

研究会報告

欧州企業買収法制研究会

ドイツ企業買収法をめぐる最近の動向と実務からの提案
(ドイツ M&A 弁護士との対話 3)

Joachim von Falkenhausen

(ドイツ弁護士、Latham&Watkins 法律事務所)

Dirk Kocher (ドイツ弁護士、Latham&Watkins 法律事務所)

渡 辺 宏 之 (早稲田大学教授)

本稿は、「ドイツ企業買収法（有価証券取得買付法、WpÜG）をめぐる最近の動向と実務からの提案」に関する、ドイツの M&A 弁護士との対話である。Von Falkenhausen 弁護士は、ドイツの企業買収実務に永年にわたって最も精通する弁護士の一人であり、学術論文も精力的に発表している。Kocher 弁護士も、同じく企業買収の実務と理論に精通した弁護士である。

会談は、内アルスター湖 (Innenalster) にほど近い、Latham&Watkins ハンブルク事務所の会議室で、2012年9月に行われた。質疑は英語で行われ、本稿はその記録を渡辺の監修により翻訳したものである。本会談は、2010年3月に行われた両氏との会談の続編であり、前回の質疑記録である「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 (2010年)、〔英語原文：Joachim von Falkenhausen=Dirk Kocher=Hiroyuki Watanabe, *The Reality of German Takeover Law and Practice*, 同誌29号131頁以下、2011年⁽¹⁾〕をぜひ併せてお読み頂ければ幸いである。ドイツ企業買収法の実務と理論に精通

(1) 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。Harald Baum=Christoph Kumpan=Felix Steffek=渡辺宏之「〔研究会記録〕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」季刊企業と法創造24号169頁以下 (早稲田大学《企業法制と法創造》総合研究所、2010年)、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)。なお、以上の質疑記録の英語原文は『特集 欧州 M&A 専門家との対話』季刊企業と法創造29号47頁以下 (2011年) に収録されている。

した両弁護士からの、種々の具体的な問題提起は非常に興味深く、わが国の制度見直しの観点からも示唆に富むものである。〔渡辺 記〕

目次

1. マンダトリーオファー・ルールとクリーピングイン・ルール (creeping-in rule) 等
2. 議決権への算入と開示に関する論点
3. スクイーズアウトと少数株主
4. 支配権移転条項
5. M&Aに伴うソーシャルプラン (従業員の社会保障計画)
6. ドイツの上場会社の株主構成
7. 実務からの要望と改正提案

1. マンダトリーオファー・ルールとクリーピングイン・ルール (creeping-in rule) 等

渡辺：ファルケンハウゼン弁護士・コッヘル弁護士、またハンブルクでお目にかかれてうれしく思います。前回お会いした際には、ドイツで企業買収法 (有価証券取得買付法) の実務がどのように動いているかについてその背景とともに明快にご説明頂き、目から鱗が落ちる思いでした。それから約二年半経ちましたが、本日はその間の最近のドイツ企業買収法の動向について伺いするとともに、実務の専門家の観点からの改正提案等についてもぜひ伺いしたいと思います。

ファルケンハウゼン：またお会いできて光栄です、渡辺教授。

コッヘル：いま、ヨーロッパレベルで最も注目を集める論点は、ACSによるHochtief社買収案件のような、Low Ball Offer (買付価格がきわめて低く、株主が応募する見込みのない公開買付け) を利用したクリーピングでしょう。株価が急落したときに議決権の30%ぐらいを取得した株主が、その下落した価格でマンダトリーオファー (義務的公開買付け) をします。もちろん、これに応募する株主はほとんどいません。しかし、いったん支配権を確保してしまえば、少なくともドイツ法のもとでは、後の時点で株を買い増すことができます。その際には、少数株主に対してもう一度マンダトリーオファーをする義務はなく、市場外での大口の相対取引などの手段を用いて、それより高い価格で買い増しすることが可能です。このようなやり方はフェアではないと考える人もいます。株主は、適正な価格で、株を手放す時期を選ぶ権利がありますから。マンダトリーオファーの後で対価が増額されるのなら、少数株主は増額分をもらえないことになります。

ドイツ法では、このような場合の扱いが明記されています。保有割合が30%を超えると、自由に株式を買い増すことができるのです。これはしかし政治的な論点で、この先の進展の見通しはわかりません。

ファルケンハウゼン：私たちはいろいろと議論を重ねてきました。ブセリウス・ロースクールでセミナーがあって企業買収法の改正が取り上げられ、ホプト教授が講演を行いました。教授は、大幅な変革を楽観しているようには見えませんでしたので、大幅な改正を期待すべきかどうかはわかりません。教授は、クリーピングの問題点については何らかの改正があるだろうと述べていましたが、私は、これは高度に政治的な問題点だと思います。

スペインのACS社がHochteif社の株式のマンガトリーオファーに着手したとき、社会民主党と労働組合が働きかけ、2%程度を買い増しするごとにマンガトリーオファーを義務づけるよう法改正を求めました。それは、投資家保護のためでも、投機的なヘッジファンドのためでもなく、ドイツ企業が外資に乗っ取られるのを防ぐためでした。しかしそれを露骨に言う人はいませんでした。表向きの議論とは別の事情がありました。

渡辺：確認ですが、先ほどから「クリーピングイン・ルール」という言葉で仰っておられることの意味は、「義務的公開買付けのスレッシュホールド（閾値）から50%の間の議決権を有する株主が対象会社の株式を買い増した場合にも、義務的公開買付けを行わなければならない」ということですね。

ファルケンハウゼン：そうです。英国では、その間でわずかでも買い増すごとに、再度のマンガトリーオファー義務が生じると理解しています。でも、この場合の公開買付けは、過半数の議決権取得が達成されなければ成立しません。

公開買付けをしても過半数に届かなかった場合は、公開買付けは成立しません。2%買い増しして、もう一度公開買付けをやっても、過半数を取得できなければ不成立です。これが原則です。しかし、実際にはこのようなことは起こりません。実務上は、大規模な企業買収案件では、公開買付けで必ず過半数が確保されるか、計画自体が中止になるようですね。

英国では大口株主が少ないので、大口株主から25%や29%の株式を買付けるケースは見当たりません。

ドイツでは、大口株主から25%とか時には49%のまとまった株式を買付けるところから公開買付けを始めるのが、ほぼ常識です。マンガトリーオファーをいったん実施してしまえば、あとは自由に買い増しができます。

これは大きな争いのある論点になっています。私は2010年に、ナンセンスだと論文に書きました〔Joachim Frhr. von Falkenhausen, Reformbedarf beim Pflichtangebot gemäß § 35 WpÜG —Eine kritische Überprüfung nach acht Jahren—, ZHR 174 (2010) 293-317.〕。今でもそう思っています。今では少数派かもしれませんが。

多くの企業や財界人が、クリーピングイン・ルール導入を働きかけています。ルールを導入すれば、敵対的買収への防衛が強化されると思っているからです。私たちは、企業買収法の基本にある原理は、会社を守るためではなく、M&A 市場の公正な秩序維持だと思っています。単に、会社を買収しにくくするためではありません。他にもよいやり方があるのなら、法律で禁止したり、不必要に難しくしたりする必要はありません。

それから、30%というスレッシュホールドがドイツ法で採用された背景には、上場会社にとっては30%が事実上の過半数だという考えがあることを思い出すべきです。株主総会の出席率からして、30%あれば単独過半数を握ることができるからです。

それでは、法律が、過半数は30%だという前提に立っているのに、30%に達した公開買付けの後に株式を買い増すと、もう一度公開買付けを要求すべきだという根拠は何でしょうか。それは支配権です。マンガトリーオファーによって何を達成するのかという問題です。いまの基本的な考えは、マンガトリーオファーを実施して、すべての株主が適正価格で株式を手放し、会社を離脱 (exit) する機会を与えることです。

私は、株主に対してこの exit の機会を複数与える必要があるのか、疑問に思っています。exit の機会がないことではなく、後になって対価が引き上げられることが問題です。

株価が将来値上がりすれば、株式市場で売ることができます。値上がりすることが分かっているならば、手放さずに待ちます。株価が将来値上がりしなければ、お金を儲けることはできません。少数株主は証券市場で株を売ることができます。大口株主は小分けにしないと証券市場で株を売ることができません (そうしないと株価が下がります)。

でも、企業買収の場面では、大口株主はヘッジファンドであることが多いので、保護する必要などありません。コッヘル弁護士と私の見解では、クリーピングイン・ルールを導入してもあまり違いはありません。私たちの意見は2年前から同じです。でも、政治の世界ではクリーピングイン・ルール導入に向けた動きがありますね。

渡辺：追加のマダトリーオファー・ルールに関しては、そのようなルールを導入したのはEU加盟国のうちのわずか二法域で、イングランドとアイルランドだと理解しています。ご承知のように、フランスでは……

ファルケンハウゼン：フランスでも似たようなルールがありますね。私はドイツ弁護士ですから、外国法について意見を言うときは慎重にならないといけないのですが、フランスやオーストリアではクリーピングイン・ルールに似たルールがあると聞いています。それから、英国でも、アイルランドについてはよく知りません。渡辺先生の方がお詳しいでしょう。

渡辺：フランスでも、このような追加的マダトリーオファー・ルールが正式に導入されています。でも英国とアイルランド以外の国では広い例外が設けられています。ご承知のように、フランスでは、1年以内であれば2%以内の株式取得が認められます。

ファルケンハウゼン：フランスの制度についてはあまり詳しくは知りませんが、ドイツでは、マダトリーオファーの問題点は複雑なことと、コストが高いことです。前に、2万ユーロ程度規模のマダトリーオファー案件を手がけたことがあります。とても小規模な会社でしたが、追加的マダトリーオファーについてですが、Hochteif 案件では、ACSが35%か36%を取得していたと思います。それから2%を買い増ししました。もう一度マダトリーオファーの義務があるとしたら、残りの全議決権つまり60%から65%について銀行の資金証明を取り付ける必要があるでしょう。そうすると、数十億ユーロの資金証明が必要となります。

とても理論的な話になりますが、銀行から資金証明をもらうことは、銀行保証を受けるのと似ています。数十億ユーロの銀行保証を受けるのにはたいへんなコストがかかります。

コッヘル：そうです。買付者は銀行に対して、銀行が負うリスクはゼロだと証明しなければなりません。それに、銀行に対して、株主全員が公開買付けに応じて十分な資金があることを証明しなければなりません。全員が応じることはありえませんが、万が一そうなったときのための資金です。

ファルケンハウゼン：ドイツでクリーピングイン・ルールが導入されれば、銀行と弁護士はずいぶん儲かるでしょうね。でも、株主保護の強化につながるかどうか

かは疑問です。

コッヘル：そうです。特に、クリーピングイン・ルールが導入されたとしても、投資家は株価が上がる次のチャンスを待って二度目のオファーをする可能性はあります。株価が高くなれば必ず公開買付けがされるという保証はありません。公開買付けのタイミングは、保有比率の増強を希望する買付者が自由に決めることです。

2. 議決権への算入と開示に関する論点

ファルケンハウゼン：実際にドイツでどのような現象が起きているかを振り返ってみましょう。当事務所では数多くの買収案件を手がけていますが、コッヘル弁護士、ここ1、2年で、何か目立った動きはありましたか？

コッヘル：それぞれの事案に応じて興味深い案件はいろいろありましたが、法改正を反映するようなケースではありません。我々の事務所が、対象会社の監査役会の代理人を務めたことがあります。Fresenius 社が Rhoen-Klinikum 社の株式に対して、任意的公開買付けをしました。対象会社の定款にはユニークな条項が入ってまして、通常の会社なら75%の議決権が必要な特別決議に、90%が必要だというものです。この規定の背景には、創始者がまだ12%の議決権を握っていたという事情があります。

ファルケンハウゼン：創始者は拒否権を行使したのです。

コッヘル：創始者は、可決阻止少数 (blocking minority) の株主でした。買付者である Fresenius に、公開買付けに応募するという確約書 (irrevocable undertaking) を差し入れました。しかし、競合する買付者がそれぞれ会社議決権を5%程度取得したので、これらの競合者も可決阻止少数の株主になってしまいました。

このような事情のもと、買付者は公開買付けの最低達成要件を90%に設定しました。買付後に会社を完全に掌握できるようにするためです。でも、90%を達成できなかったので公開買付けは成立しませんでした。この結果は、競合する買付者にとっては好都合でした。株式を大量に買い付けてディールを邪魔することだけが目的だったからです。

ファルケンハウゼン：買付者がスレッシュホールドを下げたうえでもう一度公開

買付けに踏み切るという憶測もありましたが、実行に移されなかったようです。

コッヘル：この案件で、二度目の公開買付けをめぐる法律的論点で面白いものは、ドイツ法では公開買付けに着手したが最低達成要件を満たさず失敗に終わった場合、1年間は公開買付けが禁止されるという点です。

買付者は、1年間は同じ会社の株式について公開買付けを再度行うことは許されません。会社業務の一種の妨害とみなされるためです。公開買付けに対応するのは大変面倒な作業を伴います。

しかしこのルールも多くの抜け穴があります。まず一つ目は、対象会社の合意があれば BaFin（金融監督庁）によって適用除外を受けられることです。対象会社から合意をとりつけければ、適用除外となる可能性が高いです。

買付者が別のヴィークル（特定目的会社など）を利用したような場合に、このルールが適用されるのかどうかは分かりません。まだ決着のついていない論点です。

議決権の30%を取得し、マングトリーオファターの義務が発生した場合には、禁止期間中であっても結局は公開買付けの必要があるのは明らかです。そうしないと、マングトリーオファターの格好の抜け道になってしまいますからね。

理論上は新しいルールができましたが、実務上はたいした変化はありません。必ず、くぐり抜ける方法が考え出されます。

ファルケンハウゼン：この論点は活発に議論されていますが、良い解決方法はまだありません。

コッヘル：「株主の共同行為」の定義の問題ですね。

ファルケンハウゼン：そうです。「株主の共同行為」をどのように定義するかです。

コッヘル：なお、金融商品の保有開示ルールが厳しくなったことも、最近の改正のひとつです。

ファルケンハウゼン：差金決済取引に関する規定です。

渡辺：そうでしたね。

コッヘル：その規定が施行されました。現金決済のエクイティスワップや金融商品の差金決済取引で、5%超の議決権取得につながるものは開示義務が発生しません。

渡辺：開示義務が課されることになったのですね。

ファルケンハウゼン：その通りです。

渡辺：議決権には算入されないのですか。

コッヘル：30%というマングトリーオファースレッシュホールドの基準としては算入されません。開示報告のときだけは算入されます。

渡辺：そうですね。合理的ですね。

コッヘル：ケースによっては、行き過ぎ感もあります。例えば、株主間契約に新株予約権条項が入っていることもありますね。

ファルケンハウゼン：あるいは、プットオプション、コールオプションとか。

コッヘル：プットオプション、コールオプションなど、株式増加に向けた本格的な準備にあたらなような場合でも、開示義務が発生することがあります。たとえば、それぞれ10%を保有している二人の株主がいて、「今のところその意思はないけれども）この株式を売る場合には、あなた（もう一人の株主）に新株予約権をあげますよ」という契約を交わすと、それも開示しなければなりません。このような契約は買取に向けた本格的な準備行為（本来の趣旨）ではなく、行き過ぎです。市場にはあまり影響のない取引が大量に開示させられています。

ファルケンハウゼン：市場の混乱のもとですよ。

コッヘル：いわゆる情報過多というやつです。

ファルケンハウゼン：相対ベースでのM&A取引についても議論されています。例えば、上場会社の議決権の25%を取得する取引があるとします。もし、法的拘束力のないレター・オブ・_intentにサインしたら、これが金融商品だとみな

されて、保有報告書を提出する義務が生じるかどうか、非常に議論が分かれるところです。レター・オブ・インテントは株式の取得を容易にするものであり、法律上の定義に該当するからです。

それから、定義が不明確なので、弁護士にとってはとてもやりにくく、危険なことです。一口にレター・オブ・インテントといってもいろいろあります。レター・オブ・インテントと言われる共通した内容の文書など存在しません。どのような条項でも入れられます。

それでも、何とか仕事をしなければなりません。監督官庁である BaFin がホワイトリストとブラックリストみたいなものをくれて、「今年はこの金融商品を開示してください。これとこれは必要ありません」と教えてくれたらいいのと思います。BaFin がくれるのは、「よくある質問」ぐらいです。参考にはなりませんが、もっと詳しい実践的なガイダンスがほしいです。

渡辺：いま仰った「確約書」とは、いわゆる、「irrevocable undertaking」（株主が公開買付に応募するという確約）のことですか？ それとももっと一般的なものでしょうか。

ファルケンハウゼン：確約書を取り付けたら開示義務が発生します。これは明らかなこととされていて、常識となっています

渡辺：そうしますと、irrevocable undertaking よりもっと広い範囲のものですか？

ファルケンハウゼン：はい、他にも、どのようなタイプの新株引受権や株主契約が開示義務の対象になるのか、よく分からないことが多いです。

企業買収の案件なら、それははっきりしています。でも、それ以外にも上場会社の株式を取り扱う場面がたくさんあるのです。企業買収のためのルールを導入したところ、実際には企業買収の場面をはるかに超えるルールになってしまいました。これはとても面倒なことです。

クライアントが事務所に「会社を買収したいのですが」という相談に来る場合であれば、開示ルールは比較的クリアです。オプション取引、差金決済取引のような金融商品の場合にも開示ルールが適用されます。確約書をとれば、開示義務が発生することははっきりしています。

企業買収案件では、それほど問題は生じません。

コッヘル：例えば、株主契約で、企業買収とは全く関係がないのに開示義務の発生しそうな条項が入っている場合などは、話が別です。

また、もう一つ興味深い展開があります。ISS サービスをはじめとするプロキシ・アドバイザーの存在が挙げられます。機関投資家に対して、会社の議決権行使についてアドバイスする業者です。機関投資家は多くの会社の株式を持っているので、自分の力ではそれぞれの会社の状況を把握することができません。この業者に関してはいま若干の問題点があり、法律論文でも取り上げられています。つまり、このような業者を規制すべきではないか、それから、業者が間違ったアドバイスをしたら会社に対して責任を負うか、という点です。会社はこの業者の顧客ではありませんから、会社との関係で何が「間違ったアドバイス」になるのか不思議に思うかもしれませんが。業者の顧客は会社ではなく、機関投資家です。

法律学者には、こんな説を提唱する人までいます。複数の機関投資家が同一のプロキシ・アドバイザーの助言に従えば、その機関投資家は共同行為する株主 (acting in concert) とみなされ、株式保有の報告義務が発生し、議決権が合計30%を超えればマングトリーオファー義務までも発生する、というのです。

私は、それは適切でないと思います。論文で反対の説を述べました。このようなプロキシ・アドバイザーの扱いは、ドイツではまだ結論の出していない問題点です。法律文献では注目されているトピックですが、政治的なトピックではありません。新聞ではあまり取り上げられません。

ファルケンハウゼン：訴訟になった例もまだありません。このようなアドバイザーの役割に関する判決はまだ出ていません。

3. スクイズアウトと少数株主

コッヘル：買収が進んだポストクロージングの段階に関しては、最近面白い展開がありました。買収完了後の処置のことですが。

渡辺：スクイズアウトのことでしょうか？

コッヘル：スクイズアウトや上場などに関することです。新たに導入された、合併の際のスクイズアウトについては、スクイズアウトを行うためのスレッショールドは90%です。

渡辺：新しいタイプのスクイズアウト制度ですか？

ファルケンハウゼン：そうです。

コッヘル：議決権の95%を取得すれば、通常のスクイーズアウトを活用することもできます。でも、新しい制度が導入されて、株式会社と垂直合併ができるようになりました。この際にスクイーズアウトをするには、90%の議決権を取得すれば十分です。すでに何件か実績があります。実務上は、スキームが適切であれば90%のスレッシュホールドを満たすことでスクイーズアウトすることができま

す。この制度でも、やはり株主総会決議を経るといった面倒な手続があります。特に、事後的に適正価格の査定手続があります。支配契約やスクイーズアウトの場合には、価格査定手続によって面倒が生じます。何年も経ってから、裁判所に株式代金の増額を命じられることがあります。大幅な増額の場合もあります。価格査定手続の見通しは不透明で、何年もかかります。私の担当している案件では、2003年に行われたスクイーズアウト後の価格査定手続がまだ終わっていないものがあります。それはまだ第一審段階です。申立てた株主にとっては、スクイーズアウトの際の株式対価額がまだ確定していないわけです。もちろん、とても非効率的です。

ファルケンハウゼン：大変な負担です。スクイーズアウトをやっても、10年後に裁判所から価格を40%増しにするよう命じられるかもしれません。その間の利息もです。とてつもない金額になってしまいます。

もう一つの方法として、支配権獲得目的の公開買付けの後であれば、スクイーズアウトが可能です。公開買付けで浮動株の90%が集められれば、公開買付価格と同じ価格でスクイーズアウトをすることができ、この際には事後的な価格査定手続の心配は不要です。この制度は、2006年にEU企業買収指令をもとに導入されました。ドイツでの判決も何件か出ており、問題なく機能することがわかっています。

コッヘル：管轄のフランクフルトの第一審裁判所の「この対価が実際に必ずしもそれほど不都合なのかどうかは明らかではない」という判断をもとに、公開買付価格が最終的な価格とみなされていたので、当初は不安定な要素が多かったです。価格査定手続のように、反論されてしまう可能性もありますから。

でも、その状況はだいぶ解決されました。買収者にとっては、何年もかかる価格査定手続を回避でき、それによる不安定な要素も取り除くことができるので、とても魅力的な制度です。⁽²⁾

ファルケンハウゼン：これは憲法裁判所に持ち込まれたのですよね。

コッヘル：はい。いまでも憲法上の論点だとされています。

ファルケンハウゼン：でも、憲法裁判所は合憲だと言ったのですよね。

コッヘル：そうです。ところでもう一つ新しい展開があります。買収後に対象会社株式の上場を廃止するとき、完全な上場廃止をするのではなく、規制市場からいわゆる店頭市場の優良セグメントに移すこと (down-listing) も可能です。店頭市場は規制市場ではありません。自主規制市場ですが、その証券取引所のルールにより、発行体は規制市場とだいたい同様のルールが適用されます。例えば、会社の内部情報や財務情報の開示義務などです。

しかし、この市場は企業買収法などの適用外で、議決権保有の報告書を提出する義務もありません。かなり違います。このようなセグメントへの移動については、少数株主に対して補償金のオファーをしたり、株主総会の承認を取ったりする必要はないという控訴審判決が過去に 2 件出ています。憲法裁判所も、憲法上の観点からも問題ないと述べています。このため、この方法がだんだんポピュラーになりつつあります。少なくとも企業買収法の適用を免れ、一定の開示ルールも適用されなくなりますから。

ファルケンハウゼン：この方法をとるもう一つの理由は、IFRS の連結決算をしなくてすむことです。IFRS の連結決算はとてもコストが高いです。

コッヘル：そうですね。圧倒的多数株主がいて、市場からの資金調達を考えていない会社の場合には、より確実で魅力的になりつつある方法だと思います。この方法がとられたケースが数件あります。これも買収後の処置に関する新しい展開です。

渡辺：スクイーズアウトの話題に戻りますと、ドイツでは、最近まで、一部のプロの少数株主がとて積極的に活動していたそうですね。

ファルケンハウゼン：そうですね、長い間、積極的に活動する少数株主がいまし

(2) 本会談後に出された数件の裁判例においては、公開買付けの前提となるスレッシュホールディングにカウントされる株式の範囲が不明確となり、その結果、公開買付け後のスクイーズアウトの際の対価について、再び疑義が生じる状況となっている [Kocher 補足]。

た。株主総会決議を裁判所で争い、お金を稼いでいました。25年ぐらいはそんな株主がいたと思います。このような株主に対処するために法改正がなされ、訴訟が係属していても取引を進めることができるようになりました。

その法改正は効果があったようです。訴訟沙汰にならずにスクイーズアウトができるようになりました。昔では考えられないことです。スクイーズアウトとなると、すぐに裁判所に駆け込む人々がいましたが、今ではもういません。でも、そうした株主は金を稼ぐ機会を狙っているので、また出てくると思います。危険で、ときには犯罪的な人々です。

それから、正当な「物言う株主」（ヘッジファンド、大手の機関投資家等）がいて、この人たちも別の意味でますます積極的になってきました。こうした株主は、自分たちの利益を積極的に追求し、経営陣の提案に反対するようになってきています。

渡辺：仰られるように、ドイツではスクイーズアウトの場面で少数株主が積極的に活動するため、日本の法律家からみれば一見不可思議に思える企業買収案件がこれまでしばしばみられたと理解しています。例えば、対象会社の議決権の95%超を取得した買付者がすぐにスクイーズアウトをしないで公開買付けをするようなケースです。

コッヘル：ドイツでは、公開買付けにより、スクイーズアウトができるレベルまで株式を買い集められることはほとんどありません。必ずしも公開買付けによる必要はなく、市場で株式を買い集めようとする買取者もいます。

スクイーズアウト後の価格査定手続という不安材料があるため、それは良いことです。すでに取得した株式数が多ければ多いほど、裁判所が最終的に対価を増額するリスクが低くなります。

それでも、訴訟を起こしそうな株主は後を絶ちません。買取者は、訴訟など絶対にはやだと考えています。訴訟をビジネスにしている人々がいて、株式を手放さないためです。取得した議決権が95%から99%に増えても、訴訟好きな迷惑な株主がまだ居座っています。議決権を100%取得し、株主総会決議などの手続をなくしたいと思ったら、やはりスクイーズアウトはやらなければなりません。そうするとこの人たちが訴訟を起こすことになります。このため、ドイツ市場では100%取得はあまり一般的な傾向ではありません。

渡辺：ドイツでそのような公開買付けのケースが存在することを知り、最近まで非常に不思議に思っていました。しかしながら、特殊な少数株主の活動実態を知

って、事情がわかりました。

コッヘル：状況はかなり改善されてきています。少数株主が会社の行為を阻止する際のハードルはずっと高くなりました。このため、買収を進め、支配契約を締結し、スクイーズアウトをするまでだいたい半年ぐらいですみます。その後訴訟を起こされるかもしれませんが、取引を中断させるまでの効果はありません。

こうした人々に対する不安が、ここ数年で激減したことは確かです。法改正で、少数株主が取引の効力発生を阻止するための条件がずっと厳しくなりました。

4. 支配権移転条項

渡辺：それでは、前回の会談の際にお二人から頂いた説明とコメントに関して、フィードバックをさせて下さい。一つは、企業買収の観点からみた支配権移転条項の位置付けです。支配権移転条項はとても強力な防衛策のように思えますが。

ファルケンハウゼン：支配権移転条項に関しては、Schaeffler-Continental 事件がありました。会社は重大な支配権移転条項を含む契約を毎年報告書で開示する必要があります。これが企業買収に対する障壁となります。

企業買収に興味のあるクライアントが来ると、対象会社の報告書を見てそのような条項がないかをかならずチェックします。

コッヘル：私の経験からは、この支配権移転条項のほとんどは、企業買収を阻止することが本来の目的ではありません。社債、株式、大規模な銀行融資など、非常に重要度の高い金融契約には、たいていこの条項が入っています。業界ではある程度スタンダードな条項になっています。銀行はこの条項を入れるよう強く要求します。この条項のために企業買収が難しくなるのは、結果論です。私が見たことのある条項のほとんどは、本来の目的は企業買収を阻止することではなく、ビジネス上のニーズがあり、その条項がないと契約が成り立たないので入れられたようです。

ファルケンハウゼン：反対に、クライアントが相談に来て「買収されないようにするにはどうすれば良いか」と聞かれれば、支配権移転条項がとても強力な手ですよとアドバイスします。銀行に行ったところ、銀行が支配権移転条項を入れるべきだと判断したら、それは有効な買収防衛策となるでしょう。でも、その条項は相手方当事者からでないかと破棄できないので、危険です。支配権移転条項が金

融契約に入っているのなら、銀行から放棄書を取り付ける必要があります。友好的な買収案件でも、とても不快な場面になることがあります。銀行が放棄書を出す前に「何か他に必要なものは？ 追加保証が必要ですか？」などと聞いてきます。それに、銀行はいつも手数料収入を狙っています。

こうした支配権移転条項は、買収防衛策として活用されていますが、クライアントには、この条項は問題ないとアドバイスしています。

コッヘル：自分ではコントロールできない「奥の部屋」だからです。

ファルケンハウゼン：そうですね。

コッヘル：もう一つ、支配権移転という側面から買付者が見落としがちな点があります。それは防衛策ではなく、税務上の繰越欠損金です。ドイツの税法では、会社支配権の50%が新しい株主に移ったら、会社のバランスシート上の繰越欠損金は、税務上は消されてしまうというルールがあります。そうすると繰延税金資産がなくなってしまうので、会社にとってはとても不利な状況です。

この繰延税金資産という点は、買付者と対象会社の両方が調査する事項です。でも、それは、コントロールできるものではなく、また、買収を直接念頭に置いて利用できるようなものではありません。注意してよく調べる必要があるというだけです。

5. M&Aに伴うソーシャルプラン（従業員の社会保障計画）

渡辺：次に、ドイツ法の労働者保護規定についてお聞きしたいと思います。前回伺ったお話では、従業員の解雇段階では、ソーシャルプラン（従業員の社会保障計画）が必要になるということでした。

ファルケンハウゼン：はい。

渡辺：ドイツの労働法では、ソーシャルプランについて触れた具体的な条文がありますか。

ファルケンハウゼン：ドイツの労働法では、ソーシャルプランが求められる場合についての規定があります。

コッヘル：そうですが、実際は、会社の規模や、解雇する従業員の数によっても

変わってくると思います。

ファルケンハウゼン：でも、このルールは、一定数を超える人数を解雇するときの一般的ルールです。支配権の変更や企業買収に対応する具体的な規定はありません。

コッヘル：上場会社に関する特別の規定もないです。非上場会社や、企業買収以外の場合にも同じ規定が適用されます。

渡辺：でも、ソーシャルプランが必要とされるときは、それに基づいて労働者が保護されますね。そうすると、他の手段による保護も必要となりますね。

コッヘル：従業員の保護ですか。

渡辺：そうです。

コッヘル：ソーシャルプランは長い交渉プロセスを伴います。当事者が妥結しない場合に備えて、一種の仲裁制度が設けられています。最終的には、会社は解雇人員に対してある程度の退職金を支払います。また、次の就職までの一時的な仕事を紹介してあげることも多いです。こうした人員を一定期間中雇い、新しい仕事に向けた訓練をするために、会社設立が合意されることもよくあります。

このような処置は、交渉次第です。ドイツの会社に投資し、人員削減をしようとしている者は、このことを念頭に入れておく必要があります。それには時間とコストがかかりますが、可能です。いろいろな M&A の場面で行われています。

ファルケンハウゼン：残念なことですが、私たちは最近倒産やリストラの相談を受けています。倒産案件では、当然従業員は解雇されます。企業買収案件以外の分野でも会社の売却を扱っていますが、人員を削減しなければなりません。

公開買付けによる企業買収案件では、人員が減のを待っている余裕はありません。会社を現状のまま買い取って、その後人員削減をせざるを得なくなります。しかし、法的観点からは、それは企業買収プロセスとはあまり関係がありません。唯一関連する点は、公開買付文書では従業員の処遇の予定を説明しなければならないという点です。

それから、対象会社の取締役会と監査役会が、公開買付けに関する意見を表明し、従業員に対する影響について説明しなければなりません。従業員の代表が、

公開買付けに対する意見を述べることもできます。

そこで、話し合いがもたれます。従業員代表と労働組合が「この取引は認めるわけにはいきません」と言うのは自由ですが、言ったとしても買収プロセスに何らかの影響が出るわけではありません。

コッヘル：株主は、従業員の意見に左右されずに、公開買付けに応じるかどうか決断を下すのが普通だからです。

ファルケンハウゼン：従業員の意見は、政治的な影響はあります。多くの人からのプレッシャーがかけられます。Hochteif-ACS のケースにおいて、Hochteif 社の労働組合は、買収が従業員に不利だという強い不安を抱いていました。これがきっかけで、クリーピングルール導入に向けて運動を始めました。クリーピングルールは従業員とは全く関係がありませんが、買収に対する障壁にはなります。このため、労働組合は導入を希望したのです。政治的観点からのもので、法律的観点ではありません。

渡辺：ソーシャルプランが必要とされるのなら、徹底的な人員整理はほとんど不可能ですね。

ファルケンハウゼン：いいえ、不可能ではありません。実行は可能です。十分なお金を払えるかどうかにかかっています。法律に書かれていない、一定のルールという慣習があります。使用者と組合は、そのコストがどのぐらいかを知っています。ドイツ企業を買収したい人がいて、削減する人員は5000人ぐらいだと見積もったとします。そうすると、こんな試算ができます。「人員整理にかかるのは、5000にいくら〔何ユーロかはわかりません。各社員の給料、職階などによります〕を掛けた金額だ」そこで、「5000か1万ユーロあれば大丈夫だろう」という結論を出します。

コッヘル：会社は、通常の経営の過程でもソーシャルプランを策定します。たとえば株価や業績が落ちたときに人員整理をしようとするれば、ソーシャルプランが必要になります。

ファルケンハウゼン：ドイツ銀行は、つい最近6000人を整理すると公表しました。某社は8000人から10000人を整理するそうです。E. On では10000人です。この人員整理は企業買収とは関係がありません。ただ必要だからです。

これがドイツではごく当たり前とまではいきませんが、対処する方法はありません。優秀な弁護士が必要になります。

6. ドイツの上場会社の株主構成

渡辺：ところで、先生方もよくご存じの通り、有効な買収戦略を策定するには、対象会社の株主構成を把握しておくことが不可欠です。ドイツの買収実務を理解するため、上場会社の株主構成に関する全体的なデータを入手したいのですが⁽³⁾。

ファルケンハウゼン：そうですね、まず、ドイツ法では取得した議決権が3%を超えると株式保有の開示義務があります。株主は、会社とBaFinに通知し、この通知は公表されます。

BaFinではそれをデータベース化していますので、それを見ればいいと思います。このデータベースは残念ながら少々古いことが多いのですが、でも、この情報はだいたい会社のウェブサイトにありますよ。これが第一の方法です。会社のウェブサイトを見れば、普通は株主構成も載っています。もちろん、とても大まかな情報ですが。一般公開されているソースから入手できるのはこのような情報です。

一般人が利用できる法律上の手段ではありませんが、一流の投資銀行なら会社の株式構成に関するデータもっています。銀行は機関投資家に情報を渡します。大口株主全員の実態を把握していることが多いです。それは電話でしか受け付けておらず、法律上の手段ではありません。でも企業買収案件では、一流の投資銀行に頼めばとても貴重な情報をもらえます。

コッヘル：3%を超える株主なら法律上の開示義務がありますが、それ以下の株主は銀行の情報に頼るしかありません。それ以下の株主も調べたいのなら、銀行に頼むしかありません。2%ぐらいの少数株主なら、企業買収の場面では興味深いでしょう。

渡辺：そのほかには、ドイツ上場会社の株主構成の全体像がわかるよい資料はご存じないですか。もちろん、インターネットで会社情報にアクセスはできます。

コッヘル：ドイツの会社には、特に英国市場と比較した場合の特徴があります。

(3) 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9月2日号34頁以下掲載。

それは、大口株主のいる株式会社が多いということです。10%、30%、50%、場合によっては70%、80%さらに90%の株式を占めています。すべてのことが浮動株主次第だというわけではありません。そのような会社もありますが、圧倒的支配株主がいる会社の方が多いです。ドイツの上場会社では普通のことです。

7. 実務からの要望と改正提案

渡辺：最後に、ドイツにおける企業買収の法規制や実務を変えた方がよいと思う点、または企業買収法の運用解釈に不都合な点がありましたら、ご意見をお聞かせ下さい。例えば、ドイツのマダトリーオファー・ルールの一環としてある「平均株価ルール」については、ファルケンハウゼン先生は、平均株価ルールは廃止すべきだとのことのご意見でしたか？

ファルケンハウゼン：はい、その通りです。2010年に書いた先ほどの論文でそう主張しました。今でも同じ意見です。企業買収専門弁護士のシンポジウムで、この点についても議論しました。フランクフルトのフレッシュフィールズ法律事務所の Christoph von Bülow という弁護士が、シンポジウムの議長を務めていましたが、平均株価ルールは無意味なので廃止すべきだと述べていました。その先生の言っていることは、私よりも徹底していたと思います。その方はとても経験が豊富で優秀な弁護士さんです。だから、平均株価ルールを廃止すべきという私の意見に賛同してくれて、とても嬉しかったです。でも同意見なのはその先生だけです。

私のこの提案はあまり実現の見込みがありません。そのような動きはあまり見られません。弁護士の多くは平均株価ルールが好きです。あまり大きな改正はないと思います。

渡辺：他の論点についてはいかがでしょうか。

ファルケンハウゼン：企業買収法に関する私たちの改正提案ですが、いまお話したとおり、平均価格ルールをもとにした最低価格条件は廃止したほうがよいと思います。それから、マダトリーオファー・ルール適用除外を拡大した方がよいと思います。クリーピングイン・ルールは導入すべきでないと思います。いろいろな場で提案したいと思います。

全般的な提案を一つしたいと思います。それは BaFin の権限を拡大することです。そうすれば会社はもっと柔軟に業務を処理できます。BaFin はそのような権限は望んでいません。

ブセリウス・ロースクールで、今年の始めにこのトピックについてディスカッションをしました。状況はあまり変わりそうもありません。BaFin には硬直的な面があります。もっと柔軟になってほしいと思います。

コッヘル：もっと法的安定性を確保してほしいと思います。BaFin に一定の事項を決定する権限を与えて、その決定に拘束力をもたせるべきです。

ファルケンハウゼン：まったく同感です。

コッヘル：例えば、株主の共同行為に該当するかもしれない状況が発生したとします。BaFin は適用除外の処分を下せます。でもこれには法的拘束力がありません。これでは法的安定性を確保することができません。

BaFin には、それを信頼して行動すれば保護が与えられるような書面を交付する権限を与えるべきだと思います。

ファルケンハウゼン：それから、いま議論されていますが、会社がマンドトリーオファーを実施せずまたは株式保有開示を怠った際には、いまとは違った扱いをすべきです。現時点では、そのような場合には議決権が停止されます。

一方で、株式保有開示に関する EU レベルでの提案があります。議決権が自動的に剥奪されるのではなく、規制当局の判断を経ることにしようというものです。それには私たちも賛成します。よいアイデアだと思います。議決権を失う場合でも、BaFin が判断するのなら、合理的な判断の段階を経るので法的安定性が確保できます。弁護士が希望するのは、法的安定性だけです。

渡辺：本日は大変お忙しいところ、ドイツ企業買収法の最近の動向と実務をふまえての諸要請について、非常に興味深いお話を多々お聞かせ頂きありがとうございました。今日のお話は、わが国の制度見直しの議論に対しても示唆的なものだと思います。ありがとうございました。

ファルケンハウゼン・コッヘル：ご参考になるようでしたら幸いです。ありがとうございました。