブリアン：そんなことはありません。95%を超えたらスクイーズアウトをするのが普通ですが。ご承知の通り、3つのタイプのスクイーズアウトのうち、一つは支配権獲得目的の公開買付けの際のスクイーズアウトです。公開買付けに着手し、95%を超える割合を達成すれば、すぐにスクイーズアウトにとりかかれます。通常のスクイーズアウト（通常の95%スクイーズアウト）との違いは、買付価格が適正な対価だという推定が働くことです。このため、少数株主に払う対価をめぐって争いが起こらずに済みます。

法規定の背景にある理論的根拠は、130を提示したところ95%の株主がそれに同意したのであれば、適正価格と推定してよいということです。それに同意しない残りの少数株主も、この値段で満足すべきだということです。これが一種の理論的根拠です。

しかし、従来同様に最近でも、通常の支配権獲得目的の公開買付けでは95%の議決権に達せず、その後買い増しが必要となることはよくあります。このような場合には、公開買付けの際のスクイーズアウトは使えません。通常の手続を踏むしかありません。

3. 企業再編法における「垂直合併型スクイーズアウト」の導入

ブリアン：ところで、最近の法改正の二つ目ですが、渡辺先生もご承知の通り、ドイツでは3つめのスクイーズアウト方法が導入されました。ドイツの企業再編法（Umwandlungsgesetz）に書いてあります。いわゆる「垂直合併型スクイーズアウト」です。スクイーズアウトに必要な基準割合は90%で済みます。

以前は、買取者が公開買付けをしようとする、プロの少数株主だけでなくヘッジファンドまでもが、対象会社の議決権の5%超を狙って買い付けに奔走していました。スクイーズアウトを邪魔するためです。公開買付価格では満足せず、もっとお金を儲けようとしたのです。

例えば、対象会社の株式の市場価格が100だったとします。「それでは買取しよう」と考える買取者があらわれて、120か130（通常の株主プレミアムの範囲内）を提示します。130で91%か92%の議決権を集めました。でも、ヘッジファンドと一部のアクティビスト株主が合計6%か7%を握っていて、「売りません。公開

買付けには応じません」と言ったとしましょう。

少数株主らは1年間待ちます。企業買収法の規定により、買収者はこの1年間に株主と対価の増額交渉をしたら、他の株主全員にも平等に増額後の価格を支払わなければならないからです。

1年間待ってから、「さあ、売ってあげますよ。でも、130で買ったので、170はほしいですね」などと言い出します。

これは少数株主らにとっては結構利回りの良い投資です。公開買付けの公告後に買付けた場合でさえ、株価は通常、公開買付価格までは値上がりします。130で買付けても170を要求します。1年間の投資期間でかなり儲けることができます。

このために、多くの少数株主が、他のアクティビスト株主やヘッジファンドとぐるになって、5%をほんの少し上回る程度の議決権取得を狙います。これらは影響力があります。

法改正があって、垂直合併型スクイーズアウトの基準は90%に下げられました。そうすると、5%の議決権を握っている少数株主のせいでスクイーズアウトができなかった会社も、理論上はできるようになりました。

ヘッジファンドやアクティビスト株主の影響力も消えました。これらの少数株主が株を売ってくれなければ、多数株主は垂直合併型スクイーズアウトをすればよいのですから。

でもこの新しい制度が利用されたケースはほんの数件で、あまり多くはありません。まだ、従来型の95%スクイーズアウトを好む会社が多いのだと思います。先例があり、裁判所でも十分にテストされていますから、信頼感のある手順なのでしょう。

買収者が垂直合併型スクイーズアウトをしなくて済むケースも少なくありません。垂直合併型スクイーズアウトの可能性をほのめかすだけで、二回目の公開買付けの可能性がでできます。すると、議決権の90%を買い集めればスクイーズアウトができるので、もはや影響力のなくなった少数株主は買付けに応じるでしょう。これも大きく変わった点です。

垂直合併型スクイーズアウトには特別の要件があるので、若干面倒な点があるかもしれません。法人株主が必要となります。当事者となる会社は両方とも株式会社（AG、KGAA、SE）である必要があります。

会社を買収するには、通常 GmbH（有限責任会社）か Co-KG（有限責任パートナーシップ）を使います。Co-KG は税法上の理由でよく使われます。

垂直合併型スクイーズアウトをするには、株主を株式会社形態にしておく必要があります。

株主の法的形態を、垂直合併型スクイーズアウトだけを目的として株式会社化するのには制度の濫用ではないか、という点が法律上の論点とされたことがあります。そうだとすると、垂直合併型スクイーズアウトは違法で無効だということになってしまいます。このような議論がなされました。

いまでは、正当な事業目的がある限り、株式会社化は制度の濫用とはみなされず、垂直合併型スクイーズアウトに利用できるという意見が主流だと思います。最近の裁判例も同様です。

ちょうどいま、95%未満の議決権を保有する日本企業からの案件を扱っていますが、同じような議論をしています。クライアントである日本企業は従来型のスクイーズアウトを希望しています。このため、95%を達成すべく二度目の公開買付けを準備中です。95%を超える議決権が集められれば、従来型の95%スクイーズアウトをして、少数株主を締め出します。できなければ、垂直合併型スクイーズアウトを考えます。

4. ドイツにおける上場会社の株主構成

渡辺: ところで、ブリアン先生もよくご存じのとおり、買収戦略を策定するにあたっては、対象会社の株主構成が非常に重要です。ドイツの企業買収実務を理解するには、ドイツ上場会社の株主構成を知っておくのが大切です。

ブリアン: 渡辺先生のおっしゃる通りです。

渡辺: ドイツ上場会社の株主構成について書かれた、よい資料はありませんか。証券取引所のウェブサイトで、統計やデータが見られるのは知っています。

ブリアン: 株主構成に関する総合的なデータを探しているのですか。

渡辺: はい。総合的なデータはあるはずですが、企業買収戦略という観点から収集したデータ、あるいは買収戦略の研究に役立つデータが見たいと思います。⁽⁴⁾

ブリアン: そのようなデータがあるかどうかは、分かりません。会社によって特徴が違うので、総合的なデータだけではなく、個別の会社のデータも重要になると思います。会社が一名か二名の大口株主で構成されているか、それとも株主全

(4) その後渡辺は、英独仏日米5ヵ国の上場会社の株式保有構造と各国の公開買付事例の分析を行い、公表した。渡辺宏之「上場会社の株式保有構造と公開買付パターンの分析」週刊金融財政事情2013年8月26日号掲載予定。

部が一般個人株主かどうかは、その会社の歴史や最近の状況にもよると思いますが。

今おっしゃったように、ウェブサイトで情報にアクセスすることはできます。一定の基準を充たした株主には開示義務があります。3%を超える議決権を取得した人は、株式保有の開示義務があります。公表されていれば、大口株主の情報を閲覧することができます。

実際の一般的な取引の流れをご紹介します。例えば、日本企業が海外企業を買収したいと考えているとします。これは、いま結構盛んですね。例えば、自動車の部品の製造会社だとしましょう。その会社は、「当社は日本やアジアでは一流メーカーだ。でもヨーロッパではあまり有名ではない。そこで、同じ業種のヨーロッパの会社を買おう」と考えています。そこで、会社を探します。「このドイツの会社は上場会社だし、ちょうどいい。よし、この会社を買収しよう。買収はできるか？」

買収を検討している会社は、投資銀行をアドバイザーにするのが通常です。投資銀行が、買収先の株主構成を調査します。もし大口株主がいるのであれば、どのようなタイプの株主なのか、確かめなければなりません。金融機関のこともあれば、プライベート・エクイティ・ファンドなどの投資家のこともあります。会社の創始者の家族が、少数だけれど重要なステークを握っていることもあります。

この調査結果をもとに、買収を進めるのが可能かどうかの予備的判断を下します。例えば、ターゲットが投資目的の株主の多い会社であれば、開示報告書を提出した時期を調べ、株式のおおよその取得価格を知ることができます。会社の株価が現在100だとしても、調べてみれば投資家がみなとても賢くて、2年前に50に下がったときに買ったのかもしれない。買収案件を進めることとして、オファー価格120で公開買付けに踏み切るとすれば、利回りの良い投資になりますから株主は受け入れる可能性が高いでしょう。投資目的の株主しかいない場合、そのような株主は長期的保有に興味はありません。関心があるのは投資収益を最大化することです。高いリターンが得られると思えば売ってくれるでしょう。

それから、同族株主または数名の戦略的投資家がいる場合には、事情は全く違ってきます。同族株主がたとえば議決権の30%を持っている場合、その人と交渉する必要があります。交渉は投資銀行を通じて行うことが多いですが、買収者が直接交渉することもあります。同族株主と話し合っ、売る気があるかどうか確かめます。嫌だと言え、諦めるしかありません。公開買付けといった話ではなくなります。

こうした交渉は、情報が漏れると株価に影響するため、必ず内密に行います。

成功することもあれば、失敗に終わることもあります。

例えば、とても優秀な製品を作っていて他の会社の重要なサプライヤーとなっている会社があれば、戦略的投資家ならば供給確保の目的でそのサプライヤーの株式取得に興味を持つかもしれません。

買収者たとえば日本企業が、顧客や株主の競合他社である場合も、株主は株を売りたいくないでしょう。このような場合にも、買収は諦めることになります。株主の意思に反する買収はできません。

それから、大口株主がおらず、いたとしてもせいぜい3%から6%で、基本的にすべて一般個人株主である会社もたまにあります。大口株主と交渉して、株式を確保することができます。株式の買い集めから始めることができます。しかし基本的には公開買付けによってできるだけ多くの株式を取得することになります。

実務はこのような感じですが、日本企業の多くは戦略投資家ですが、戦略的投資家は、都合の良さそうな株主構成の会社を探して、買収を決断するわけではありません。まず、買いたい会社を探し出し、それから株主構成を見て買収が可能かを確かめるのです。

プライベート・エクイティ・ファンド等の過去の実情はこれとは違います。まず候補会社の財務指標をチェックします。株価が割安だが、この先値上がりしそうな会社を狙います。株価が安いときを狙って株式を買います。

自動車産業の例に戻しましょう。また不況になって、車が売れなくなったとします。売り上げも株価も下落します。しかし、1、2年で自動車業界は回復すると思われています。このような場合に、プライベート・エクイティ・ファンド等の投資家は、安いときに株式を買っておいて、値上がりしたときにまた売ります。

このように、株価の割安感のある会社をまず狙います。狙いを定めてから、買収ができるかどうか、株主構成をチェックします。戦略的投資家や同族株主がいれば、個別に交渉しなければなりません。交渉に成功すれば、公開買付けに移ることができます。交渉が成立しないと、諦めざるを得ません。これで先生の質問への答えになっているでしょうか。

5. 撤回不能の応募契約 (irrevocable undertaking)

渡辺：はい。それから、今のお話と関連しますが、ドイツでは、大口株主が公開買付けに応じるという確約 (irrevocable undertaking) はよく利用されていますか。

ブリアン：はい、利用されています。企業買収のスキームはいろいろあります。大口株主（たとえば32%ぐらいの）がいれば、個別に交渉して、直接買い付けの合意を取り付ければよいです。たとえば、株価が100のときに、買収者が「株を買い取りたいのでよろしくお願いします」と言い、株主は「値段はおいくらですか」と尋ね、交渉の結果130で合意が成立します。大口株主は「わかりました。株をお渡します。お金を払って下さい」と言うわけです。

このような場合は、取得議決権は合計で3%を超えていますので、取得した人はそれを開示しなければなりません。それに、30%も超えていますから、義務的公開買付けの義務も発生します。

義務的公開買付けは融通の利かない点がありますので、通常は、株主と個別交渉（通常は価格交渉）したうえで確約書を取り付け、公開買付けを実施します。この方法には2つのメリットがあると思います。一つ目は、この場合には任意的公開買付けとなるので公開買付けの条件を柔軟に設定することができます。二つ目は、公開買付けが失敗すれば、株式は買わないことになるので、32%分の株式購入代金は必要なくなります。この方法の方が、人気があります。

渡辺：確約書の対象となる分の株式売却は、義務的公開買付けのスレッシュホールドにカウントされますか。

ブリアン：それは確約書の条項の構成にもよります。通常は、大口株主が公開買付けに応じるという約束です。「公開買付価格が130ならば、応じます」ということです。株式の取得ではありませんし、公開買付外での条件付売買にも原則として該当しません。このため報告義務は生じません。

ただし、公開買付書面では、開示する必要があります。

渡辺：開示の義務はあるわけですね。確約された分の株式は、義務的公開買付けのスレッシュホールドにはカウントされるのですか。

ブリアン：されません。

渡辺：単なる確約として扱われるのですね。

ブリアン：そうです。この確約は、任意的公開買付けが停止条件になっていません。任意的公開買付けを実行しなければ、株式は手に入りません。ですから、確約を取り付けても義務的公開買付けを行わなければならないわけではありませ

ん。

6. 最低価格規制等をめぐって

渡辺：他にも、ドイツの企業買収法とその実務をめぐって、最近の特徴的な動向についてコメント頂けましたら幸いです。

ブリアン：今日お話したことから、2点をピックアップしてみましょう。まず、少数株主による訴訟が難しくなったことです。これは正直に言って本当に大きな変化です。

二つ目は、企業再編法によって新しいスクイーズアウト制度が導入されたことです。90%の議決権を集めれば垂直合併型スクイーズアウトができるようになりました。

そのほかにも取り上げたのは、基準日の問題です。支配権獲得目的の公開買付けでは、支配権獲得を目指すためには最低価格条件を充たす必要があります。最低価格条件の1つは、90日間の市場価格の加重平均です。

この基準日とはいつであるかをめぐって、常に議論になっていました。公開買付けの公告日か、それとも、公開買付意思の公告日か。早い方の日を基準とするという最終的な判決が出ました。これは取得者に有利です。

渡辺：その判決が出たのはいつですか。ごく最近のことでしょうか。

ブリアン：今年です。

渡辺：この問題点を取り上げたドイツの論文を見ました。

ブリアン：それは去年ですね。空売りについても触れてありました。株主の協調行動に関する判例も紹介されています。状況は常に変化しています。マイナーな論点については沢山の判決が出ています。ファストトラック手続についての判決もあります。

渡辺：先ほどおっしゃった、市場価格の加重平均の論点について、重要ポイントを説明していただけますか。

ブリアン：買収者が公開買付意思を表明すれば、その情報自体によって、その時点から株価に影響が出るのは明らかです。その意味では、それはもはや純粋に市

況によって決まった株価とはいえません。「公開買付けがあるかもしれない」という情報によって影響された株価です。

公開買付意思の最初の表明日が、株価の加重平均値の算定基準となる3ヶ月間の末日である、というのが裁判所の結論だったと思います。

しかし、この最低価格は、実務上はほとんどの場合問題となりません。上場会社を買収する計画を立てて、加重平均を下回る価格を提示しても、通常の市況では損になるので誰も応じないでしょう。株主は、株価が回復するだろうと考えます。

最低価格が問題となるケースはあります。私も今年経験しました。会社の資金繰りが苦しく、株主がみなさっさと株を売って逃げ出したいと思っているようなケースです。株価がさらに底を割り込んでいる状況で、株を買い取りたいという新しい投資家が登場すれば、3ヶ月間の加重平均価格がもちろん問題となります。

今年取り扱った案件では、上半期にクライアントの株価が下がりました。90%も落ち込んだのです。安い買い物だと考え、買収候補者が出てきました。しかし買収候補者が決断する前に会社はつぶれてしまいました。買わなくて正解でしたね。

渡辺：そういうお話や背景となる事情は、企業買収の実情を知るうえでとても貴重です。

ブリアン：特に企業買収の場面ではそうですね。多くのことが実践の場で動いています。ほかの法分野とくに新しい法分野なら、学術研究を重ね、新しい概念を考え、法で具体化してから実践に移すことができます。しかし、企業買収はまず実践の場が先です。

ドイツをはじめとする欧州各国は、まず英国のテイクオーバーコードを研究しました。ドイツはそれからEU指令に合わせて法改正しました。でも、ドイツでの企業買収法導入のきっかけは、英国のボーダフォン社によるドイツのマンネスマンの買収案件でした。

学術的な研究結果に基づいて、法改正がされたものではありません。制度が実情にそぐわなかったため、改正の強い要望があったのです。企業買収の世界では、すべては実践をもとに動いていると思います。

実務の動きを理解する必要があります。他の方法による企業の支配権取得とは違います。

渡辺：ブリアン先生、本日はまた大変興味深いお話をお聞かせ頂き、ありがとうございました。ドイツのスクイーズアウトの実務についてのお話は、驚きを以って伺うとともに、ドイツの公開買付けの実態について持ち続けていた疑問が解消できました。

ブリアン：お役に立てましたら幸いです。また渡辺先生の新たなご著作を拝見することを、楽しみにしています。