

資料
〔翻訳〕

ベルトラン・カルディ⁽¹⁾
「フランスにおける公開買付規制」

渡 辺 宏 之 訳

〔はじめに〕

本稿は、「フランスにおける公開買付規制」について、フランスの弁護士である Bertrand Cardy (ベルトラン カルディ) 氏により執筆された英語原稿「French public takeover law and practice」(2013年5月、未公開)を、渡辺が日本語に翻訳したものである。カルディ弁護士は、公開買付け等の M&A 案件を専門的に取り扱うパリの法律事務所 Darrois Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I. 事務所 に所属しており、フランスにおける公開買付規制と実務に最も通暁した弁護士のひとりである。本稿は、最新の動向をふまえたフランスの公開買付規制とその運用に関する、フランス人法律家の手による論考の翻訳であり、この分野の比較法的研究のみならず、わが国の制度見直し論議の際の資料としても貴重なものであろう。

なお、カルディ弁護士と訳者渡辺は、以前にもフランスの公開買付規制の在り方について質疑を行っており、その質疑記録原文と日本語翻訳をすでに下記にて公開している。Olivier Diaz=Emmanuel Brochier=Bertrand Cardy=渡辺宏之「フランスにおける企業買収ルールの解釈と運用(2)～買付者・対象会社・少数株主の戦略を中心に(フランス M&A 弁護士との対話②)」早稲田法学87巻1号89頁(2011年)、Olivier Diaz=Emmanuel Brochier=Bertrand Cardy=Hiroyuki Watanabe, *French Takeover Rules and Practices*②～*Strategies of the Offeror, Target Company and Minority Shareholders*, 季刊企業と法創造29号64頁(早稲田大学、2012年)

さらに、同じくフランス人法律家・銀行家と行った、フランスの公開買付制度をめぐる下記の質疑記録についても、本稿および上記の質疑記録とともにご参照

(1) フランス弁護士、Darrois Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I. (Paris) 所属。本稿の作成にあたり、Forrest Alogna と Adrien Oost の協力に感謝する。

頂ければ、フランス公開買付規制の実像をより立体的に理解頂けるものと思う。Hubert Segain=Edward Thomas=渡辺宏之「フランスにおける企業買収ルール解釈と運用～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①)」早稲田法学86巻 4 号301頁 (2011年)、Laurent Meyer=渡辺宏之「銀行家から見たフランスの企業買収ルール」早稲田法学87巻 1 号109頁 (2011年)、Hubert Segain=Edouard Thomas=Hiroyuki Watanabe, *French Takeover Rules and Practices*①～*Interactions between Market Practices and Takeover rules*, 季刊企業と法創造29号51頁 (2011年)、Laurent Meyer=Hiroyuki Watanabe, *French Takeover Rules and Practices*③～*From a M&A Banker's Standpoint*, 同誌同号77頁。

(渡辺宏之)

目次

序 「最近の主なルール改正」

[主要な検討中の改正]

- 1 規制の枠組み
- 2 大量株式保有の開示
 - 2.1 スレッシュホールド
 - 2.2 買付意思の有無の表明
 - 2.3 共同行為者
 - 2.4 制裁
 - 2.5 有利な取得条件に関連する契約
- 3 監督官庁及び適用法令
 - 3.1 監督官庁
 - 3.2 適用法令
- 4 秘密保持—買付意思の表明ルール—デュー・ディリジェンス
 - 4.1 一般的な開示義務
 - 4.2 買付意思の表明制度
 - 4.3 上場会社のデュー・ディリジェンス
- 5 対象会社の株式取得に関する問題
 - 5.1 インサイダー取引
 - 5.2 相場操縦
- 6 任意的公開買付け
 - 6.1 公開買付けに応募する旨の確約 (irrevocable undertaking)
—対象会社と合意された違約金

- 6.2 申請義務
- 6.3 資金証明
- 6.4 公開買付けの撤回不能性及び許容される条件
- 6.5 応募受付期間及び公開買付期間
- 6.6 買付けの撤回
- 6.7 公開買付期間前及び公開買付期間中の取引の制限—開示
- 6.8 買付文書、回答文書及び一般的情報書類
- 6.9 買付価格及び支払
- 6.10 競合買付け及び修正買付け
- 6.11 監督官庁によって要求される承認
- 6.12 公開買付けの結果の公表
- 7 義務的公開買付け
 - 7.1 義務的公開買付けの要件
 - 7.2 スレッシユホールド及びその算定
 - 7.3 義務的公開買付けの申請の免除
 - 7.4 バイアウト・オファー
 - 7.5 義務的公開買付け及び任意的公開買付けの主な相違点
 - 7.6 旧・最低価格保証買付手続
- 8 対照表—任意的公開買付けと義務的公開買付けの比較
- 9 対象会社の取締役会の義務
 - 9.1 公開買付期間中のコーポレート・ガバナンス
 - 9.2 相互性の原則
 - 9.3 公開買付後の買収防衛策
 - 9.4 対象会社の取締役会による、公開買付けに関する意見
- 10 ブレークスルー
- 11 上場会社に関する公開情報
- 12 従業員の関与
- 13 スクイーズアウト—セルアウト
 - 13.1 スクイーズアウト
 - 13.2 セルアウト

序 「最近の主なルール改正」

現金決済デリバティブに関する新たなルール 法定のスレッシユホールド比率に達したことの報告及び意思の表明のため、2012年10月1日以降、現物株式と

同様の経済的効果を有する現金決済のデリバティブ及び契約の対象となる株式及び議決権が、開示義務の対象となった（エクイティ・スワップ、CFD、現金決済性コール・オプションを含む）。注意すべきは、現金決済デリバティブ商品は、現物決済デリバティブの場合と異なり、義務的公開買付けの30%のスレッシュホールドの計算対象とならないことが法定されたことである。

競争制限的な前提条件の管轄 従来は、競争法当局の許可が必要な場合は、当該公開買付けは、限られた数の当局（EU委員会、フランス競争法当局、EEA（欧州経済領域）協定における国家組織、合衆国競争法当局）による許可を前提としていた。2012年7月1日以降、競争制限的な前提条件は、当該審査期間が買付期間開始日から10週間以内であれば（より長い期間がAMFにより設定されないかぎり）、他の規制機関の管轄となりうるようになった。

公開買付け時の株式買戻プログラムの継続 公開買付前及び公開買付期間の対象会社株式に関する取引が原則禁止されているにもかかわらず、対象会社は、許可された株式買戻プログラムに基づいて自己株式を買い戻すことができる。2012年7月以前は、簡易公開買付けの場合にのみこうした株式買戻しが可能であったが、それ以降は、2013年12月22日の欧州規則2273/2003及び適用される国外規制に従う全ての公開買付けにおいて、株式買戻しが可能となった。新ルールのもとでは、株式買戻プログラムは公開買付けに対して中立的であることが想定されている（例えば、取引の量、価格および目的において）。

最低取得条件の引下げ 現行AMF一般規則は、公開買付実行のための最低取得条件は一方的に下げることができ、その際に買付けが撤回されるのではなく、条件が修正された買付けが行われることになる旨明確にしている。AMFは、従来はこうした最低取得条件の引下げをほとんど認めてこなかった。

Alternext 上場会社への公開買付けに関するルール 2012年7月にEuronext Parisが行った要請により、AMF一般規則の重要な部分が、Alternextで取引を許可された証券に対する公開買付けに対しても適用が拡大された。実際に、若干の例外を除き、Alternext上場会社株式に対する公開買付けに適用されるルールは、Euronext上場会社に対する公開買付ルールに即応している。しかしながら、義務的公開買付けのスレッシュホールドは、Euronext上場会社が30%であるのに対して、50%のままに維持されている。

[主要な検討中の改正]

フランス政府の要請を受け、AMF は最近、敵対的企業買収に対する防衛策をより効果的に行うこと等を目的とした諸提案を提出した。現時点では具体案は公表されていないが、以下の点に関するものと考えられる。

- ・ 買付者が買付後に50%の持株比率に達しなかった場合に、公開買付けが自動的に失効する強制的なスレッシュホールドを全ての公開買付け（任意的・強制的を問わない）に導入すること
- ・ 30%から50%の間で株式資本もしくは議決権を所有する者が、12ヵ月間に対象会社の株式資本もしくは議決権を2%未満増加させた場合の、義務的公開買付けの適用除外を廃止すること（少なくとも認められる増加割合を1%未満に下げる）

しかしながら、これらの改正案が現実導入されるか否かは不確定である。

1 規制の枠組み

フランスでは、公開買付けに対して適用される主な条文は、商法典、通貨金融法典及びフランスの監督官庁である AMF の一般規則に定められている。

公開買付けに関する2004年4月21日の欧州議会および欧州理事会の指令2004/25/EC（「公開買付指令」または「本指令」）は、2006年3月31日付の法律第2006-387号によって実施された。これによって金融市場庁（*Autorité des Marchés Financiers*, AMF）の一般規則が改正され、2006年9月をもって施行された。

—商法典及び通貨金融法典を改正するための、2006年3月31日日付の法律第2006-387号（「施行法」）。

—施行法に定める変更点を反映するための、2006年9月28日付の AMF 一般規則改正。

原則的には、フランスにおいて公開買付けの対象となる会社は、規制市場（Euronext 等）に上場されている会社か、一定の特殊な場合には非規制市場（Alternext 等）に上場されている会社であり、さらに、限定的な範囲内ではあるが、これらの市場に過去に上場されていた会社である。

Alternext Paris は、2005年5月17日に NYSE Euronext により開設された取引市場であり、小中規模の会社に相応した上場基準と簡素化された取引ルールを提供している。Euronext Paris のような規制市場に対し、「組織化されたマルチ

ラテラル・トレーディング・ファシリティ (organized multilateral trading facility)」として法律上位置付けられている。

いずれの市場においても上場されていない会社であっても、公開買付けの方法によって買収することができる。これは株主の分散した会社の支配権を得るための唯一の現実的な方法である。買収に適用される AMF 一般規則の条文によれば、このような公開買付けは AMF の管轄外である。もっとも、公募に対して適用されるルールは、特にこれらの会社に対する、有価証券を対価とする公開買付け (exchange offer) にも適用されるのは明らかである。

2 大量株式保有の開示

2.1 スレッシュホールド

フランスに登記上の事務所を有し登記上の事務所がフランス国内に所在しその株式が欧州経済領域 (EEA) で上場されている場合には、商法典の L. 233-7 条により、株式又は議決権の 5%、10%、15%、20%、25%、33.33%、50%、66.66%、90% または 95% の基準割合を超えた者 (増加及び減少の両方の場合) は、単独で行動するかまたは他人と共同行為するかを問わず、対象会社に対してその事実を開示しなければならず、かつ、株式が上場されているのが規制市場 (Euronext Paris 等) である場合には、4 営業日以内に AMF に対してこれを開示しなければならない。この情報は、その後 AMF によって市場に対して開示される。

通貨金融法典の L. 451-2-1 条では、この義務を EEA 以外の地域に登記上の事務所を有する会社に対しても拡大している。AMF が規制対象の開示情報の監督を管轄する場合には、このような会社は、例えば EEA の国のうちフランス規制市場において最初に上場したことの結果として、フランスにおいて情報を開示しなければならない。

会社定款では、これを下回るスレッシュホールド (0.5% 及び選択された最低のスレッシュホールドの倍数) において開示すべきことを定めることができる。そのような場合には、当該追加的スレッシュホールドに達した場合は、AMF に通知する必要はなく、当該会社に通知するのみでよい。

(2) または、非上場会社のうち、その株式を無記名式で保有することが可能な会社の登記上の住所。

(3) 2008年2月8日付の指示第2008-2号では、これらのスレッシュホールドを超えた投資家が記入すべき必須のフォームが定められている。Alternext 上場会社の場合は、50% 及び 95% のスレッシュホールドに達した場合にのみ、AMF に報告する義務を有することに注意。

商法典の規定では、株式保有又は議決権のスレッシュホールドの計算上、以下の株式又は議決権はある特定の者によって保有されているものとみなされる。

- =その者の計算において、他人によって保有されている株式又は議決権。⁽⁴⁾
- =その者がフランス商法典に定める意味において支配している会社が保有する株式又は議決権。
- =その者と共同して行動する者が保有する株式又は議決権（「共同行為」の定義については、下記を参照のこと）。
- =その者又は上記1から3までに定める者が、契約に基づいて自己の選択により取得できる株式又は議決権。
- =その者が現物株式と同様の経済的効果を有する契約もしくは専ら現金決済されるデリバティブ商品に基づく株式（こうした株式は、現物決済デリバティブの場合と異なり、義務的公開買付けの30%のスレッシュホールドの計算対象とならないことが法定された）
- =その者が用益権 (usufruct) を有する株式。
- =その者と締結した、当該株式又は議決権の一時的売却に関する合意に基づいて第三者が保有する株式又は議決権。
- =その者に預託された株式又は議決権。但し、その者が、株主による具体的な指示がない場合には自己が適切と考える方法で当該株式の議決権を行使できることを条件とする。
- =その者が、株主による具体的な指示がない場合には議決権行使委任状に基づき自己の裁量で行使することが可能な議決権。

開示義務の適用上、以下のいずれかの場合には、株式はその者によっては保有されていないものとみなす。(1) その者の支配下にある会社によって管理されているユニット・トラスト (OPCVM) が保有する場合。又は、(2) その者の支配下にある投資運用業者が管理するポートフォリオにて保有されている場合。しかしながら、これらの適用除外は、支配下にある会社や投資運用業者が、開示義務者又はその支配下にある者の直接又は間接的な指示により直ちに当該株式の議決権を行使できるようにすぎない場合には、適用されないことに注意する必要がある。

(4) ある論者は、このようなケースには証券の貸出し (*prêtes de titres*) 及び買戻特約付売買 (*pension livrée*) が含まれると考えている。THIERRY BONNEAU, “La réforme 2005 des franchissement de seuils,” in BULL. JOLY NOV.-DÉC. 2005, §174, p. 700 参照。

2.2 買付意思の有無の表明

さらに、株式又は議決権の10%、15%、20%、25%のスレッシュホールドを超えた者（直接的・間接的、単独又は他人との共同行為によるかを問わない）はそれぞれ、5営業日以内に、対象会社及びAMFに対して、その株式保有に関する今後6ヶ月間の意思を届け出なければならない。この届出書には、買付資金の出所、その者が単独で又は他人と共同行為する者であるかの別、株式の購入を中止又は継続する予定であるか、会社の支配権を取得する予定であるか、対象会社に対する経営政策、あるいは対象会社の取締役会又は監査役会のメンバーに選任される予定であるかを記載しなければならない。株主は、速やかに市場に開示することを条件として、いつでもその意思を修正する権利が認められる。

2.3 共同行為者

複数の者が、対象会社にその共通の方針を実行させる目的をもって、以下に関する合意をした場合には、これらの者は共同行為者とみなされる。(1) 株式又は議決権の取得に関連する合意（例えば、売却強制権（drag along right）など。但し、単なる優先買取権は含まれない。この優先買取権は、その権利を有する者が他の者に対してその株式の売却を強制することを可能とするものではないためである⁽⁵⁾。但し、当然のことながら、そのような優先買取権が協力、協議又はその他の義務とリンクされていない場合に限られる。）または、(2) 議決権の行使に関する合意（例えば、定時株主総会又は臨時株主総会における賛否表明を共同で決定することを定めた合意など）。

この点に関しては、ある会社と、その取締役会会長、経営担当役員、執行役員会（*directoire*）の構成員、取締役（*gérant*）、その支配下にある会社及びその共通支配下にある会社は、法律上、共同行為するものとみなされる。これと同様に、単純型株式資本公司（*société par actions simplifiée*, SAS）の株主は、当該SASの支配下にあるすべての会社との関係において、共同行為するものとみなされる。但し、これは反証の可能な推定であることに注意しなければならない。

共同行為関係は、書面・口頭の別を問わず、また、正式なものか黙示的なものかの別を問わない。

一般的には、書面による合意がない場合には、共同行為者の存在を証明することは困難であると考えられている（単に株主間契約が存在することのみをもっては、必ずしも当事者の共同行為の存在を推認させるものではない。）しかし、AMFは、最近の2件の決定においては、影響力が大きく集合的な事実的要素の総合的判断

(5) *Club Méditerranée*, CBV, 決定第90-1500号、1990年5月17日

(*Eiffage/Sacyr* 事件)⁽⁶⁾、または、共同行為をしないことを明示的に宣言した複数株主によって締結された包括的合意に関する独自の解釈 (*Gecina* 事件)⁽⁷⁾ に基づいて、事実上の共同行為の存在があると判断した。これらの事件のいずれにおいても、パリ控訴院および破棄院 (最高裁) は、AMF が共同行為の存在を立証するために用いたアプローチを承認した。事実上の共同行為に関する他の先例が実際には 2 件 (すなわち 1991 年の *Delmas Vieljeux* 事件及び 1993 年の *Lagardère Groupe/Arjil Groupe* 事件)⁽⁸⁾⁽⁹⁾ しか知られていないことに鑑みれば、これらの最近の決定は特筆に値する。

公開買付けの過程では、この共同行為の定義は以下のように拡大されている。

1. ある者が、対象会社の支配権を取得する目的をもって買付者と合意を締結した場合には、その者は共同行為するものとみなされる。
2. ある者が、公開買付けの成功な結果を妨げる目的をもって対象会社と合意

(6) *Eiffage*, AMF, 決定第 207C1202 号、2007 年 6 月 26 日。*Eiffage/Sacyr* に関する事件においては、AMF が共同当事者の存在を認定するために、主に言及したのは以下の点である。

(1) 疑わしい当事者、その役員及び株主の関係 (業務上の関係または資金的な関係)、(2) 疑わしい当事者の会社目的と対象会社の業務との関連性が不十分であること、(3) 対象会社の株式購入のために支払われた対価が、同株式の市場価格に関するアナリストの目的 (*objectifs de cours*) と比較して高い水準にあること、(4) 疑わしい当事者の資金力が、株式購入による金銭的負担と比較して低いこと、また、(5) 株式購入の実行日及び周期。

(7) *Gecina*, AMF, 決定第 207C2792 号、2007 年 12 月 13 日。*Gecina* に関する事案においては、*Gecina* 社のスペイン親会社である *Metrovacesa* の主要株主が、会社グループの分割及び同グループの間での会社支配権の分離について定めた分割契約を締結していた。AMF は、これに関連して締結された合意が、分離の手続を進めるために必要な時間に限られるものの、対象会社に対する共通の方針があったことを示すのに充分であったと判断した。従って、AMF は、主要株主のうち 2 名 (*Gecina* の株式資本及び議決権のそれぞれ 17.80% 及び 15.36% を有する株主) が各自の届出書 (スレッシュホールドを超えたことの届出書及び意思の表明書) において、共同行為をしない旨を明記していたにもかかわらず、これらの株主の間の共同行為があったことを認定した。AMF は、従って、*Gecina* が申請した自己株式取得の公開買付けであって、これらの 2 名の主要株主が共同して *Gecina* の株式資本及び議決権の 42.70% 株式を取得し、従って義務的公開買付けの申請を行う義務が生じる結果となる公開買付けを承認しなかった。AMF の決定は、2008 年 6 月 24 日付のパリ控訴院によって確認された。

(8) *Delmas-Vieljeux*, CBV, 1991 年 6 月 13 日付プレスリリース

(9) *Lagardère Groupe*, CBV, 1993 年 4 月 21 日第 93-1068 号。この事案において CBV は、*Arjil Groupe* 及び *GEC* との間の協調行動及び *Arjil Groupe* 及び *Daimler Benz* との間の共同行為には共通の目的 (すなわち、*Lagardère Groupe* に対する *Arjil Groupe* の支配を確保すること) があるとして、*Arjil Groupe*、*GEC* 及び *Daimler Benz* の間には国際的な事実上の共同行為関係が発生したと判断した。

を締結した場合にも、それらの者は共同行為するものとみなされる。

フランスの論者の一部は、「買収防衛目的」の共同行為によっては、義務的公開買付けを実施する義務は発生しないはずだと考えている。これは、規制市場における上場会社の株式資本又は議決権の33.33%のスレッシュホールドを超える株式を単独で又は他人と共同して取得した株主に対して義務的公開買付けの実施を義務づける AMF 一般規則の条項では、明示的に言及されていないためである。もっとも、この見解は疑問である。

2.4 制裁

上記の法律上のスレッシュホールドを超える株式取得を開示する義務、または意思を表明する義務の違反があった場合には、以下の制裁が課される。

1. 開示義務の対象となるスレッシュホールドを超える部分の株式、または意思の表明義務の発生基準となるスレッシュホールドを超える株式については、そのような状況が治癒された日（すなわち、正しいスレッシュホールドが開示され、または意思が表明された日）から2年間は、自動的にその議決権が剥奪される。
2. 裁判所は、株主、取締役会会長又は AMF からの要求があれば、違反株主の株式（開示義務の対象となるスレッシュホールドを超える部分に限られない）に係る議決権の全部又は一部を、5年以下の期間中剥奪すべきことを決定することができる。
3. AMF は、通貨金融法典 L. 621-14条および L. 621-15条に基づき、義務違反を行った会社及び／又は会社役員に対して、行政手続を開始し罰金及び／又は行政的制裁を課すことができる。
4. 取締役会会長、最高経営責任者 (*Directeur généraux*)、副経営責任者 (*directeurs généraux délégués*)、取締役、業務執行者 (*gérants*) 及び上記の意思表明を行うべきであった者に対しては、18,000ユーロ以下の罰金が課せられる可能性がある。

さらに、会社定款に定める開示義務の違反があった場合には、上記1.に記載した制裁が、開示義務の対象となる株式資本の最低比率（この比率は、株式資本又は議決権の0.5%以上5.0%未満でなければならない。）以上を保有する株主の請求があった場合に限り適用される旨を、会社定款において定めることができる。法定のスレッシュホールドの場合と同様、裁判所は、当該会社の取締役会議長、株主

もしくは AMF の要請により、5 年を超えない期間において、全議決権もしくは一部の議決権を停止する命令を出すことができる。

2.5 有利な取得条件に関連する契約

有利な売買条件を定めた契約条項は、これが規制市場に上場されており株式資本又は議決権の0.5%を超える株式に関連する場合には、その締結後5営業日以内に発行体及び AMF に対して開示しなければならない。この開示を怠った場合には、当事者は公開買付期間においてこのような条項に拘束されないこととなり、また、法令違反による一般的な制裁の対象となる。フランスの法令上は、有利な取得又は購入の条件の概念は定義されていないが、これは、売却時における相場価格と異なる価格で行われる売買（たとえば、優先買取権、売却強制権、売却参加権 (tag-along rights)、コール・オプション、プット・オプション等）であると一般に解釈されている。

このような契約の効果の検討及び評価が、企業買収プロセスの重要な要素であることが多い。

3 監督官庁及び適用法令

3.1 監督官庁

3.1.1 *AMF (金融市場庁)* AMF は、金融市場を監督するフランスの規制当局である。独立した行政機関である AMF は、16名のメンバーを有する委員会 (collège) と、12名のメンバーを有する罰則委員会 (各委員会には、経済財政大臣が株式市場の主要関係者の代表団体との協議を経て指名する6名の委員が含まれる。) によって構成される。

3.1.2 *公開買付けに関する AMF の権限* AMF は、「金融商品に対する投資及びその他の公募による投資の保護を確保すること、さらに、市場の秩序的な機能を確保すること」⁽¹⁰⁾ を担当する。

この結果 AMF は、フランスにおいて、公開買付けに関する規制の権限、禁止の権限及び制裁の権限、並びに公開買付けの許可に関する特定の役割を有している。

AMF は、原則的に、公開買付けの申請から買付結果の公告までの間、公開買付プロセスの監督を担当する。公開買付案の申請前であっても、一定のルールが

(10) 通貨金融法典 L. 621-8条。

適用される (買付意思の表明ルール)⁽¹¹⁾

公開買付けの許可にあたっての AMF の主な役割の一つは、公開買付けの条件が、公開買付けに適用される法令及び規則の規定に従ったものであるかどうか判断することである。たとえば、AMF は、フランスの公開買付規制の適用される対象会社の株式の公開買付けが、対象会社株主の平等取扱原則、市場透明性、公平な取引又は公正な競争に反すると判断する場合には、その株式の公開買付者に対して、公開買付案に定めた条件を変更するよう要求することができる。

AMF は、さらに、義務的公開買付けの場合には提案価格を審査しなければならず、また、買付者が提案する価格を AMF 規則に従ったものとするため、これを上回る価格を課すことができる (例えば、買付価格は、買付者が公開買付義務発生事由前12ヶ月間に対象株式の取得のために支払った最高価格と同等以上でなければならない。)

また、AMF は、公開買付けの際に買付者及び対象会社によって作成される情報文書に、対象会社の証券保有者が当該公開買付けへの応募の是非を判断するための適切な情報が記載されるように取り計らう。

公開買付けの場合に AMF によって付与される承認 (適合意見 (avis de conformité) 及びその他の決定) については、パリ控訴院に対して不服申立をすることができる。この他の AMF 決定は、その性質に応じて、パリ控訴院又は行政裁判所に対して不服申立をすることができる。

パリ控訴院において訴訟が提起されると、通常、判決後数週間が経過するまでは公開買付けが停止される。この訴訟が成功する可能性がほとんどない場合であっても、公開買付けを12ヵ月間遅らせることは可能である。フランスでは、対象会社の意思によらない公開買付け (unsolicited offer) の場合には、対象会社に対して防御のための追加的期間を与えるために訴訟が提起される場合がよくある。

3.2 適用法令

AMF 一般規則は、次の場合に適用される。⁽¹³⁾

1. 会社がフランスにおいて登記上の事務所を有しており、かつ、フランスの規制市場に上場されている場合。

(11) AMF 一般規則第223-32条以下では、ある者が公開買付けの準備をしていると判断できる合理的な理由がある場合には、AMF がその者に対して一定期限内にその意思を公表するよう命ずることができる旨が定められている。

(12) Silic 社の株式と社債に対し Icade が行った公開買付けに関連する訴訟は、2012年4月以降係属中である。

(13) フランス通貨金融法典第 L. 433-1条。

2. 会社が欧州連合 (EU) の加盟国または欧州経済領域 (EEA) の締約国のいずれかに登記上の住所を有しており、かつ、その本国の規制市場で上場が認められておらず、フランスの規制市場において初めて上場が認められている場合。
3. 会社が EU の加盟国または欧州経済領域 (EEA) の締約国のいずれかに登記上の住所を有しており、かつ、その本国の規制市場に上場されておらず、EC の複数の規制市場において同時に初めて上場が認められ、さらに、2006 年 6 月 17 日までに監督官庁として AMF を選択し又は 2006 年 6 月 17 日までに管轄規制当局が AMF を監督官庁として指定した場合。^{(14) (15)}
4. 会社が EU 又は EEA 以外の国に登記上の事務所を有しており、かつ、フランスの規制市場への上場が認められていた場合。但し、義務的公開買付け及びスクイーズアウトに関しては例外とする。AMF は、AMF 規則をこれらの会社に対して適用することが可能であるが、但しそのような義務を有しないことに注意すべきである。たとえば、Rio Tinto が申請した Alcan に対する公開買付けでは、登記上の事務所を有する会社はカナダに所在していた。AMF はその通常の実務に従って AMF 一般規則のうちの特定の規定のみをこの公開買付けに適用し、主な買付文書の翻訳を要求した。

どの官庁が監督官庁となるかについては、実施法には具体的な定めがないが、実施法の規定及び数多くの先例から、AMF 一般規則が適用される場合には AMF が監督官庁となることが推認される。

4 秘密保持—買付意思の表明ルール——デュー・ディリジェンス

公開買付けの準備を行う際には、秘密保持がきわめて重要である。特に敵対的買収の場合には、事前に知られることによって、対象会社が防衛措置を準備することが可能となる場合があるためである。この点に関しては、該当する 2 つのルール群がある。すなわち、(1) 予定されている取引のうち、買付者又は対象会社の株式の取引価格に影響を及ぼす可能性のあるものを開示する一般的義務、及び (2) 買付意思の表明制度である。

(14) 例えば、Euronext を参照のこと。

(15) 筆者は、規制当局間のこのような合意は知らない。

4.1 一般的な開示義務

上場有価証券の取引価格に著しい影響を及ぼす可能性のある取引を準備している者は、AMF 一般規則第223-6条に基づき、可及的速やかにこの取引を公表しなければならない。この情報の公表を保留することができるのは、取引（例えば、予定されている企業買収）の準備のために秘密保持が必要となり、秘密保持が可能な場合に限られる。とくにこの点、秘密情報を保有する業務上目的の範囲を超えて情報が伝達された場合には、フランスにおいてはその事実のみをもって犯罪が成立する。

4.2 買付意思の表明制度

買付意思の表明手続は、フランス企業が利用できる買収防衛メカニズムの強化を背景として導入された。この主な契機は、2005年の夏の、Pepsico の Danone に対する敵対的買収の噂である。この手続の目的は、一定の場合に、潜在的公開買付者に対してその買付意思の開示を早めるよう義務づけることである。

4.2.1 *ルールの発動事由* 買付意思の表明手続においては、AMF は、ある者がフランス上場会社の株式公開買付けを計画していると判断する理由がある場合、とくにその者が公開買付けの申請を目指して準備作業を行っている場合（例えば、経営陣との協議、アドバイザーの選任等）には、その者に対して一定の期限内に意思を公表するよう命ずることができる。

異常な株価又は取引高の発生は、AMF によるこの手続の利用の判断に係る要素となる。

先例が少ないことからすると、買付意思の表明手続の実施に関する AMF の方針について正確に把握することは依然として困難である。公表されたいくつかの先例によれば、対象会社が、自社が包囲された状態であるとは考えておらず、また、AMF に対して強い働きかけをしない場合には、AMF は、対象会社がその株式売却を自由に準備することを可能とするため、買付意思の表明手続の発動を控えることができる。

AMF には広汎な権限が与えられていることに鑑みれば、潜在的買付者は、情報のリーク及び買付けの表明手続の発動につながるようなコンタクトを開始する前に、あらかじめ万全の準備をしておくべきである。

4.2.2 *開示要請の効果* AMF が行う開示要請には、潜在的買付者がある意思を公表すべき期限が記載される。この後、次の2通りの状況が発生する。すなわち、(1) 潜在的買付者が、公開買付けを申請する意思がある旨表明すること、

または（２）その者がかかる意思を有していない旨を表明すること（あるいは、AMF が定めた期限内に回答又は公開買付申請を行わないこと）である。

4.2.2.1 公開買付けの申請を行う意思の表明

潜在的買付者が、公開買付けの申請を行う意思があることを表明した場合には、AMF は、その公開買付けの主な条件の公表の期限、または、場合に応じて、そのような公開買付案を提出すべき期限を決定する（AMF 一般規則には、必要的期限又は期限の上限が定められていない。）

現在まで、AMF は、潜在的買付者の意思を明確に示していない回答には満足していない。*Suez-Artemiz* 事件では、Artemiz は、AMF からの要請に応じて「すべての選択肢は検討中であり、いかなる決定もまだ行われていない。」とのみ述べ、また、AMF に対して、きわめて予備的な買付文書案の存在を表明した。AMF はこの公表を、公開買付けの申請を行う意思の表明であると解釈し、従って Artemiz に対して、公開買付けを申請するまたは予定されている公開買付けの種類を公表すべき期限を設定した。

AMF は、市場にとって利益となると判断する場合には、買付予定者に対して、公開買付案を確定させるための時間を与えることができる。*Suez-Artemiz* 事件では、1ヶ月の期限が与えられた（数週間にわたってすでに噂がされていたことが考慮された）。また、AMF はこれとは逆に潜在的買付者に対して非常に短期間の期限を設定することもできる。スイスの会社である Center-Tainment AG⁽¹⁶⁾ の Eurodisney に対する敵対的買収の計画のケースでは、AMF は、潜在的買付者に対して非常に短期間（1週間未満）にその意思を表明するよう要求した。

上記のケースが政治的または個別的であることに鑑みれば、AMF のきわめて限定的な見解は将来拡大する可能性があり、また、将来のケースでは、正当理由がある場合には、潜在的買付者に対してその公開買付けの確定のため1週間を超える期限が付与される可能性もある。

買付意思の表明制度のもとで、AMF の要請によって、公開買付けを実行する旨の当初の意思表明を行うことにより、直ちに下記セクション6.7の諸制約および義務を負うことになる点には、留意する必要がある。

4.2.2.2 公開買付けの申請を行わない意思の表明

潜在的買付者が、公開買付けの申請を行う意思がないことを表明した場合、または AMF が定めた期限内に公開買付けの申請をしない場合には、6ヶ月の期間

(16) *Euro Disney*, AMF 決定第206C2188号、2006年12月5日

中は沈黙していなければならない。すなわち、公開買付けを実施することが禁じられる。

例えば、AMF は、マスコミによる敵対的公開買付けの噂を受けて、Saipem/ENI に対して、Technip に関する公開買付けの意思を表明するよう要請した。ENI 及び Saipem は、Technip に対する公開買付けの申請を行う意思がないことを表明した。ENI/Saipem の回答は Consob (イタリアの規制当局) に宛てた回答であったため、AMF の要請に対する明確な回答ではなかったが、AMF が買付意思の表明ルールを適用する決定を下すにあたって理論上そのように判断したということは、注目に値する。

同じく、2010年に Safran は AMF の要請の翌日に Zodiac に対する公開買付けを行う意思がないことを表明し、AMF は、Safran は以後 6 カ月間は Zodiac に対する公開買付けを禁じられる旨の通知を行った。

4.3 上場会社のデュー・ディリジェンス

敵対的公開買付けの場合に実施が可能なデュー・ディリジェンスの範囲は、一般公開情報の検討に限られるため、きわめて狭い。この一般公開情報とは、たとえば、対象会社が商業登記所に登記した情報、年次報告書、有価証券の発行又は企業再編成に関連して公表された目論見書、Euronext Paris SA に対する通知であって議決権総数、スレッシュホールドの超過又は株主間契約に関する開示がされているものなどである。

対象会社によって誘致される友好的な公開買付け (recommended offer) の場合には、潜在的買付者に対して法律上開示することのできる情報には全く制限がない。デュー・ディリジェンスを進めるにあたって提供される情報が、もし公表されたとすれば対象会社の株価に影響を及ぼす可能性がある場合には、買付者は公開買付前の株式取得を控えるべきである。そのような取得は、インサイダー取引に該当する可能性があるためである (下記セクション 5 参照。) 当該秘密情報は、原則として、買付文書にてすべて公表しなければならない。

5 対象会社の株式取得に関する問題

公開買付公告以前に対象会社株式を取得しようとする場合に、最も問題となるのはインサイダー取引の禁止である。

インサイダー取引は、2つの異なるグループのルールによって禁止されている。これは、通貨金融法典 L. 465-1条の違反に該当するだけでなく、AMF による行政手続の対象となり、また、AMF 一般規則第621-1条及び622-2条に定める

罰金も課される可能性がある。この犯罪は裁判所で訴追が行われ、有罪となった場合の刑罰は、2年以下の禁固刑及び／又は150万ユーロ又は取引によって得た利益の10倍のうちいずれか高い方の罰金刑である。

これは、AMF 一般規則の違反にも該当するため、AMF は行政手続を開始し、150万ユーロ又は取引によって得た利益の10倍のうちいずれか高い方の罰金を課することもできる（通貨金融法典 L. 621-15条）。

インサイダー取引に関する条文はきわめて一般的な用語で規定されており、その解釈によっては公開買付前の株式取得に適用されるとも考えられる。しかし、一般的には、株式の買い増しはこれらのルール違反に該当するとはみなされない。この見解は、旧 COB 規則第90-04号によって支持されている。この規則は、支配的な大口株式の取引又は公開買付けの申請の前は、取引当事者による成行注文は当該当事者の目的に適合するものでなければならない（すなわち、買主に対しては買い注文、売主に対しては売り注文）と定めたものである。株式市場の管轄当局は、このような注文を規制することにより、株式の買い増し自体はインサイダー取引には該当しないと黙示的に（但し必然的に）認めた。この条項は2004年11月に廃止されたが、この点に関する株式市場の管轄当局の見解は変更されないと考えられている。

Zodiac 事件⁽¹⁷⁾に関してパリ控訴院が下した判決は、インサイダー取引に関する条項には法律上の抗弁が定められていないにもかかわらず、取引が正当事由によるものである場合には（但し、この正当事由は、支配権獲得の場合には、取得価格を最小限に抑えたいという希望とは全く無関係でなければならない）違反行為が実行されたとはみなされないと判示する、フランス裁判所の最近の傾向を確認したものと思われる。

株式の買増し戦略は、他のフランスの公開買付案件において利用されてきている。たとえば、Groupe Partouche は、Compagnie Européenne de Casino（同社は、すでに Accor Casinos による公開買付けの対象となっていた）の株式の公開買付けに着手する前に、第三者との取引及び市場での買付けにより36.8%の株式を取得していた。

6 任意的公開買付け

支配権獲得目的の公開買付けを実施すること、また、義務的公開買付けを実施

(17) パリ控訴院、第一部、COB セクション、1994年11月15日。SA Zodiac/Agent judiciaire du Trésor.

した後に支配権を獲得することは、上場会社の支配権取得のために最もよく利用されている方法である。もっとも、支配権は合併又はこれに関連する取引⁽¹⁸⁾によって取得することも可能である。

公開買付けは、株主グループのうちのいずれもが支配的な株式数を有していない場合に一般的に採用されている取得方法である。公開買付けは、対象会社が単独の大口株主によって支配されているが、以下のいずれかに該当する場合にも利用されている。

1. その支配株主が、買付者に対して株式を売渡すという約束を撤回不能な形式で与えることを拒否する場合。または、
2. 買付者が、対象会社の株式及び／又は議決権の一定比率の達成を買付けの条件とすることを希望する場合。

敵対的買収の場合には、公開買付けは最終的に常に利用されている。フランスの上場会社の相当数は単独株主又は株主グループによって支配されているため、多くの企業買収案件は、支配的な大口株式を取得した後に義務的公開買付けを実施するという仕組みになっている。

6.1 公開買付けに応募する旨の確約 (irrevocable undertaking)

——対象会社と合意された違約金

6.1.1 公開買付けに応募する旨の確約 公開買付けに応募するという確約がフランスの株式市場規則に適合するかどうかは、争いのある論点である。この議論は、公開買付けは自由競争原理に従って実施されるべき（すなわち、競合買付けが常に可能であるべき）と定める AMF 一般規則の第231-3条が中心となっている。COB による従来の規制方針に従い、AMF は、自由競争原理によって確約が禁止されると解釈すべきとの見解を維持している。

判例法の観点からは、最近の状況は以下のようにまとめることができる。

1. 買付者がすでに保有している株式と合計して対象会社の10%から15%未満を占める株式に関する確約は、ほとんどの場合は有効である。⁽¹⁹⁾

(18) 国境を越えた合併の最近の例としては、2013年3月の Vivalis (フランス) と Intercell (オーストリア) の合併のケースがある。それぞれの自国法による合併制度のもと、欧州会社 (European Company) が同時に設立された。

(19) *Sucrerie Raffinerie de Châlon-sur-Saône*, CBV, 1993年7月8日付決定第93-1969号。パリ控訴院第一部 CBV セクションにより支持された。1993年10月27日、*Ballard/Sucrerie*

2. 違約金の定めのある確約も、一般的に有効とみなされている。但し、その違約金の金額が、競合する公開買付けへの応募ができなくなる程度でない場合に限る。

上記の2つの条件以外には、AMF 又はパリ控訴院がどのような見解を採用するのかは全く不確実である。従って、敵対的な案件において確約書にサインすることは、AMF からの圧力を受け、また、競合買付者から訴訟が提起される原因となるものと一般的に考えられている。

しかし、ある論者は、このような確約は優先的な売買条件を定める条項と一体的に考えるべきであり、しかも、この条項の有効性はフランスの商法典によって黙示的に認められていると考察した。実際にこの論者は、そもそもこの条項が有効とされなければ、公開買付期間中は同条項の効力が停止されるという制裁の説明が不可能であると考えた (上記セクション2.5参照)。

公開買付けに応募する旨の確約に関する違約金に関しては、以下の条件が満たされれば、有効と判断される可能性がある。すなわち、(1) 増額公開買付け (increased offer) に対象会社株式を応募することから生じる、確約書の差入者と受益者との間の合理的な利益の配分が定められている場合で、かつ、(2) 金額に一定の上限が設定されている場合である。⁽²⁰⁾

6.1.2 対象会社と合意された違約金 対象会社と買付者との確約の締結の可否も、議論の余地のある論点であり、非常に限られた裁判例が存在するのみである。対象会社の経営陣は、彼らの経営ミスの責任が問われうる、違約金の制裁の付された確約の締結には消極的であることが多いが、こうした違約金は、対象会社の最大の利益の観点から考慮されるべきである。フランスの論者の大多数によ

Raffinerie de Châlon-sur-Saône

(20) 2002年の、GecinaによるSimco株式の公開買付けでは、Gecina及び2名の株主 (Simcoの株式の52%を超える株式を有していた) が、これら2名の株主が競合買付けに株式を応募した場合にはGecinaに対して (x) 1200万ユーロ、または (y) Gecinaの買付価格の増額分の50%のうちいずれか高い方の金額を支払う旨を定めていた。

2005年の、AS WatsonによるMarionnaud株式の公開買付けでは、買付者と主要株主との合意において、主要株主が増額後の買付価格と当初買付価格の差額利益の半額を支払うべきこと、また、その金額の上限を500万ユーロとすることが定められていた。

2005年の、Compagnie Européenne de CasinosによるAccor Casinos株式の公開買付けでは、買付者と主要株主との合意において、主要株主が増額後の買付価格と当初買付価格の差額に相当する金額を支払うべきこと、また、その差額の上限を1株あたり5ユーロ (当初買付価格の約10%) とすることが定められていた。

れば、対象会社の経営陣は、自らが対象会社の最大の利益のために行動していることを立証するため、次のような有力な論拠を援用することが多い。すなわち、(1) このような確約は、交渉を確定させるための条件として買付者によってよく利用されるものであること、(2) 一般的に、違約金は、株主が公開買付けを拒否することが現実に不可能とならない程度の金額で合意されること、さらに、(3) 通常、買付者は相互的な違約金を認めていることである。違約金に関しては、これまで数件の先例が存在するのみである⁽²¹⁾。

英国では、違約金等の取引保護条項 (deal protections) は、2011年9月以降テイクオーバー・コードにより禁止されているが、このことがフランスの公開買付実務およびフランスの法律界に与える影響については、注視していく必要がある。

6.2 申請義務

6.2.1 AMF への申請 公開買付案の申請は、AMF を名宛人とし、買付者によって選定された一又は複数の資金提供銀行 (スポンサー銀行) の署名入りのレター (オファー・レター) を提出することによって行われる。

スポンサー銀行とは、フランスにおいて引受業務 (prise ferme) の免許を取得した銀行をいう。一又は複数のスポンサー銀行が、公開買付けにおける買付者の義務の履行を完全かつ無条件に保証しなければならない。この保証を提供する銀行が複数ある場合には、これらのスポンサー銀行は連帯して責任を負う (但し、スポンサー銀行が複数である場合には、そのうちの一行のみがこの保証を提供することは可能である)。

公開買付けは、対象会社の株式の100%、及び対象会社の株式又は議決権に転換される有価証券 (例えば、転換社債、新株予約権等) の100%について実施しなければならない。

買付者は、さらに、対象会社のフランス又は外国の子会社が「重要資産」に該当し、かつ、その株式の33%以上が対象会社によって保有されている場合には、これらの会社についても公開買付けの申請を行うことを約しなければならない⁽²²⁾。

買付者が AMF に対して提出すべきオファー・レターには、該当する場合には、以下を示す証拠を添付しなければならない。

(21) 違約金 (Break-up fees) 条項は、Apax の GFI に対する公開買付け、SAP の Business Objects に対する公開買付け、および NYSE の Euronext に対する公開買付けに際して締結された。さらに、Alcelor による Severstal に対する公開買付け (当初は Mital Steel により開始された) においても用いられた。

(22) 通貨金融法典 L. 433-3-III 条。

1. 終了時には、対価となる株式が発行されること（例えば、授權資本に基づき、またはこの目的のために開催される買付者の株主総会の決議に基づき発行される）。
2. 官庁に対する、当該公開買付けを許可する旨の必要的な認可が申請されていること（たとえば、対象会社又はそのグループの会社が、銀行業又は保険業に関する監督官庁の管轄下である場合、または海外投資の規制を受けている場合など）。
3. 公開買付けについて合併規制上の承認が条件となる場合には、合併の監督官庁に対する申請（または、提出時にこの申請の準備ができていない場合には、照会書（⁽²³⁾saisine）がされていること）。
4. 対象会社の重要資産である上場子会社に関する公開買付けの申請を行う旨の、買付者による確約並びに公開買付けの目論見書案の写し。

オファー・レターには、買付文書案も添付しなければならない。下記セクション6.8.1を参照のこと。

6.2.2 AMFによる申請の受理—公表 AMFは、公開買付案の提出後速やかに、当該公開買付案の主な条件を記載した受領通知（*avis de dépôt*）を発行する。これによって公開買付期間が開始し、この期間はAMFによる公開買付けの結果公表日をもって終了する（公開買付期間）。

AMFは、公開買付けに係る有価証券の取引を停止するよう、Euronextに要請することができる。この停止の期間は、AMFがその自由裁量にて決定する。AMFは、株式の時価総額が大きい会社については、この停止期間を最小限にとどめる傾向にある（たとえば、Sanofi-SynthelaboによるAventis株式の公開買付けでは、AMFは公開買付けの申請日の朝9時から午後3時までの取引停止を要請した）。しかしながら、AMFはこれまでにそうした取引停止要請をそれほど頻繁に行ってきたわけではない。

買付者は、フランスの全国的な経済紙において、公開買付案の主な条件を記載

(23) AMF一般規則第231-11条では、独占禁止当局が第二段階の手続を開始しないという条件を公開買付けに付すことが買付者に対して認められているが、同条が、(1) 公開買付けの申請と併せて、独占禁止当局に対する正式な申請を行うべきことを意味するのか、または、(2) 買付者は独占禁止当局とのコンタクトを開始し、先に申請の相談をすることのみが義務づけられていることを意味するのかは、明らかではない。少なくとも2件の先例（AlcanによるPechiney株式の公開買付け及びSanofi SynthelaboによるAventis株式の公開買付け）では後者の解釈が維持されているという事実と、該当する文言が改正されたこと（「照会書」は「通知書」に改正され、その後最終的にもとの文言に復帰された）は、AMF一般規則上は、実際には正式な申請が義務づけられていないということを示唆している。

した詳細な公告を行うことが義務付けられている。対象会社は、上記の公告が発表された後、回答文書案の公表に先立つ取締役会の意見及び独立した鑑定評価人の判断結果について述べたプレス・リリースを発行することができる。

買付者は、公開買付案を提出した場合には直ちに、その登記上の事務所、スポンサー銀行の登記上の事務所、あるいは、これらの登記上の事務所がフランスにない場合には金融機関の登記上の事務所において、この公開買付案を公衆の縦覧に供しなければならない。共同買付文書案の場合には、これは対象会社の登記上の事務所及びその金融機関の登記上の事務所においても公衆の縦覧に供しなければならない。この買付文書案は、さらに、AMF のウェブサイト及び買付者のウェブサイト上で、また、共同の場合には対象会社のウェブサイト上でも公表しなければならない。買付者またはスポンサー銀行の登記上の事務所がフランスにない場合には、買付文書案は、フランスに所在する金融機関の登記上の事務所にて公衆の縦覧に供しなければならない。

6.3 資金証明

上記セクション 6.2.1 でも述べたとおり、スポンサー銀行は公開買付けにおける買付者の義務の履行を完全かつ無条件に保証しなければならない。従って、スポンサー銀行は、対価のうち現金の部分の資金調達については、公開買付けの申請日から、ケースバイケースで交渉される形式にて保証をつけることを要求するのが一般的である。

その結果、融資契約書類には通常、買付者が利用できる必要な資金を有することを確保するための「一定の資金」という条項が定められる。スポンサー銀行は、資金提供が可能であることを確認したいと考えるためである。

さらに、スポンサー銀行は通常、現金による公開買付け対価の全額について、融資契約書類に基づく無条件保証を受ける利益を有する。これは、要求があれば、融資限度枠に基づく融資実行の発生事由となるためである。

6.4 公開買付けの撤回不能性及び許容される条件

フランスの公開買付け規制の主な特徴の一つは、いったん公開買付けの申請がされると撤回ができないという点である。このルールには、一定の限定的な例外がある。

6.4.1 条件 買付者は、公開買付けを下記の一又は複数の条件にかからしめる旨を定めることができる。

1. 公開買付けの成功の前提条件としての最低応募条件。公開買付けの結果が判明するのは終了後であるから、この条件は公開買付けの終了を遅延させることにはならない。適用法令には明示的には規定されていないが、AMF は、対象会社及び買付者の状況に鑑み合理的に達成されると考えられる最低応募条件に限って許容することができる。AMF は、通常、対象会社の株式資本／議決権の66.67%以下を基準割合とすることを認めている。最低応募条件は、取締役会の実効的な支配を可能にする50%に設定されることが一般的である。
2. 当該買付者が同時に開始した別の会社に対する公開買付けにおいて、最低応募条件が達成されること。この条件も、公開買付けの成功の前提条件となる。
3. 適用法令又は定款に基づき要求されている場合には、買付者の株主総会の承認が得られること（たとえば、英国法の適用を受ける買付者に対しては、そのような承認が義務付けられる場合がある）。このような承認の取得を、公開買付けの実施の前提条件として定めることができるが、但し、AMF が当該前提条件を承認し、かつ当該株主総会は公開買付案の申請時においてすでに招集されている必要がある。
4. 有価証券を対価とする公開買付けの場合には、買付者が公開買付の対価として提供する予定の有価証券の発行について、買付者の株主総会の承認が得られること。このような承認の取得を、公開買付けの実施の前提条件として定めることができる（この株主総会が、公開買付けの終了前、又は終了後の合理的な期間内に開催される場合には、買付者の取締役会はいずれにせよ公開買付けの申請時に株主総会の招集を約しなければならない）。
5. 以下のいずれかの当局から、不正競争防止に関する許可が得られること、すなわち、外国政府によって発行された第一段階の独占禁止規制上の承認又はこれに類する認可が受領されること。(a) 欧州委員会、(b) フランスの競争法当局、(c) EEA の他の同盟国及び／又は米国のこの事項に関する管轄権を有する当局、または (d) 買付期間開始日から10週間の期間内（AMF の許可がある場合はそれ以上）に審査を行う他の規制期間。いずれにせよ、予定されている取引が第二段階の調査の対象となった場合には、公開買付けは自動的に無効となる。

6.4.2 *その他の規制上の許認可* AMF は、応募受付期間（すなわち、株主が買付けの勧誘を受けており、買付けが成立していない期間）の開始について、他の必要な許認可を受けることを条件とすることができる。（たとえば、銀行、保険、防

衛又は戦略産業が関係する場合など)。

6.5 応募受付期間及び公開買付期間

6.5.1 応募受付期間 対象会社の有価証券保有者からの公開買付けへの応募を受け付けることができる期間(「応募受付期間」)は、通常、以下のうちのいずれかが公表された日の翌営業日から開始する。(1) 買付文書(買付者と対象会社の共同により作成されている場合、または敵対的公開買付の場合)、または(2) AMF 一般規則の第261-1条に基づき独立鑑定人が選任されている場合には回答文書(下記6.8.2参照)。ただし、いずれの場合も、監督官庁からの許可がすべて得られていること(上記6.4.2参照)、さらに、買付者及び対象会社それぞれに関する情報資料が公開されることが条件となる。

6.5.2 通常の手続における買付けの有効期間 通常の公開買付けの場合には、応募受付期間は公開買付け開始から25営業日である。共同買付文書が作成されていない場合には、応募受付期間の終了日は延長することができるが、但し、この延長は35営業日を超えてはならない(もっとも、競合買付け又は訴訟などの場合には、AMFはこの期間を延長する権利を有する。)しかし、AMF 一般規則の第232-13条では、手続が過度に長期に及ぶことを回避するため、AMF が、応募受付期間が10週を超えた場合には確定的な競合買付けの申請の期限を設定することができる(但し義務ではない)と定めている。

ただし、例外として、合併監督庁の承認を得ることが公開買付けの条件となっている場合には、このスケジュールは、当該承認が得られた場合にのみ決定される。

応募受付期間の開始は、AMF の決定 (*avis d'ouverture*) があることを条件とする。

買付者及び対象会社が、応募受付期間中にその主な特性を変更した場合には、AMF は、株主に対して5営業日以上その変更の検討期間を与えるため、公開買付けの終了日を変更することができる。

買付けへの応募手続は集中的なものである(すなわち、対象株式の応募申し込みは、応募受付期間の最終日まで取り下げることができる)。

英国等の他の市場とは異なり、公開買付けへの応募状況が毎日開示されるわけではなく、公開買付けの終了時に1回開示されるだけである。従って、公開買付けの結果は、応募条件の取り下げが可能な最も遅い時点(すなわち、公開買付けの終了前5営業日)では買付者には分からない。これが、敵対的買付けの多くにおいて、スレッシユホールドが50.01%に設定される理由のうちの一つである(上記

セクション6.4.1参照)。

6.5.3 簡易手続に基づく公開買付期間 通常の公開買付けの手続と比較すると、簡易手続の目立った特徴は、買付価格にて市場で直接買付けることによって行われる点 (但し限定された場合を除く) と、限られた日数のみ可能である (通常の公開買付手続が25営業日であるのに比べると、10営業日以上または現金以外の対価が提供される場合には15営業日) という点である。

簡易手続の利用は、AMF 一般規則の第233-1条に従い、下記の場合にのみAMF によって認可される。

1. 上場会社の株式資本及び議決権の過半数を、直接的・間接的を問わず、また、単独か他人との共同によるかを問わず保有している株主による買付け⁽²⁴⁾。
2. 上場会社の株式資本及び議決権の過半数を、直接的・間接的を問わず、また、単独か他人との共同によるかを問わず保有することになった株主による買付け。
3. 買付けの目的が、買付者が上場会社の株式資本及び議決権の最大限10%を取得できるようにすることである場合。
4. 議決権を有する株式及び無議決権株式にのみ関連する買付け。
5. 上場会社による、自己株式その他の種類の有価証券の取得。
6. 上場会社が、債務証券と、株式資本を表象する有価証券を交換するための買付け。

6.6 買付けの撤回

買付者は、下記のような限定的な状況においては、その買付けを撤回することができる⁽²⁵⁾。これらは、原則として、通常の公開買付手続にのみ適用される。

1. 競合する買付けのスケジュールが公表された後5営業日以内 (下記のセクション6.10.1を参照)、または、
2. 以下の場合で、かつ、AMF の許可を得ていること。これは、そのような変更が、応募受付期間中に行われたか、または公開買付けの成功の公表後で決済よりも前に行われたかの別を問わない。(x) 買付けが無意味となった場合 (例えば、競合する買付者が結局、共同で友好的な公開買付けを実施することを

(24) このような場合には、買付けの価格は、公開買付の直前の60営業日における株価の加重平均終値以上でなければならない。但し、AMF が別段の承認を与えた場合を除く。

(25) AMF 一般規則第232-11条。

決定した場合など) または、(y) 対象会社の実体に変化が生じた場合 (例えば、対象会社とその株主の承認を得て公開買付期間中に主要資産を売却した場合など)。

6.7 公開買付期間前及び公開買付期間中の取引の制限—開示

買付者、対象会社、これらのうちいずれかと共同して行為する者、スポンサー銀行及びアドバイザー⁽²⁶⁾に対しては、対象有価証券の取引⁽²⁷⁾について、以下の一定の制限が課される。

有価証券を対価とする公開買付けまたは現金を対価とする公開買付けであって、上記セクション6.4.1の1、2または5のうち一以上の条件 (すなわち、最低応募条件、二回目の公開買付け又は競合の状態に係る条件) が付いたもの場合には、買付者、対象会社又はこれらの協調者は、買付期間中には対象有価証券を一切取得してはならない。さらに、有価証券をその対価に含む公開買付けの場合には、買付者、対象会社またはこれらの協調者は、対価として提供される有価証券を買付期間中に取得してはならない。

現金を対価とする公開買付けのうち、上記セクション6.4.1の1、2または5の条件のうちいずれも付されていないものについては、買付者 (あるいは、これと協調して行動する者、スポンサー銀行またはアドバイザー) が、買付価格を上回る価格で対象株式を購入した場合には、買付価格は、当初の買付価格の102%または当該株式の購入価格のうちいずれか高い方に自動的に引き上げられる。応募受付期間の終了5営業日前から、公開買付けの結果が公表されるまでの間は、買付者及びその協調者は、買付価格を上回る金額では株式を一切購入してはならない。

対象会社が自己株式の取引ができるのは、現金のみを対価とする公開買付けの場合で、かつ、自己株式取得プログラムに基づいて行う場合に限られる。さらに、以下の条件を満たす場合に限られる。(1) その自己株式取得プログラムを承認した株式総会決議において、そのような取引が可能であることが明記されていること、かつ、(2) その自己株式取得プログラムが公開買付けを妨げるおそれがある場合には、株主総会決議により承認又は確認されていること (必要に応じて)。

買付期間の開始から終了までの間は、対象有価証券の取引注文は、その有価証券が上場されている規制市場にて実行しなければならない (市場外取引の禁止)。

(26) スポンサー銀行及びアドバイザーは、一定の事情があれば、例外の利益を受けることができる。

(27) AMF 一般規則第232-14条以下。

なお、取引の開示については、上記セクション2.1で述べたものと同様の開示義務が課される。

6.8 買付文書、回答文書及び一般的情報書類

公開買付けの場合に作成すべき情報資料は、以下の通りである。

1. 買付者によって作成される買付文書（下記セクション6.8.1参照）
2. 対象会社が作成する回答文書（下記セクション6.8.2参照）。(友好的取引の場合で、かつ、独立した専門家が必要とされない場合、すなわち、対象会社の取締役会又はこれに類する機関の内部で利益相反がない場合には、買付文書と回答文書を1本にまとめることが可能である。)
3. 別個の情報書類及び一般情報書類で、買付者及び対象会社の特徴を説明したもの（下記セクション6.8.3参照）。

6.8.1 買付文書 対象会社の依頼による公開買付けでは、買付者及び対象会社は原則として共同で買付文書を作成することができる。従って、このような場合には、回答文書に関する内容的要件も充足しなければならない。但し、AMF 一般規則によって、独立した専門家の関与が義務づけられている場合には、共同文書を作成することは認められない（下記セクション6.8.2.2参照）。

買付文書には、下記のものに関する、特記すべき情報が含まれる。(1) 買付者の情報、(2) 公開買付案の主な特徴、(3) 労使面、財務面及び社会的な観点からの、買付者の今後12ヶ月間の意図、(4) 公開買付けに関して締結された合意のうち、買付者が当事者となっているか、または買付者が把握しているものすべて。(5) 公開買付けを承認した会社の機関による決定、(6) 買付者またはその法的代理人による、買付文書案に記載された情報の正確性に関する証明（さらに、共同の買付文書の場合には、対象会社またはその法的代理人による同様の証明）。

6.8.2 回答文書

6.8.2.1 回答文書の内容

買付文書が共同で作成されていない場合には、対象会社は、AMF による適合性通知 (*declaration de conformité*) の交付があった後5営業日以内に、あるいは、新たな AMF 一般規則第261-1条に基づき独立鑑定人を選任する必要がある場合には買付文書案の提出後20営業日以内に、回答文書の形式にて答弁を提出しなけ

ればならない (回答文書案)。

回答文書には、とくに、当該公開買付けに関する対象会社の取締役会の意見、当該公開買付けが対象会社の株主及び従業員に及ぼす影響、並びに独立鑑定人の報告を記載しなければならない。

6.8.2.2 独立鑑定人の選任義務

取引によって以下のおそれが生じる場合には、対象会社は、AMF 一般規則第 261-1 条に基づき、予定されている公開買付けの資金条件に関する適正意見書を発行する独立鑑定人を選任しなければならない。(1) 対象会社の取締役会の内部で利益相反が生じ、回答文書案に盛り込むべき取締役会意見の客観性が害されるおそれ、または、(2) 対象会社の株主間の平等取り扱いに影響を及ぼすおそれ。

特定のケースにおいては議論の余地があるが、AMF は、以下の場合には独立鑑定人が適正意見書を作成しなければならないと考えている。例えば、公開買付けの申請前に、買付者がすでに対象会社の支配権を取得していた場合 (その支配権が既に一定期間取得されていた場合か、大口株式の購入後直ちに発生した場合かを問わない)、または、公開買付けの申請前に、買付者及び対象会社の支配的株主又は取締役が、これらの者の独立性に影響を及ぼすおそれのある合意を締結していた場合である。この要件は、スクイーズアウトが実施される場合にも適用される (下記セクション 13.1 参照)。

鑑定人には、報告書の作成のため 15 営業日以上の期限を与えなければならない。

6.8.2.3 回答文書案の入手方法

回答文書案が提出された場合には、これを AMF のウェブサイトに掲載して公衆の縦覧に供しなければならない。対象会社は、また、フランスの全国的な経済紙に、その回答文書案の主な内容を記した詳細な公告を掲載しなければならない。

6.8.3 一般的情報書類—パリ証券取引所への上場

6.8.3.1 一般的情報書類

敵対的公開買付けの場合を除いては、⁽²⁸⁾ 買付者及び対象会社の特性 (とくに法的、

(28) 応募受付期間に関する規定は不明確である。このため、敵対的公開買付けの場合には、買付けの開始は対象会社による回答文書及び対象会社に関連する一般情報の公表前に行われることはありえないと解することもできる。しかし、AMF 一般規則が改正されたため、こ

資金面及び会計面の特性)を記した一般的情報書類を、公開買付けの開始日の前日までに、AMF に提出してこれを公衆の縦覧に供する必要がある。これを行わない場合には、その公開買付けへの応募は認められない。この一般的情報書類の内容は、AMF の指示により定められる。⁽²⁹⁾

6.8.3.2 フランスの規制市場への上場

さらに実務上は、有価証券を対価とする公開買付けの場合には、公開買付けの対価として交付される買付者の株式は、パリ証券取引所に上場されているものでなければならない(下記セクション6.9参照)。

この目的のため、目論見書を作成してこれを AMF に提出しなければならない。但し、一定の事情があれば、特別の例外が認められる。AMF が管轄官庁でない場合には、目論見書は、別の監督官庁の承認を受け、かつ、目論見書に関する指令に基づきフランスで認可されたものでなければならない(たとえば、Alianz SE による AGF の株式の公開買付け)。

他の管轄地域に所在する株主に対する買付者の株式の発行に関する制限の可能性についても、検討を要する。

6.9 買付価格及び支払

公開買付けにおいて提示される対価は、現金、株式及び／又は有価証券である。この有価証券は、株式その他の証券に転換が可能か否かを問わない。買付者は、対象会社の株主に対して、以下の事項も提示できる。(1) 買付者の発行する株式の先売り。但し、(a) このオプションが合理的な期間内に行使されること、(b) 主要な公開買付けとは選択的なものであること、及び (c) スポンサー銀行による完全な保証付きであることを条件とする。又は、(2) 将来の一時点での相場価格と、買付価格との差額を支払うこと(例えば、*certificats de valeur garantie* またはワラント)。但しこの可能性の利益についても、上記(1)に定めるものと同様の保証が付されていることを条件とする。

公開買付けの対価に有価証券が含まれている場合であって、かつ、提供される有価証券が EU 又は EEA の加盟国の規制市場で取引されている流動性証券でない場合には、買付者は、有価証券に代わって現金を提供しなければならない。

さらに、公開買付申請の12ヶ月前の期間において、買付者が対象会社の株式又

の見解は、2件しかない敵対的買付けの先例では、AMF によっては支持されなかった。
(富士通による GFI Informatique の株式の公開買付け及び H Partners Distribution による Du Pareil au Meme の株式の公開買付け)

(29) 2006年7月25日付指示第2006-07号(2011年6月24日最終改正)。

は議決権の 5%超を現金で購入した場合には、買付者は有価証券に代わって現金を提供しなければならない。

上記で説明したとおり、最低応募条件の付されていない、現金のみを対価とする公開買付けの場合には、買付者が買付価格を上回る価格にて対象株式を取得すると、買付価格は (1) 当初の買付価格の102%または (2) 当該株式購入に係る 1株あたりの代金のうちのいずれか高い方に自動的に引き上げられる。

AMF は、その監督権限の一環として、これらの義務の遵守を検証しなければならない (セクション6.11.1参照)。

通常の公開買付けの場合には、支払は Euronext 及び AMF が決定する決済・引渡日に行われる。AMF 一般規則には一定の期限は設けられていないが、実際には、公開買付けの結果が公表されてから 1週間後に支払が行われるのが通常である。比較のために示すと、簡易買付けの場合には、株式の取得は市場取引で行われ、3営業日以内に決済される。

6.10 競合買付け及び修正買付け

競合買付け及び修正買付けは、下記に述べる通常の公開買付手続に従う場合のみ申請が認められるのが普通である。文書及び AMF の審査の手続は、下記に説明する、追加的要件の課される当初買付けに関するものと同様であることに注意すべきである。

6.10.1 競合買付け 当初買付けの応募受付期間の開始時から終了の 5営業日前までであればいつでも、競合する公開買付けを申請することが可能である。現金を対価とする公開買付けの場合には、競合する買付けは、当初買付けで提示された価格より 2%高い価格で行わなければならない。このほかの場合には、競合買付けは、当初買付けの条件の「著しい改良」となる条件にて実施しなければならない。いずれの場合であっても、公開買付けが競合買付けと認められるためには、最低応募条件を放棄するか、又は当初の買付けの他の条件を一切変更することなく最低応募条件を低めるかで十分である。

競合する買付けの応募受付期間 (競合買付応募受付期間) が開始されると、対象会社の株主のうち当初買付けにおいて株式を応募した者からの申し込みは自動的に取り消される。さらに、当初買付けの応募受付期間の終了時が、競合買付応募受付期間の終了時まで延期される。

6.10.2 修正買付け 競合買付けのスケジュールが公表されると、当初買付者は、自己の買付けを撤回するかどうか判断するための 5営業日の期間が与えら

れる。当初買付者が、この期間の満了時において買付けを撤回していない場合には、当初買付者は引き続き自己の買付条件に拘束される。しかし、当初買付者は、競合買付応募受付期間の終了時前5営業日までであれば、修正買付け (*surenchère*) の申請を行うことができる。

修正買付けの制度は、競合買付けに適用されるものと同様である。修正買付けの申請が行われた場合には、AMF は (1) 応募の撤回の適否、及び (2) 応募受付期間の終了時の延長の適否について、審査を行う。競合買付け又は修正買付けが複数ある場合には、AMF は最終的な買付けの申請を行うための共通の期限を設定し、また、応募受付期間の終了時を調整する権限を有する。

6.11 監督官庁によって要求される承認

6.11.1 公開買付けの許可

6.11.1.1 適合性判断 (*decision de conformité*) 及び AMF の承認

AMF は、公開買付けの申請から10営業日以内に、公開買付け及び買付文書を承認しなければならない。AMF は、適切と判断するあらゆる追加的情報を要求することができ、このような場合には期限の延長が可能である。AMF 一般規則の第261-1条に基づき、対象会社が独立鑑定人を選任する必要がある場合 (たとえば、潜在的な利益相反のリスクまたは対象会社の株主間の平等取扱原則に反するおそれがある場合) には、対象会社が回答文書を提出してから5営業日を経過するまでは、公開買付けを許可してはならない。

AMF は、買付文書の内容的要件の審査、及び公開買付けが全体的に AMF 一般規則に従ったものであるかどうかの審査を行った後、適合性通知 (*declaration de conformité*) 及び承認番号 (*visa*) を発行する。この適合性通知には、対象となる有価証券の売買取引を再開すべき日 (既に再開されていない場合) も併せて定められる。

公開買付けの承認に際して、AMF の主な役割の一つは、買付けの条件が、当該買付けに適用される法令及び規則の規定を遵守しているかどうかを判断することである。AMF は、たとえば、公開買付けが対象会社の株主間の平等取扱原則、市場の透明性の原則、公正な取引または公正競争の原則に反すると判断する場合には、買付者に対してその公開買付案の修正を求めることができる。

さらに、AMF は、買付文書において、対象有価証券の保有者が自己の有価証券の応募の適否を判断するための適切な情報を記載させている。買付文書は、AMF のウェブサイトに掲載され、また、通常はフランスの全国的な経済紙にその詳細が公表される。

このような広範囲の公表に代わり、要求があれば買付文書が提供されることを

条件として、買付文書の要約、または買付文書の閲覧の可否を記載した短いプレス・リリースが、買付者によってフランスの経済紙に掲載される。

6.11.1.2 AMF による回答文書の承認

AMF は、回答文書案の提出後5営業日以内にこれを承認しなければならない。

回答文書案が AMF によって承認された場合には、これを買付者に通知し、また、AMF のウェブサイト上で公表しなければならない。さらに、通常はフランスの全国的な経済紙にその詳細が公表される。このような詳細な情報の公表に代わり、要求があれば回答文書案が提供されることを条件として、回答文書の要約、または回答文書の閲覧の可能な場所を記載した短いプレス・リリースをフランスの経済紙に掲載してもよい。

6.11.1.3 AMF の決定に対する不服申立

AMF の決定に対しては、その公表後10営業日以内にパリ控訴院に不服申立てが可能である。不服申立の手続の所要時間は、およそ4ヶ月から5ヶ月である。実際上は、不服申立があれば公開買付けの終了が遅れる。

6.11.2 公開買付期間中の AMF による監督 買付者又は対象会社（及びこれらと共同して行動する者）が公表するすべての情報（宣伝広告用の公表物を含む）は、その公表前に AMF に提出して審査を受けなければならない。また、AMF は、その管轄下にある対象会社の実施する買収防衛策も監督する（下記セクション 8 参照）。

6.12 公開買付けの結果の公表

通常の公開買付けの場合には、AMF は、原則として応募受付期間の終了時から9営業日以内にその結果を公表する。

公開買付けが成功した場合には、買付者が取得した株式の決済及び引渡しの条件に関する公告が行われる。また、当該公開買付けは、その結果の公表があった日から10営業日以内に、10営業日を上限として自動的に再開される。

公開買付けが不成功に終わった場合には、対象株式がその金融仲介業者に返却される日を定めた公告が行われる。

7 義務的公開買付け

フランスの上場会社の多くは株主グループによって支配されているため、企業

買収の多くは、支配的な大口の株式を取得した後に義務的公開買付けを実施するという仕組みをとっている。

7.1 義務的公開買付けの要件

フランスの上場会社の株式又は議決権の30%というスレッシュホールドを、直接的または間接的に、単独でまたは他人と共同して超えた者に対しては、AMF一般規則第234-2条に基づき、公開買付けの申請義務が課される⁽³⁰⁾。一定の要件を満たした株主に対しては、経過措置が適用される。

AMF一般規則第234-5条によれば、公開買付けの申請義務は、フランス上場会社の株式又は議決権の30%超かつ2分の1未満を単独で、または他人と共同して直接的又は間接的に有しており、かつ、今後12ヶ月以内に株式又は議決権の2%以上の比率を買い増す者にも適用される。2013年3月にフランス政府に提出された一連の改正案によれば（本稿冒頭の「最近の主なルール改正」参照）、そうした買増しの場合に適用される義務的公開買付けのスレッシュホールドは廃止されるかまたは数ヶ月間に1%までに下げられる可能性があるが、本稿執筆時点では当該改正が実施されるか否かは明らかではない。

AMFは、上記のスレッシュホールド超過が株主資本又は議決権の3%以下であり、かつ、その該当期間が6ヶ月未満である場合には、一般規則第234-4条に基づき義務的公開買付けの義務の免除を付与することができる。さらに、この株主は、当該期間中はスレッシュホールドを超える分の議決権を行使しないことを確約しなければならない。AMFは、また、該当するスレッシュホールドの超過が間接的である場合にも、一般規則第234-4条に基づき免除を付与することができる（下記セクション7.2参照）。

会社合併又は現物出資の結果、上場会社の株式資本又は議決権の30%を超える株式を単独で、または他人と共同して保有する者も、そのような株式保有が合併後の会社又は現物出資の対象会社の重要資産を構成する場合には、義務的公開買付けの申請を行う義務がある。

さらに、上記6.2.1でも述べたとおり、AMF一般規則にも義務的公開買付けに関する規定が導入されている。フランス上場会社のうち、EEAの規制市場または外国法に準拠するこれに相当する市場にて上場されている別の会社の株式資本又は議決権の30%以上の株式を有する会社の株式の公開買付けの申請を行う場合であって、その別の会社の株式が対象会社の重要資産である場合には、買付者

(30) 間接保有による義務的公開買付けは、従来の規定における、フランス上場会社の株式資本又は議決権の3分の1超が別の会社によって保有され、そのような保有が当該持株会社の重要資産を構成する場合の義務的公開買付けに該当するものである。

はその別の会社の株式全部について公開買付けを実施しなければならない。

公開買付義務の発生事由は、該当するスレッシュホールドを超えたという事実のみであり、そのスレッシュホールドを超えた理由を問わないことに留意すべきである。従って、公開買付けの申請義務は、株式の買付けのみが根拠で発生するのではなく、現金または会社に対する資産拠出を対価とする新株の引受けもその根拠に含まれる。また、さらに、合併、株式又は議決権の総数の減少も根拠となる。但し、下記セクション7.2に定める例外が適用される場合がある。

7.2 スレッシュホールド及びその算定

義務的公開買付けの30%のスレッシュホールドに到達した否かを決定するにあたっては、株式大量保有の開示のための計算の場合（上記セクション2.1参照）と同様に、株主の有する権利の比率を表す分母は、理論上のすべての議決権および会社の発行済株式総数（議決権を一時的に喪失したのものも含む）を考慮した上で決定される。

しかし、分子については、計算に入れるべき株式数はその計算目的によって異なりうる。実際、AMF 一般規則では、義務的公開買付けの実施義務が発生するスレッシュホールドへの到達の有無を判断する目的では、現金決済のデリバティブは算入の対象とならないことを明示している。これとは異なり、株式の大量保有の開示という目的では、そうした現金決済のデリバティブも計算の対象となる。

明確化のために、AMF 一般規則は、義務的公開買付けのスレッシュホールド到達の有無の決定に際して算入されるべき金融商品として非包括的な列挙を行っている。すなわち、(i) 所有者の選択により株式と交換もしくは転換可能な一定の種類転換社債、(ii) 先物契約、および (iii) オプション (in the money か out of the money かにかかわらない)。

7.3 義務的公開買付けの申請の免除

潜在的買付者が、他の株主であって以下のうちのいずれかに該当する者を共同行為者とした結果、同規則第234-2条及び第234-5条に定める30%又は2%というスレッシュホールドを超えた場合には、AMF は、一般規則第234-7条に基づき、この者が義務的公開買付けの実施を免除されると判断することができる。

1. 義務的公開買付けの発生事由が生じる前に、対象会社の株式資本又は議決権の過半数を単独で又は他人と共同して保有していた者。但し、この者が引き続き支配的な地位にある場合に限る。

2. 以下のすべてに該当する者。
 - a. 当該会社の株式資本又は議決権の30%以上2分の1以下を単独で又は他人と共同してすでに保有していた者。
 - b. 共同行為者として参加する者を上回る議決権を引き続き保有する者。
 - c. 上述の30%又は2%というスレッシュホールドを上回らない者。

上場会社の株式の取得が、以下に定めるいずれかの事由が発生したことが原因で行われた場合には、AMF は、一般規則第234-9条に基づき、義務的公開買付けの申請義務を免除することができる。

1. 個人の間での無償譲渡。および、当該会社が株主に対して、その持分に比例して資産を分配する場合。
2. 著しい財政悪化状態にある会社の株式の引受け。但し、このような株式の発行について株主総会の承認を経ていることを条件とする。
3. 合併又は現物出資。但し、このような取引について株主総会の承認を経ていることを条件とする。
4. 以下の2つの事由の組み合わせ。すなわち、(x) 株主総会の承認を得た合併又は現物出資、及び (y) 共同当事者関係を設定する合意が当該会社の株主間で締結されたこと。
5. 対象会社の株式又は議決権の総数が減少したこと。
6. 当該会社の議決権の過半数が、免除申請者又は第三者によって単独で又は他人と共同して保有されること。
7. 同一のグループに属する複数の会社又は個人の間で行われる株式譲渡。
8. 発行者の資本又は議決権の30%超を単独で又は他人と共同して保有する会社による支配権の獲得であって、発行者が当該会社の重要資産に該当しないこと。
9. フランスの発行者の資本又は議決権の30%超を単独で又は他人と共同して保有する会社の合併又は事業譲渡であって、発行者が当該会社の重要資産に該当しないこと。

スレッシュホールドの超過について、一般規則第234-9条に基づく免除の要件を充たしている場合であっても、AMF はその自由裁量にてこの免除を拒絶することができる。

AMF は、原則として、支配権の事実上の変更があったと判断する場合には免除を拒絶する傾向にある。これは、スレッシュホールドの超過が合併又は現物出

資を原因として発生した場合であって、かつ、少数株主の過半数では必要な株主総会決議が承認されず、支配株主による投票がなければ議決が不可能であったような場合には、とくに該当する。さらに、共同行為する複数の株主によって上場会社の支配権が占められている場合、とくにこれらの複数の株主の一名がもともとは当該会社の支配株主ではなかったが後に共同行為者の中で支配的な立場を獲得するようになり、その結果事実上の支配株主となったようなケース（例えば Hyparlo 事件⁽³¹⁾等に該当する）では、AMF は非常に注意深く審査を行う。

公開買付けの申請義務の免除は公表される。もともと、義務の免除を拒絶する旨は通常は公表されない。

2012年には、AMF によって付与された免除は26件であった。

7.4 バイアウト・オファー

AMF は、予定されている変更によって少数株主の権利が影響を受けると判断する場合であって、かつ、支配株主が以下の行為を実施した場合には、当該支配株主に対してバイアウト・オファー (*offre publique de retrait* または OPR) を実施するよう要求することが多い（一般規則第236-6条）。

(31) パリ控訴院、第一部、H セクション、2005年9月13日、*ADAM/SA Hyparlo, Bull. Joly Bourse* 2005, p. 735. この事件では、Hyparlo SA の株式保有に関する合意が、下記の当事者によって2004年12月24日に締結されていた。(1) 支配株主である Arlaud 一族、及び (2) Carrefour Group. この合意の主な内容は、(x) 2012年1月1日から3年間、Arlaud に対してプット・オプションが与えられること、及び、(y) 新たな支配的持株会社である Hofidis II (その日常業務は Arlaud 一族によって実施されている) を介して、Hyparlo に対する当事者の持分関係を整理することであった。Arlaud 一族に対しては、支配的持株会社の取締役会の過半数が与えられていたが、Hyparlo に関連する重要な決定については監査役会の承認を受ける必要があった。その監査役会の構成は、Carrefour と Arlauds の間でちょうど二分されていた。Carrefour に対しては、重要な決定に関する Hofidis II の監査役会の承認を経ないで、次の事項に関する Hofidis II の株主総会における複数議決権が与えられた。さらに、これによって、その時限りではあるが、Hofidis II の支配権ひいては Hyparlo の支配権が与えられた。パリ控訴院は、以下の2つの事実に鑑み、Arlauds 及び Carrefour は依然として共同行為を行ってはいるが、その共同関係の主導権は Arlauds 一族から Hyparlo との共同支配に移っており、従って AMF 一般規則第234-7条の規定を適用することはできず、Hyparlo の残りの株式について義務的公開買付けを申請する必要があるとの判決を下した。(1) 経営陣の権能が、監査役会ひいては Carrefour の承認を受けるという要件によって最終的に制限されていたこと、さらに、(2) Carrefour は、単に Arlauds の決定を監査役会で否決することによって、いつでも Hyparlo の支配権を取得することが可能であったこと。

1. 上場会社の定款の重大な変更を、他の株主による承認を受けるために提案したこと（特に、会社形態、株式の譲渡条件及び株式に付帯する権利に関連する場合）
2. 支配会社もしくは被支配会社との合併、または会社の全資産又は主要資産の他社への売却又は現物出資を決議したこと。または、業務活動の変更若しくは数会計年度にわたる配当支払の中止を決議したこと。

公開買付けの申請を行う義務は、予定されている取引（株式の流動性の変更、株式に付帯する権利の変更、配当可能性又は業務活動の変更）が少数株主に及ぼす影響を評価した上で課される。

株式（または、該当する場合には出資証券若しくは議決権証券）に関するバイアウト・オファーは、上場会社の議決権の95%超を共同して保有している複数の株主も任意に開始することができ、また、株式（または、該当する場合には出資証券若しくは議決権証券）を保有している少数出資者からの申請に基づく AMF の命令によっても開始することができる。バイアウト・オファーは簡易手続（上記セクション6.5.3参照）に従うものとし、応募条件を設定することはできない。

さらに、株式会社 (SA) の形態で設立された上場会社が、株式合資会社 (*société en commandite par actions*, SCA) に組織変更することを決議した場合には、支配株主に対して、あるいは支配株主がいない場合には無限責任パートナー (*associés commandités*) に対して、バイアウト・オファー (OPR) の申請義務が課される。

7.5 義務的公開買付け及び任意的公開買付けの主な相違点

義務的公開買付け及び任意的公開買付けの主な相違点は、以下の通りである。

1. 義務的公開買付けにおいては、買付者は、AMF 一般規則に基づき、最低応募条件を設定することが禁じられる。
2. 義務的公開買付けにおいては、AMF が買付価格その他の対価を審査するが、その対価は、買付者が、公開買付案の申請前12ヶ月の期間に、単独で又は他人と協調して支払った最高価格を上回るものでなければならない（但し、対象会社または対象有価証券のマーケットに関する重要な変更がある場合には、AMF は買付価格の変更を要求し又はこれを許可することができる。）
3. 公開買付けは、原則として、任意的公開買付けに適用されるルールに従うが、これにもかかわらず、AMF は、簡易買付手続 (*offre publique simplifiée*、上記6.5.3参照) など、より柔軟な株式取得手続利用を許可することができる。

7.6 旧・最低価格保証買付手続 (guarantie de cours)

旧・最低価格保証買付手続は、単独で又は他人と共同して支配権を取得し、またはその合意をした者によって買付けの申請が行われる場合であって、かつ、その者（及びこれと協調して行動する者）が既に有する株式及び議決権と合算して上場会社の株式資本又は議決権の過半数を有している場合に適用されていたが、2010年10月22日の銀行および金融に関する規則により廃止された。

8 対照表——任意的公開買付けと義務的公開買付け

	義務的公開買付け	任意的公開買付け
公開買付けに着手するためのスレッシユホールド	1. 株式資本又は議決権の30% (単独または共同して) 2. 買付者がすでに株式資本又は議決権の30%~50%を有している場合には、12ヵ月間に2%以上の増加。	なし
監督官庁に対する申請	大量保有の届出書又は買付意思の表明（場合に応じて）。スレッシユホールドを超えた場合には、可及的速やかにAMFに公開買付けを申請しなければならない。買付期間中の、一定のスレッシユホールドの開示義務。	大量保有の届出書又は買付意思の表明（場合に応じて）。AMFに公開買付けを申請しなければならない。買付期間中の、一定のスレッシユホールドの開示義務。
その他の届出	対象会社に対する、大量保有の届出書又は買付意思の表明（場合に応じて）。	同左
監督官庁による承認	公開買付けの条件がAMF一般規則に適合しているかを審査する。買付価格を審査する。買付文書及び回答文書を審査する（場合に応じて）。	公開買付けの条件がAMF一般規則に適合しているかを審査する。簡素手続及びスクイーズ・アウト手続においては、買付価格を審査する。買付文書及び回答文書を審査する（場合に応じて）。
対象会社による表明	回答文書、または共同買付文書がある場合にはこれに記載する。	回答文書、または共同買付文書がある場合にはこれに記載する。

最低応募条件	設定不可能	保有比率の達成（例えば50.01%）が合理的に期待できる場合には設定可能。
目論見書の公表	買付文書、回答文書及び一般的情報書類を経済紙、AMF ウェブサイト、対象会社ウェブサイト及び買付者ウェブサイトに掲載する（または、経済紙に、買付文書の全文の入手の可否を記載したプレスリリースを掲載する。）	同左
応募受付期間	通常買付手続では25営業日。簡易手続又は最低価格保証買取手続では10営業日。	同左 簡易手続では10営業日。
対抗する公開買付け	買付期間の終了する5営業日前までであれば可能。	買付期間の終了する5営業日前までであれば可能。

独立鑑定人が選任された場合（これが最も頻繁にあるケースである）の公開買付けのスケジュール、及び敵対的買付けの場合のスケジュールは、本稿末尾に資料として添付した別紙1及び2に掲載されている。

9 対象会社の取締役会の義務

9.1 公開買付期間中のコーポレート・ガバナンス

公開買付期間中であっても、対象会社の取締役は、会社の利益のために行動するという一般的義務を引き続き負う。従って、取締役は、各自による行動、決定又は公表が会社の利益（*intérêt social*）に重大な悪影響を及ぼすことがないようにしなければならない。

実施法の制定前及び2006年9月28日のAMF一般規則改正の前には、買取防衛策の承認方法に関して不明確な点があった。大多数の学者及びAMFは、公開買付期間中に行われた決定であって、通常の業務の範囲外でありかつ公開買付けを妨げるおそれのあるものは、AMFに相談した上で事前に株主の承認を得る必要があると考えていた。

さらに、フランス商法典では、株主総会による公開買付けの前の授権は、公開買付期間中は停止される（但し、通常の業務の範囲内でありかつ公開買付けを妨げるおそれのないものを除く）と定めていた。

この見解は、実施法によって確認された。すなわち、公開買付期間中には、対象会社の取締役会 (*conseil d'administration*)、監査役会 (*conseil de surveillance*)、執行役員会 (*directoire*)、最高経営責任者 (*directeur générale*)、または副経営責任者 (*directeur générale délégué*) は、公開買付けを妨げる結果となるおそれがある措置（他の公開買付者を探すこと、または役員を選任する権利があればこれを行使用することを除く）を取ろうとする場合には株主総会の事前承認を得なければならないことが、いまは明らかとなっているためである。

また、これらの会社機関は、下記に該当する場合には、公開買付期間に先立って行われる決定についても、株主の承認を得なければならない。(1) 通常の業務の範囲外であり、(2) その全部又は一部が未実施であり、かつ、(3) 公開買付けを妨げる結果となるおそれのある決定。

実施法では、公開買付けを妨げるおそれのある授権（他の公開買付者を探すことを除く）で、株主総会により既に付与されていたものはすべて、公開買付期間中は停止されることも明示的に定められている。

フランス商法典は、公開買付期間中に買収防衛策を承認する目的での株主総会を招集しやすくするため、通知の期間を35暦日から15暦日に引き下げるように改正された。さらに、対象会社が一定の情報を株主にアクセス可能にしなければならない期間が、株主総会開催前21日間から15日間へと短縮されている。

9.2 相互性の原則

買付者（又はこれを支配する者又はこれと共同して行為する者）が、同一又は同等の規定の対象でない場合であって、かつ、対象会社の株主が経営陣又は取締役会の決定を公開買付けの申請前の18ヶ月以内に承認した場合には、上記の制限は適用されない（相互性の原則）。

従って、買付者が相互性の基準を充たしていない場合には、対象会社の株主総会において公開買付期間中に買収防衛策を採択する必要はない。但し、上記で述べた通り、取締役会（もしくは相当する機関）に授権を行うためには、実施される買収防衛策はすべて、公開買付けの申請前の18ヶ月以内までに、公開買付期間中にとることが可能な決定として、対象会社の株主総会の具体的な承認を受ける必要がある。

買収防衛策についての株主の承認要件に関して、適用されるルールがフランスのものと同等であるかを判断する管轄官庁は、AMF である。AMF 一般規則によれば、対象会社は異議申立を行う場合にはその主張を10営業日以内に提出しなければならない。また、AMF は5営業日以内に決定を下さなければならない。

実際上は、相互性の基準により、数多くの複雑な問題が不可避的に生じる。最

も顕著な問題点のうちの一つは、ルールの同等性の判断方法である。

9.3 公開買付け後の買収防衛策

9.3.1 一般的な検討事項 上記で説明したルールの帰結として、対象会社の取締役会は、下記のいずれかの要件が満たされた場合に限り買収防衛策を実行することが可能である。(1) 当該買収防衛策が、公開買付け期間中にその承認の目的で開催される株主総会において承認されたこと、または、(2) 相互性原則に基づく例外が適用され、かつ、公開買付けの申請前18ヶ月以内に、公開買付け期間中にとることが可能な決定として、対象会社の株主総会の具体的な承認を受けていること。

しかし、これらのルールに基づく買収防衛策の承認は、不十分な場合もある。そのような買収防衛策が、フランスの企業買収に適用される一般原則（例えば、複数の公開買付け及び買収価格の引き上げに関する自由競争、対象会社株主の平等的取扱い、忠実義務、透明性、市場の信頼性など）に反するものであれば、AMF はやはりこれを阻止すると予想される。

例えば、買収防衛策が、他のすべての買付者ではなく特定の買付者を妨げることをのみを目的とするものであれば、AMF がその実施を認めない場合もある（例えば、AMF は、Aventis の取締役会による一定の新株予約権の発行計画で、その目的が Sanofi-Synthelabo の着手した買付けを妨害のみであるものは、企業買収の一般原則に反すると判断した。）

さらに、フランスの企業買収に対して適用される一般原則には、会社の利益をはじめとする、フランス会社法の遵守義務が含まれる。従って、買収防衛策は、対象会社の株主によって承認されたとしても、この要件を遵守したものであることを要する。フランス法上は定義が置かれていないものの、この概念は会社全体の利益を指すもので、その株主、従業員又は債権者の利益とは区別されるものであると一般に考えられている。

従って、公開買付け期間中にフランスの会社が取ることのできる買収防衛策は、その範囲及び効果の両面において制限を受けていると一般的に考えられている。もっとも、実施法では、公開買付けの場合には対抗的な新株予約権が発行できると定めている。

9.3.2 対抗的な新株予約権 この点に関しては、実施法では、対象会社が買収防衛策として新株予約権を発行できることが明示的に定められている。対象会社の株主は、買付け期間の終了前に、株主総会⁽³²⁾において（定時株主総会の多数決及び定足数に関する要件に従う）、会社株式を有利な条件で引受ける権利の付された新

株予約権を発行し、これをすべての株主に無償で割当ててを承認することができる。

このような新株予約権の行使条件（公開買付け又は競合買付けの条件と関連するものでなければならない）及びその他の特徴（行使価格又はその決定方法を含む）については、対象会社の株主が株主総会において決議するか、あるいは場合によっては株主総会の授権に基づき取締役会又は執行役会が決定しなければならない。

株主総会は、この権限を対象会社の取締役会又は執行役会に対して委任することができる。もっとも、株主総会は、この新株予約権がすべて行使された場合の資本増加額の上限及び発行される新株予約権数の上限を定めなければならない。

株主総会は、この権限を対象会社の取締役会又は執行役会に対して委任する場合には、取締役会又は執行役会が新株予約権の発行を実施、保留又は中止すべき条件を定めることも可能である。

対象会社は、このような新株予約権の発行手続を進める意思を、公開買付期間の終了前に開示しなければならない。

公開買付け及び競合買付け（ある場合）が、理由の如何を問わず失敗に終わった場合には、新株予約権は自動的に無効としなければならない。

若干のフランスの大会社がこのような新株予約権を発行する権限を株主総会から授権されているが、現在までのところ、この新株予約権が発行されたことはない。⁽³³⁾しかし、このような授権が利用できるのは、買付者が相互性の基準を充たさない場合であって、かつ、そのような権限が付与されたのが公開買付けの申請前18ヶ月以内の期間中である場合に限られる。これ以外の場合には、新株予約権発行の承認を受けるため、別途株主総会を開催する必要がある。本稿執筆時点（2013年4月）では、企業買収の局面でそのような新株予約権が発行されたことはない。⁽³⁴⁾

(32) 実施法では、この株主総会は臨時株主総会とすべきであるが、定時株主総会の多数決及び定足数に関する要件が適用されると定めている。この臨時株主総会と「純粋な」定時株主総会の唯一の違いは、この臨時株主総会では、会社定款に別段の定めがない限り受益的株主（*usufruitiers*）が議決権を行使できないという点である。

(33) 2012年には、以下の会社の株主は、公開買付けの際に対抗的な新株予約権を発行する権限を、各会社の取締役会に授権した。Air Liquide, Peugeot, Bouygues, PSA, Saint-Gobain 及び Safran。

(34) 2011年12月、Foncière Paris France の取締役は、PHRV による敵対的公開買付けを阻止しようとして、敵対的公開買付けの期間内に Foncière Paris France 社の統合株主総会（臨時および定時）を開催し、株主に以下の提案の承認を求める結果となった。(i) 敵対的公開買付けの終了後により高い買付価格で自社株買戻しのための公開買付けを開始 (ii) 対抗的な新株予約権の発行。しかしながら、両提案はそれぞれ、62%の賛成投票（66%の賛

このような新株予約権は、買付者との交渉を進めるための圧力として主に利用されていると一般に考えられている。上記で述べた通り、対象会社の実質を変更するような決定がなされれば、買付者に対しては公開買付けの撤回権が与えられる結果となる。従って、取締役会はそのような措置をとる前にはきわめて慎重な姿勢をとることが期待される。そのような措置をとれば、既に開始されている公開買付けの機会を株主から奪うことになるし、また、会社の問題が発生する原因にもなるからである。現在ではこの新株予約権を発行する明白な法的根拠が定められている。しかし、これを実際に、公開買付けに適用される一般原則を根拠とした AMF の批判を招くことなく効果的に計画することができるかという点は、依然として検討を要する。

9.4 対象会社の取締役会による、公開買付けに関する意見

上記で述べた通り（セクション6.8.2参照）、回答文書（場合によっては共同文書）においては、公開買付けのメリット及び公開買付けが対象会社、その株主及び従業員に対してもたらす影響に関する、対象会社の取締役会又は監査役会の理由を付した意見を記載しなければならない。この判断は、独立鑑定人の関与が義務付けられている場合には、独立鑑定人の報告に基づき行わなければならない。

この意見では、(1) 当該意見に至った票決を記載しなければならない、また、反対した取締役は、その反対理由を回答文書に記載するよう要求することができる。この意見には、さらに、(2) 取締役会の決定の根拠を記載しなければならない。

回答文書には、取締役会又は監査役会の構成員による、自己の株式を応募する意思の有無についても記載しなければならない。

10 ブレイクスルー

実施法では、EU 指令によって提案されているブレイクスルー関連規定に関する任意的制度を定めているのみである。

フランス法及び AMF 一般規則では、以下の事項が定められている。

1. 適用法令に定めがある場合を除き、対象会社の定款に定める株式譲渡制限は、公開買付けに応募された株式については、買付者に対しては適用されな

成が必要) および42%の賛成投票 (50%の賛成が必要) の結果、否決された。こうした結果は、PHRV が、FPF の議決権の34%を保有していた Cofitem-Cofimur と共同行為をしてきたため、驚くには値しない。

い。

2. 買付者が単独で又は他人と共同して対象会社の株式資本又は議決権の66.66%超を保有している場合には、対象会社の定款に定める議決権の上限は、公開買付けの結果を受けて最初に開催される株主総会には適用されない。

さらに、会社は、その定款を改正して以下のことを定めることを選択できる。

1. 2004年4月21日よりも後に締結された契約に定められた株式譲渡制限はすべて、公開買付期間中には買付者に対して適用されないこと。
2. 定款又は2004年4月21日よりも後に締結された契約に定められた議決権行使制限は、公開買付期間中に買取防衛策を検討するために開催される株主総会には適用されないこと。
3. 買付者が単独で又は他人と共同して対象会社の株式資本又は議決権の50%超を有している場合には、定款又は2004年4月21日よりも後に締結された契約に定められた議決権行使制限は、公開買付けの結果を受けて最初に開催される株主総会には適用されないこと。
4. 買付者が単独で又は他人と共同して対象会社の株式資本又は議決権の50%超を有している場合には、取締役、監査役会の構成員、執行役会の構成員、代表取締役又は副代表取締役に関する株主の特別の任免権は、公開買付けの結果を受けて最初に開催される株主総会には適用されないこと。

定款の変更は、初回の株主総会の場合には株式の25%という定足数、延会の場合には20%という定足数を充たした臨時株主総会において、出席又は代理出席した株主の議決権の3分の2による承認を受けなければならない。さらに、種類株主総会において、株主のうち定款の変更によって特定の権利が影響される者の承認を得なければならない(初回の株主総会の場合には株式の30%、延会の場合には25%という定足数を充たし、かつ、出席又は代理出席した株主の議決権の3分の2が承認しなければならない)。

いずれの場合であっても、対象会社はAMFに対して通知しなければならず、また、当該情報はその後AMFによって公表される。さらに、このような制限が撤廃された場合にも、その旨を公表しなければならない。

ブレイクスルー・ルールに関しては、相互性に関する例外はフランス法においては実施されていない。従って、上記のルールのうち、買付者に有利なものは、相互性原則に関しては買付者の状況を問わず適用される。

11 上場会社に関する公開情報

上場会社に関する公開情報はきわめて限定的であり、主に以下の情報が挙げられる。

- ・会社定款、登記簿抄本 (*extrait k-bis*)、一定の定時株主総会及び臨時株主総会の議事録をはじめとする、会社登記所に登録された情報。
- ・会社のウェブサイト上で閲覧が可能なアニュアル・レポート。実際上は、このようなアニュアル・レポートは、情報書類 (*document de référence*、すなわち、AMFに提出された書類であって、目論見書に関する2004年4月29日付EC規則第809/2004号の別紙Iに定めるものと同程度の情報が記載されたもの) に該当する。
- ・Euronext Paris S. A. への通知で、議決権総数が開示されているもの。
- ・上記セクション2.1で説明した、株式保有スレッシユホールド又は株主間契約の開示に関する届出書。

12 従業員の関与

フランス法では、会社の支配権の変更が検討されている場合には、その旨を対象会社の企業委員会及び買付者に対して通知し、拘束力ある合意の締結又は重要な決定をする前に当該取引について協議しなければならないとされている。もっとも、フランス法では、企業買収に適用される特別の制度が定められている。

任意的公開買付けの場合には、買付者及び対象会社は、公開買付案の提出後可及的速やかに、各自の企業委員会又は従業員代表の会議を招集して、従業員に対して公開買付けについて知らせなければならない。但し、この特別の制度は、友好的な買収の場合で、買付者及び対象会社又は対象会社の経営陣との間ですでに合意が締結済みである場合には必ずしも適用しなくともよい。このような場合には、合意の条件によっては (これは慎重な検討を要する)、買付者及び対象会社は、買付けの公告及び申請の前に、各自の企業委員会と協議しなければならない。実務上は、買付者及び対象会社は、この協議に基づいて正式な実施合意を締結しないこととし、買付文書又は共同プレス・リリースに一般的な約束事項を盛り込んでいる。

このような協議においては、対象会社の企業委員会又は従業員代表は、当該公開買付けの友好的又は敵対的な性質について意見を述べることができる。さらに、買付者に対して、公開買付案の公表から15暦日以内に別途開催される会議に

出席するよう要請できる。

この 2 回目の会議では、買付者は以下のことを説明しなければならない。すなわち、(1) 買付者の労働者及び財務に関する方針、(2) 対象会社に関する戦略的計画、及び (3) 計画中の公開買付けの実施が対象会社の雇用関係、業務の拠点及び本店に及ぼす影響である。買付者がこの企業委員会に出席しない場合には、企業委員会と協議を行うまでの間 (又は、買付者が別途開催される会議への出席が要求されない場合には、最初の会議から 15 暦日が経過するまでの間) は、公開買付けに基づき取得した対象会社株式に係る議決権が剥奪される。

買付者は、さらに、対象会社の企業委員会に対して、公開買付案をその公表後 3 暦日以内に提供しなければならない。

支配的な大口株式の取得後に行われる義務的公開買付けに関しては、適切な手続を判断するのがより困難となる。このような状況においては、企業委員会又は従業員代表に関するアプローチは、合意の内容、具体的な事情及びこれらと経営陣との関係を勘案しつつ、事案に即して慎重に判断しなければならない。

13 スクイーズアウト—セルアウト

13.1 スクイーズアウト

買付者は、対象会社の株式資本又は議決権の 95% 以上を取得した場合には、スクイーズアウト手続を実施することができる。スクイーズアウト手続は、少数株主に対するバイアウト・オファー (*offre publique de retrait*) の後だけでなく、あらゆる公開買付けの終了後 3 ヶ月以内に行うことができる。スクイーズアウトが実施されると、会社は上場廃止となる。

13.1.1 公開買付けの後のスクイーズアウト スクイーズアウト手続は、あらゆる公開買付けの終了後 3 ヶ月以内に行うことができる (AMF 一般規則第 237-14 条以下)。AMF 一般規則は、少数株主に対して支払われる対価は以下の金額と同等でなければならないと定めている。

1. 公開買付けが現金で、かつ、通常の公開買付手続 (簡易手続ではなく) に従って行われた場合には、直前の公開買付けで提示された価格。但し、独立鑑定人の関与がない場合に限る。
2. 公開買付けが現金で、かつ、簡易手続又は最低価格保証買取手続に従って行われた場合であって、さらに、独立鑑定人の確認を受けた複数の基準による評価及び評価手続が、その公開買付けの許可を得るために AMF に対して提

出されていた場合には、直前の公開買付けで提示された価格。

3. 上記以外の場合には、複数の基準による評価に基づき独立鑑定人が作成した適正意見書に従って決定された価格。

さらに、直前の公開買付けの対価に有価証券が含まれていた場合には、買付者は、代替的な現金も提供することを条件として、株式を提供することもできる。

上記1及び2の場合には、スクイーズアウト手続はAMFによる審査の対象とはならない。AMFはスクイーズアウトの実行日を公告するのみであり、また、買取者は直前の公開買付けに関する買付文書が入手できる場所を記したプレス・リリースを発表する。従って、スクイーズアウトは数日間で行うことができる。

上記3で説明した状況に関しては、公開買付け及びその関連文書についてAMFの承認を受けなければならない。この目的のため、公開買付けの場合に要求されるものと同一の文書を作成しなければならない。但し、買付者は、今後12ヶ月間の予定を説明する必要はない。この許可手続は、任意的公開買付けに関して説明した手続と同一である。このスクイーズアウトの実行にかかる最低期間は、およそ25日間である。

13.1.2 少数株主に対するバイアウト・オファー手続の後に行われるスクイーズアウト 上場会社の議決権の95%以上を単独で又は他人と協調して保有する主要株主は、自己が保有していない株式について、AMFに対して少数株主に対するバイアウト・オファーの申請をすることができる（AMF一般規則第236-3条）。この、少数株主に対するバイアウト・オファーは、任意的公開買付けと同一の条件に基づきAMFの承認を受けなければならない。少数株主に対するバイアウト・オファーは、簡易手続のルールに従う。特に、この公開買付けは期間を10営業日以上としなければならない。また、原則として、市場における株取引によらなければならない（買付けの合算はされない）。

ある株主が、少数株主に対するバイアウト・オファーを経て、上場会社の議決権及び株式資本の95%以上を単独で又は他人と協調して保有することとなった場合には、当該株主は残りの少数株主の株式を買い取る権利を取得する。

買付者が、少数株主に対するバイアウト・オファーの際に、そのオファーの後にはスクイーズアウトが当然に実行される旨を公表しなかった場合には、公開買付けの終了後10営業日以内に当該決定をAMFに対して通知しなければならない。AMFは、買付者による当該決定を公告する。スクイーズアウトの対価は、少数株主に対するバイアウト・オファーの価格と同等以上でなければならない。また、独立鑑定人による報告書の作成を条件とする。実際には、価格の問題は微妙

であることが通常で、少数株主に対するバイアウト・オファーを認める AMF の決定に対しては、少数株主が異議を申し立てる可能性が高い。

ほとんどの場合には、少数株主に対するバイアウト・オファーの文書において、スクイーズアウトに着手する旨の決定が予告されている。従って、スクイーズアウトは、少数株主に対するバイアウト・オファーの終了の翌日に実行される。

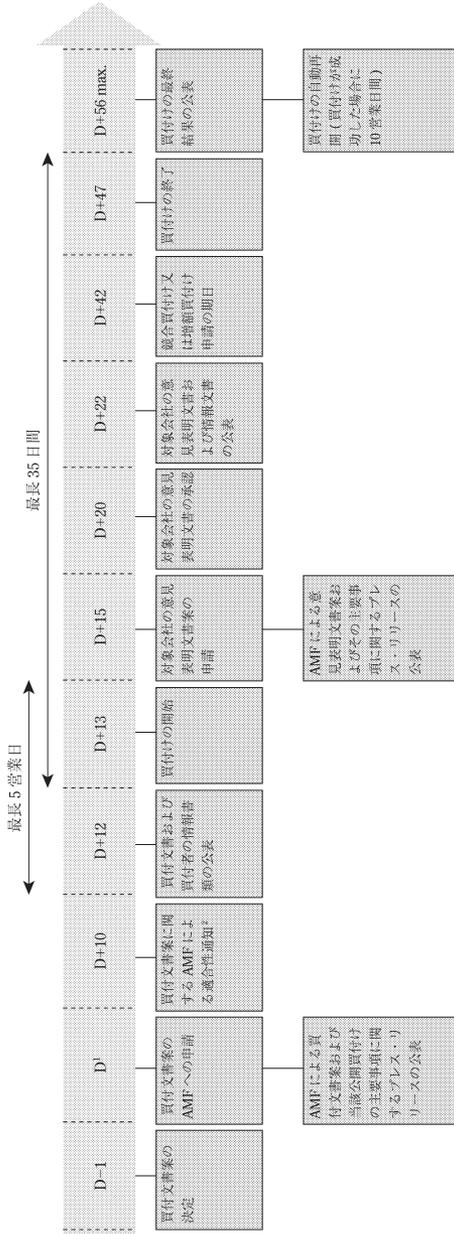
13.2 セルアウト

主要株主が単独で又は他人と協調して上場会社の議決権の95%以上を保有する場合には、少数株主は、主要株主に対して少数株主に対するバイアウト・オファーを申請すべきことを命ずるよう、AMF に要求することができる (AMF 一般規則第236-1条)。

AMF は、実際には、対象会社株式の流動性が充分でなく、合理的な期間内及び価格にて市場で売却することができない場合にのみ、この要求を受け容れる。

少数株主に対するバイアウト・オファーは、上記で説明したものと全く同様のルールに従って行われる。

別紙 2 敵対的公開買付けの場合のタイムテーブル



注 1 : 前提条件として以下の点を満たすことが必要になる。

- ・当該公開買付けは友好的なものではなく、それゆえ買付者の情報書類は対象会社の情報書類と分離されており、独立鑑定人を必要としない。
- ・規制機関もしくは競争法当局に対して事前の許認可の必要がない。
- ・AMFの適合性通知 (déclaration de conformité) に関して、バリ控訴訟に不服申立てがないこと。

注 2 : AMFが追加情報を要請した場合は、審査期間が延長される可能性がある。

注 3 : 一般規則 231-39 条が不明確であるために、対象会社の意見表明文書および情報書類の公表までは公開買付けを開始しないと考えることも可能である。しかしながらそうした見解は AMF によっては支持されていない。一般規則の改正後、敵対的買収はわずか2件しか起こっていない (Fujitsu の GFI Informatique に対する公開買付けおよび H Partners Distribution の Du Parcél au Même に対する公開買付け)。