

# 株式公開買付に関する EU 第 13 指令における企業買収対抗措置について

早 川 勝  
(同志社大学司法研究科教授)

## I. はじめに

2004 年 4 月 21 日、株式公開買付に関する EU 第 13 指令<sup>1</sup>は、欧州議会で承認されようやく成立した。EEC 委員会の委託を受けて、1974 年に公表されたベニングトン教授による準備草案<sup>2</sup>から数えれば、実に 30 年の歳月を経過しており、EEC 委員会が、1989 年に公表した最初の指令草案<sup>3</sup>から数えてもすでに 15 年もの月日が流れている。時間の概念を忘れさせるような長期にわたる粘り強い交渉には啞然としてしまう。しかし、企業買収のための同等の土俵 (Level Playing Field) 造りを目指し、アメリカのような第三国からの投資者にどの程度 EU の企業買収市場を開放するかをめぐって加盟国の利害が対立し、その調整に手間取ったという事情を耳にすると、途切れながらも延々と続いた審議の長さにもなんとなく納得させられよう。終幕では、企業買収に対する対抗措置を強制的に廃止し、取締役には企業買収の提示期間の間、中立義務を課して、株主が買収提案の中身を十分に知った上で決定できるようにするという EU 委員会の構想は、一部の加盟国の反対によって潰された。結局、委員会が当初企図した EU における企業買収市場の全面的な開放には向かわなかったのである。

しかし、たとえば、イギリス、イタリア、フランスおよびスペインでは、取締役の中立義務は国内法においても受け入れられているといわれている。さらに、加盟国の中には、ドイツのように、複数議決権株や最高議決権の効力が自動的に失効するという透視ルール (Durchbruchsregelung, Breakthrough) を設ける場合にだけ中立義務を承認すると主張する国もあった。他方、もし、このようなドイツの立場が支配することになれば、長年にわたってそのような株式を利用してきた加盟国では、会社の支配構造の崩壊に直結することになる。そのため、ドイツのような立場はどうしても受け入れることができないという事情が存在する加盟国もあった。このような深刻な利害の対立を大まかに図式化するならば、つぎのようになる。つまり、取締役の中立義務を認めるなら透視ルールは拡大し、逆に透視ルールに合意するなら中立義務は緩和するという相容れない対立である。対抗措置を撤廃すれば加盟国以外からの投資者が容易に欧州企業を乗っ取り、それを切り身にして、切り刻んだ切り身を売却する。その結果、労働の場が喪われてしまうという懸念が生じ、相互に譲ることができない手詰まり状況

を一層増幅した。そのため、既存の障碍は、強制的には取り除かないという方法を選択することによって政治的妥協が図られたのである。つまり、取締役の中立義務と透視ルールについては選択モデルを導入し、加盟国が最初の段階で採用するかどうかを決定する。第二段階で、それらを採用しなかった当該加盟国における個々の会社が、選択権を行使できるということにしたのである。議長国イタリアの努力により、この妥協案は全員一致で可決され、EU 委員会の承認をえないでも発効することになった。このような妥協は、株式公開買付に対する厳格な規制から緩やかな規制へと従来の規制方針を転換したことを意味する<sup>3</sup>。それでは、この方向転換によって指令の内容は、どのように変更したのであろうか。以下では、ニッポン放送の株式の取得を巡りわが国でも突如としてスポットライトを浴びることになった企業買収に対する防衛措置や対抗措置にも焦点をあて、EC 第 13 指令がどのような規制をしているのか検討したい。まず、居座り続ける台風の進路のように紆余曲折した指令がどのような経緯で成立したのか、その軌跡を跡づけることにする。

## II. EU 第 13 指令の成立の経緯と背景

1974 年にイギリスのペニングトンが作成した報告書は、イギリス法の影響の濃厚な内容であった。そのため、委員会は、それをお蔵入りさせていた。しかし、イタリアの企業とベルギーの企業との間で買収合戦が繰り広げられたことが機縁となって、委員会は、1987 年に準備草案<sup>4</sup>を作成し、1989 年に最初の提案<sup>5</sup>を公表した後も、さらに、1990 年<sup>6</sup>、1996 年<sup>7</sup>、1997 年<sup>8</sup>、そして 2002 年<sup>9</sup>に、それぞれ修正し変更した指令案を公表した。しかし、前章で触れたように、EU 委員会の指令案は、そのまま受け入れられることにはならなかったのである。

それでは、加盟国間の複雑な利害の絡み合いを背景にした政治的妥協は、一体どのようにして成立したのだろうか。そこに至るまでのどんでん返しのバタバタ劇は、まるで推理小説のような筋書きと結末を想わせる。ここでは、主としてドイツとの関係を取り上げ、その物語をドイツの議長国の下で 1999 年 6 月 21 日に指令について政治的合意が成立した時から始めよう。すでに別の機会に触れたように<sup>10</sup>、結局、この時の合意は実らなかった。それは、まず、スペインが指令の案文に留保したからである。スペインとイギリスとの間には当時ジブラルタルの領有をめぐる対立があり、ジブラルタルにおいてイギリス法に服する監督庁を設置する問題に影響を及ぼしたのである。しかし、両国は、2000 年にジブラルタルの地位について合意に達したので、指令の作成作業が再開され、2000 年 6 月 15 日に理事会の共同意見が提出された<sup>11</sup>。ここで提案された管轄権、義務的公開買付、取締役の中立義務は、現行の指令が引き継いでいる。この間に、欧州議会で選挙が実施され、報告書作成者（Berichterstatter）も交替した。さらに、ドイツでは、イギリスのボーダーフォン社がマンネスマン社に対し買収をしかけたことによって、経済界は大きな衝撃を受けた。また法案作成中であったドイツ有価証券取得法・企

業買収法 (Wertpapiererwerbs-und Übernehmegesetz) (以下ドイツ TOB 法という) においては、買付の提示が公表された後に、監査役会が同意すれば、取締役は、総会の同意を経なくても防衛措置を実施することでき、さらに事前に取締役に権限を授権する総会決議を認め、取締役の中立義務の例外を拡大するという後遺症を残すことになった。

これらの新たな状況に対応して、議会は、2001年12月13日、共同意見の票決に際して、労働者に提供する情報を増やすこと、支配権の取得、強制公開買付の際の支払額、事前の授権決議の許容に関する15もの変更提案を行った。しかし、閣僚理事会は、議会の変更提案を全員一致で反対したので、指令の審議はEU条約の新規定に基づいて仲裁委員会の仲裁手続に移行することになった(第251条3項1文2段落)。ドイツでは、その後、新聞などで繰り返された大量のキャンペーンの結果、ついに経営者や労働者の諸力がまとまり一緒になって理事会の共同意見に反対した。さらに、フォードがフォルクスワーゲンを買収するという噂がこのような状態に火に油を注ぐ結果になった。それで、ドイツはこれまでの見解を変更して、中立義務をそのような形では受け入れられないとする閣僚理事会に与みすることになり、国内では、最高議決権株を廃止した1998年のコントラック法(KonTraG)に従って、2003年6月に最高議決権や複数議決権を廃止することになった。このような事情を背景に、加盟国の圧倒的多数は従来の状態を維持したのに対して、ドイツはこれに反対した。

仲裁委員会は、合意のチャンスが窺えるとして、2001年6月5日、共同の草案<sup>12</sup>を可決した。しかし、議会で票決をする前に、票決に大きな影響を与える出来事が起こった。フランス電力会社(Electricite de France, EDF)が、イタリアとスペインのエネルギー会社を買収を仕掛けたのである。イタリアの会社もスペインの会社も買収提案を防ぎきれないのに、フランス電力会社は、国営会社であるため、買収の対象にならずに買収側にはまわれるという状況に対して強い不満が募った。そのため、イタリアの欧州議会代議員は、ドイツ、ベルギー、オランダの代議員に歩調を合わせて、仲裁委員会の妥協案に反対する側についた。その結果、欧州議会では、2001年7月4日の決議は273対273の賛否同数で過半数に達することができず、妥協案は否決された。この結末は、誰もが予想しなかった出来事であった。

振り出しに戻るに当たって、委員会は、2001年9月、同等の土俵造り、義務的公開買付の際の支払額および少数株主の締め出しなどの争点について解決案の提出を専門家委員会(Winter委員会)に委託した。策定された委員会報告書の提案のうち、価格と少数株主締め出しの提案には賛同をえることができたが、同等の土俵に関する透視ルール(危険資本の75%を保有する買収者は、複数議決権株式、二重議決権、最高議決権、議決権のない優先株式のような買収防衛措置を代償をしないで廃棄できるというルール)については賛成を得られなかった。そのような抵抗は、まず、議決権のない株式について透視後に議決権が与えられることになれば、旧株主の議決権が希釈化し、また複数議決権株などについて代償もせずに権利を奪えば憲法上の問題を生じかねないという理由に基づいていた。

新たな指令案は、<sup>14</sup>2002年10月2日に公表された。この新提案は、取締役の中立義務を定め、また取締役にあまりにも多くの権限が認められるとかえって有害と考えられたため、透視ルールについては限定された数の防衛措置しか含まないいわば縮小版となっている。しかし、提案は、二重議決権と複数議決権株には及んでいない。さらに、専門家委員会が提案していた義務的公開買付、少数株主の締め出し、および一定の開示義務は含んでいる。この提案に対する各国の対応は様々であった。つまり、大多数の加盟国は、当初は、中立義務の規定を歓迎し、たとえば、イギリス、イタリアやフランスには、不可欠の条件であった。また若干の加盟国は、透視ルールの範囲に満足し、他の国はその拡大を要求した。それに対して、ドイツは、最初から反対で、透視ルールが複数議決権に及び、かつ、すべての透視ルールをヨーロッパ企業に限定する場合にだけ、中立義務を受け入れるという立場に立っていた。そうすれば、欧州においてかなりの程度同様な防衛措置が存在することになり、さらに第三国に対しては市場を開かないことになるからであった

その間に、ドイツとイギリスとの間に合意が成立した。イギリスは企業買収についてドイツを擁護し、その代わりに、ドイツは派遣社員の労働条件に関する審議においてイギリスを支持するという内容の約束ができたのである。それによって議会における勢力関係ががらりと変わった。審議は、最初、透視ルールを拡大する方向で進んだが、取締役の中立義務の緩和や縮小版透視ルールを維持した仲介提案には賛成が得られず、また取締役の中立義務と透視ルールを削除するというドイツの提案に対しては、当初の合意にもかかわらずイギリスが結局支持しなかった。そこで、最後に、議長国ギリシャによって、複数議決権を透視ルールに含めることが提案された。この提案を欧州議会の報告書作成者が押しすすめ、また欧州議会の鑑定人（Gutachter）も賛成を表明した。しかし、それも過半数に達するに至らなかった。それは、北欧諸国が、二重議決権について懸念をもつフランスの支持を得て、複数議決権を透視ルールに加えることに反対したことも影響している。しかし、もっと決定的であったのは、広範な透視ルールによる市場の開放は、子会社を介して、<sup>15</sup>第三国の投資者がヨーロッパの企業を容易に買い取る可能性を与えないかという懸念であった。

最終的に、ポルトガル代表が選択モデル（Optionsmodell）を提案した。それは、取締役の中立義務および議決権による防衛に対して透視ルールを使って市場を開放することを望むかどうかの決定を加盟国に任せるといった内容の提案である。2003年1月27日、加盟国14か国は、それぞれの政治的立場に基づいてこの解決案に賛成したが、欧州特許における譲歩を要求したスペインは棄権した。2004年3月30日、承認され、イタリアの議長国の時に、イタリアの努力によって議会で承認された。話のネタはまだまだ尽きないが、以上が、幾年にも亘って審議された EU 株式公開買付指令の成立するまでの荒削りの顛末である。<sup>16</sup>なお、詳細は別の機会に触れるが、指令の成立にはいわゆる黄金株に関する加盟国（ベルギー・ポルトガル・フランス・スペイン・イギリス）の規制が EU 条約のサービス提供の自由および資本移動の自由に合致

していないと判示した2002年以後の一連の欧州裁判所の判決も重要な役割を果たしている。

### III. EU 第13 企業買収指令の目的と一般原則

それでは、EU 第13 指令の規制はどのような内容に落ち着いたのであろうか。まず、指令の目的をみよう。企業買収について EU 市場に同等な土俵を作ること为目标として、EU 委員会が準備し、結局開花しなかった5つの提案の中核的要素は、成立した指令の理由書でも触れられているが、公開買付の透明性の創設、株主の平等取扱い、義務的株式公開買付および取締役の中立義務にまとめられている<sup>17</sup>。

指令は、さらに、一般原則を定め（指令3条、以下第13 指令については条文の数のみを掲げる）、それらの諸原則を具体化する規定を設けた。まず、第一の原則は、対象会社の有価証券の所有者の平等取扱原則である。この原則は、義務的公開買付提案に関係し、少数者に同じ条件による退出権を与えている（予防的コンツェルン形成コントロール）（3条 a）。第二の原則は、状況を知ったうえで買収提案に応募するかどうか決定するのに十分な時間と情報を自由にしなければならないことを定める。とくに、買収提案の実施が就業、雇用条件および会社の所在地に及ぼす影響に関して対象会社の指揮・管理機関側が持っている情報である（3条 b）。第三に、対象会社の指揮・管理機関は、会社全体の利益のために、また労働者の利益のためにも行為し、かつ、有価証券所有者が買付提案について判断する可能性を奪うことは許されない（3条 c）。第四に、相場を人為的に操作したり、市場の通常の機能をゆがめて市場を歪曲化することを防止する（3条 d）。最後に、第五の原則として、対象会社は買収提案によって一定の期間を超えて営業活動を妨害されるべきでない（3条 f）、ことを定める。

### IV. 企業買収に対する対抗措置

それでは、指令は、具体的にどのような内容の規制を設けたのであろうか。以下では、内容的に、企業買収に対する防衛・防御措置および対抗措置に直接に関連する規制と密接に関連する諸規定を見ることにする。

#### (1) 取締役の中立義務

まず、取締役は、企業買収に対し、何時から、どのような対応をしなければならないか問題となる。指令が定める取締役の義務は、ドイツでは、これまで取締役の中立義務と呼ばれることが多かった<sup>18</sup>。そこで、ここでもこの呼称を用いることにする。

買収者が公開買付の提示を決定したという情報を入取した対象会社の指揮・管理機関は、買付の提示を阻止することができる措置をとる前に、事前にかつこの目的のために与えられる総会の授權を求めなければならない（9条2項）。つまり、支配権を獲得するために株式を買付

される対象会社の取締役は、株主総会の授権がなければ、これを失敗させる措置をとることができないのである。これは、少数株主の利益の保護と株主が自己の意思に基づいて自由に決定するという株主民主主義を企図するものとされ、イギリス、フランス<sup>19</sup>、イタリア<sup>20</sup>、スペイン<sup>21</sup>、アイルランドおよびスウェーデンで認められている原則である。イギリス以外の加盟国も、イギリスのシティーコードが定める中立義務に倣っている国がある<sup>23</sup>。

具体的には、たとえば、ドイツでは、取締役の場合には、認可資本に基づく増資、ホルツミューラー原則<sup>24</sup>の範囲内での営業所の譲渡、自己株式の発行などがあげられ、監査役については、認可資本にもとづく増資、機関構成員の報酬の引き上げなどの措置、さらに事前の総会授権決議（ドイツ TOB 法 33 条 2 項）などが、総会の決議がないと許されないことになる<sup>25</sup>。

取締役の中立義務が妥当する場合、総会決議は、公開買付の公表（6 条 1 項）について情報を入取したときから必要となる。しかし、加盟国は、この時よりも以前に総会が取締役に授権できることを定めることができる。たとえば、公開買付の提示が直接に間近に迫っていることを知った時点とすることができる。加盟国は、総会の招集から開催までの期間を短縮できるが、少なくともその間には 2 週間の期間が設けられなければならない<sup>26</sup>。

しかし、この原則には二つの例外が認められている。まず、取締役が競合する買付者を探すことが明文の規定をもって例外とされる（9 条 2 項）。つぎに、規定の解釈、つまり公開買付の提示に関する情報を得る前に行われた決定は、会社の通常の営業に関係せず、かつ、たとえそれを行って買付の提示を阻止できることになるとしても、総会の授権または追認が必要である（9 条 3 項）、とする条項の解釈から例外が生ずるとされる。したがって、通常の営業の範囲内であればそのような決定を実施できることになる。たとえば、開始されたがまだ契約の締結によって確定するには至っていない会社の重要財産の譲渡が、買収者の側からすれば重要な会社財産の譲渡となりえても、それは続行できることになる<sup>27</sup>。

中立義務を採用するかどうかは、会社の構造、市場および会社のその他の様々な指標に依拠している。それ故、個々の会社が個別に決定するのでなければならない<sup>28</sup>。

## (2) 透視ルール

企業買収を防衛するためにせっかくバリケードを設けても、それを通り抜けることができるかまたは突破できるとする透視ルールは、これまで耳にしたことがない聞き慣れないルールである。わかりやすく言うと、このルールは、たとえば、定款や契約によって議決権を制限したり、株主間で議決権の拘束契約を締結するなどの防衛手段によって買収を困難にさせる措置を講じていても、買収者に対しては、総会決議のときにその本来の効果を発揮しないというもので、買収障壁に対していわば風穴効果をもつものである（11 条）。

これは、前述した専門家グループが委員会に初めて提案したもので、株式公開買付について、その開始時点で同じ前提条件を設けるという趣旨による。透視ルールによって具体的にどのような効果が生ずるかかという、これを二つの段階に分けてみるとわかりやすい。まず第

一段階では、応募期間には次のように防衛措置が透視される。つまり、定款に定めた株式譲渡の制限は、買取者に対して効力をもちない。その結果、譲渡制限株式は、会社の承認がなくても買取者に譲渡される。株主と会社の間でまたは株主間において締結された契約上の譲渡制限も同様である（11条2項）。

議決権の制限は、定款において定められている限りにおいて、対抗措置について決議する総会においても効力を生じない（11条3項<sup>30</sup>）。この透視ルールによって、一株一議決権の原則が妥当することになる。しかし、議決権の制限に特別の経済的利益が付与されている場合には、透視ルールは適用されない。たとえば、議決権のない優先株式はその適用を受けない。複数議決権株は、対抗措置を決議する総会において一票の議決権しか有しない（11条3項3文）。

つぎに、第二段階で、買取者が公開買付によって対象会社の議決権のある資本の75%以上を取得した場合の効果についてみよう。この局面では、定款上および契約上の譲渡制限や議決権の制限および定款上の取締役派遣の権利は、透視ルールの適用の結果、取得者に対して効力がなくなる。さらに複数議決権は、買取者が定款の変更や役員を交替させるために公開買付後に招集した最初の総会では一票の議決権となる（11条4項）。透視ルールは、当該防衛措置または権利の自動的消滅または廃止という基本的観念に基づく指摘されている。その結果、それらの権利の権利者の所有者の同意は不要となる<sup>31</sup>。

さらに、定款で定められていた株主が有する取締役の派遣の権利、任命権、解任権のような特別な権利も効力を失い、その代わりに相当な補償が支払われる。代償は不要であるとする専門家委員会の提案内容は変更された。加盟国は、経済的補償なしには許されないとすることができるものと明文で保障されている（11条5項）。補償の評価方法と形式は、加盟国が自由に決定することができる（11条4項a<sup>32</sup>）。加盟国は、権利を剥奪された者が代償請求権を有するか、誰に対して請求できるか、誰が代償の支払い義務を負うかなどについて定めることになる。これも、防衛策や契約上の諸権利が自動的に廃止されるという基本的な観念にもとづく<sup>33</sup>。

透視ルールは、加盟国自身が保有し、かつ特別な権利が加盟国に与えている有価証券（黄金株）に対し、それがEU条約と合致する限りにおいて、適用されない（11条6項<sup>34</sup>）。買付の防衛措置に関する透視ルールが適用されるのは、株式公開買付との関係を有するものに限られるので、支配の交替においてなされる参加持分の取得のためになされる買付には適用されない<sup>35</sup>。透視ルールは、加盟国ではまったく伝統がない新しい制度なので、これを導入する加盟国または会社がどれほどになるか予測はつかないとされる。少なくともドイツの多くの会社が慣れないルールを使用することは見込まれていない<sup>36</sup>。

### (3) 選択条項

上述した厳格な規制は、それを国内に導入するかどうか各加盟国および個々の企業の選択に委ねられている（12条）。これは、既に触れたように、指令が成立する際に政治的妥協の末に生まれたものであった<sup>37</sup>。中立義務および透視ルールを採用するかどうかの選択は、つぎのよう

な二段階制がとられている。

まず、第一段階では、加盟国が中立義務および／または透視ルールの国内法化を無視する (opt-out) 権限を有する。しかし、第二段階で、当該加盟国に住所をもつ会社は、定款を変更する多数決議によって、EU 指令の制限に従うことを総会で決議できることを認めなければならない。つまり、加盟国がそのような制限の導入を拒否しても、国内の会社が個別に導入することを決定することが許されているのである (opt-in)。定款変更の決議要件が要求されているだけなので、その選択の決定も事後に変更することができる<sup>39</sup>。会社が行った導入の決定は、住所地の監督庁および規制市場で株式取引を許可している加盟国における監督庁に通知しなければならない (12 条 2 項)。

それに対して、会社が、選択条項の利用によって、中立義務と透視ルールを導入しないことを総会で決議した場合、当該決議が行われた時点の加盟国における法状況がそのまま継続することになる。したがって、指令における中立義務は適用されない。しかし、株式法で定める制限から免れるのではない。たとえば、ドイツにおいて、認可資本による新株発行によって友好的な第三者に新株を発行して防衛しようとするとき、重要な財産や資本参加を譲渡して買収者の魅力を減じようとする場合<sup>40</sup>については、株式法上の規定が適用される。したがって、選択条項は、敵対的企業買収からドイツの会社をかばうことにはならないと指摘されている<sup>42</sup>。

それでは、加盟国は選択条項をどのように利用すると予想されているのであろうか。まず、中立義務については、恐らく、オーストリア、フランス、イタリア、スペイン、ポルトガルで採用されるが、イギリスでは強制的な規定にすることに反対の声もあるようである。それに対して、透視ルールについては、このルール自体が知られていないので、採用する加盟国はないであろうといわれる。ドイツの場合には、両方とも採用せず、その結果、株主が、防衛措置を実施すべきかどうか決定することになろうと予測されている<sup>43</sup>。

#### (4) 相互主義

選択条項は、相互主義の規定によって補充される (12 条 3 項)。つまり、加盟国は、中立義務および／または透視ルールを導入した会社が株式公開買付の対象となり、買収者 (または買収者を支配する会社) の側が中立義務および透視ルールを備えていない場合、相互主義原則により、当該対象会社が、それらの制限を受けないことを認めることができる。具体的には、対象会社は、買収会社も中立義務または透視ルールを使用する場合にだけ同じ義務に服することになる。この規定の適用は、それが法律に基づくか会社による導入に基づくかによって異なる。たとえば、中立義務を適用しないオランダの会社が、これを導入しているドイツの会社に公開買付を提示したとき、ドイツの会社は、相互主義の規定が適用されることになって、中立義務に拘束されないということになる。さらに、透視ルールを使用するドイツの会社が、同様にこのルールを導入するオランダの会社に対して公開買付を提示するときは、透視ルールが適用される。ドイツの会社が透視ルールを導入しないときに、相互主義を主張できることにな



る。このように相互主義と複雑な選択条項とを組み合わせる理由として、一方では、相互主義規定は、買収会社にとって選択権を利用するか、中立義務および透視ルールを定めることについて魅力を持たせることができると指摘されている。他方では、相互主義によって加盟国間でより平等になる。たとえば、イタリアでは中立義務を法律で規定することが企図されているといわれる。イタリアの対象会社は、相互主義の規定がなければ、中立義務を適用しないドイツの会社に対して不利な立場に立たされることになるからである<sup>44</sup>。

相互主義規定の適用については、買収者がコンツェルンに所属する子会社である場合に問題となる。第七指令(85/349/EG)の基準が適用されることになれば、中立義務および透視ルールが適用されるかどうかは、子会社である買収者について問題にすればよいのか、それとも支配会社なのか明確でないからである<sup>45</sup>。

さらに、買収者が第三国に属している場合、相互主義の規定が適用されるかどうか明確でないとされる。たとえば、中立義務および透視ルールを設けるドイツの対象会社が、アメリカの買収会社に対して相互主義を主張できるかどうかという問題である。これについて、指令の理由書は、国際的取り決めに尊重するという事しか言及していない(理由書21号)<sup>46</sup>。

#### (5) 株主に対する公開買付情報の提供

指令は、公開買付手続において適切にかつ適時に買付情報が株主に十分に提供されるように配慮する。それは、公開買付について判断し決定するのは株主であるという基本構想に基づく。しかし、指令が定める事項は大綱にすぎず、加盟国が個別に詳細な事項について国内法で定めるという枠組み規制の方式がとられている<sup>47</sup>。

指令に基づいて、加盟国は、つぎのように公開買付手続を定めることができる。買収者は、まず、買付文書を監督機関に届け出る。その承認があれば、買付の提示に関する決定を公示し、公示したことを監督機関に通知し、さらに適時に買付文書を公示する(8条)。通知を受けた対象会社は、公開買付に対する意見を表明する。株主の応諾期間は2週間以上、10週間以内とされているが、加盟国はこの期間を延長することができる(7条)。このようにして、株主は、買収者が公表した買付文書と取締役が表明した意見書の情報を較べて、買付に応募するか会社に留まるのかその対応を決定することになる。指令は、大綱であるにもかかわらず、買付文書に記載すべき事項については、最低限の記載事項を定めている(6条3項)<sup>48</sup>。このような公開買付情報の公示は、一方では、市場の透明性と完全性(Integrität)を保つようにしなければならないことによる。そのことによって不実の誤った説明を防止できることになる。他方では、対象会社の株主が速やかに情報に接することができるような方法によって情報を提供しなければならないことが求められる<sup>49</sup>。

#### (6) 企業買収に対する防衛措置の公開

上場会社は、年に一度は、買収および支配の行使を妨げることができる構造と仕組みを公表することを加盟国が保障しなければならない(10条)。これは、株式公開買付が迫っているか

どうかと関係なく公表するもので、株式の自由取引および自由な議決権行使に関する規定の効力を強化するという趣旨に基づいている。<sup>50</sup>この透明性によって、潜在的な買収者は、対象会社について正確な像を捉えることが可能となり、株式公開買付の準備が容易になる。

公表すべきものとして、たとえば、資本の構成、種類株式に結合された種々の権利と義務、記名株式の譲渡制限、重要な直接および間接的資本参加、特別の支配権を有する株式（例、黄金株）、労働株の議決権を行使する仕組み、議決権制限、会社に知れた株主間の株式の譲渡制限および議決権の制限に関する契約、指揮・管理機関の構成員の指名と派遣規定および定款の変更、新株発行と自己株式の買い戻しに関する役員の権限、会社が締結した重要な契約における支配交替条項とその有効範囲（しかし、公表によって会社が重要な損害を被る場合には、原則として公表されない）、公開買付によって解雇される場合に会社と機関構成員および労働者の間で締結した補償に関する合意（ゴールデン・パラシュート）などである（10条1項<sup>51</sup>）。列挙した事項を公表するために報告書を作成するには、会社には相当な経済的負担となろう。

さらに、取締役は、買収と支配の行使を妨げることができる構造と仕組みを附属明細書に記載し（10条2項）、附属明細書に記載した構造と仕組みに関する説明報告書を総会に提示しなければならない（10条3項）。附属明細書は、決算検査役によって審査される。しかし、この場合、従来の審査基準のままでよいのか問題となる。たとえば、現行の基準によれば、情報の完全さについては審査されないからである。<sup>52</sup>

## V. 結 語

ようやくのことでまとまった EU 指令が、企業買収における対抗措置あるいは防衛・防御措置に関してどのような規制を設けているかその内容について関連する主要な規定を検討した。EU 第 13 指令は、個々の会社が防衛措置を設計した場合には、それを公開して、手の内をあからさまにさせるといった基本的構想に立つものと考えられる。したがって、買収をかけられる前には、法が許す範囲内であれば、どのような防衛戦略をとろうとそれは会社の自由に任されている。指令の構想によれば、策定した戦略構想と具体的な防衛措置が公知になることから、当該会社は、潜在的買収者が買収を諦めるか、あるいは、それでもなんらかの買収戦略を立ててくるか見守り、場合によってはさらに防衛措置の再検討が必要か熟慮することになる。しかし、会社にとってもっと気がかりになるのは、そのような自前で工夫した防衛措置に対して市場がどのように反応するかであろう。それは、会社のイメージに影響し、特に、上場会社の場合には、直接に株価に反映されることになるからである。このように、指令は、公開買付の開始までは会社がいかなる防衛措置を設けることも許しているようである。すぐ次に触れる透視ルールが待機しており、議決権の制限について知恵をしぼってあみだした防御の仕組みも砂上の楼閣となる場合がある。このことがこのような寛大な対応につながっているのではないか

と思われる。

それに対して、公開買付が始動し始めると同時に、EU 指令の基本姿勢はがらりと変わる。対象会社の取締役は、公開買付に介入する対抗措置をとることが許されず（中立義務）、公開買付に対しては、せつかくそれに対して事前に設けた高くて厚い防壁も全く意味を持たなくなる（透視ルール）。EU 指令のこのような厳しい姿勢は、対象会社の株主が自由にかつ自主的に公開買付に承諾するかどうか判断して自分で決定すべきであるという基本的な考え方に支えられている。指令は、そのために必要な信頼できる判断材料を株主が十分に手にするように法的仕組みを整備している。

このような株式公開買付に対する規制の背後にある考え方が、たとえば、公開買付に対する国民の一般的感情、法文化、個々の企業の伝統的な経営感覚、風土など加盟国においてそれぞれ異なる各国の状況を踏まえて、どこまで受け入れられるか問題となる。それぞれの国によって事情を異にしており、一部の国を除けば、むしろ、そのような割り切った考え方に馴染みがないか、馴染みたくないか、または馴染めない加盟国の方が多数を占めているのではないかとと思われるからである。たとえば、黄金株は、防衛措置としては問題があるが、歴史的には国や地方公共団体の資本参加を必要とした当時の国のエネルギー政策と密接な関係がある。また、ドイツ特有の共同決定制度は、その是非は別として、労働者保護政策が会社制度の中で実現した一つの重要な法的表現であるという反面、公開買付の局面では、広い意味においては買収に対し法制度で補強された堅固な塹壕のような役割を担っているからである。EU 指令において規制されている、強制的公開買付<sup>53</sup>、少数株主の株式の強制的買取による締め出し、逆に買取請求権など、少数株主保護の法的措置やその他の法制度も防衛措置の観点から見直すと、たしかに、そのような役割を果たしていることは否定できないであろう<sup>55</sup>。したがって、これらの点についても及ばなければならないが、それについての検討は別の機会にすることにしたい。

株式公開買付に関する EU 指令の基本的考え方に各加盟国がどこまで近づくことができるか。換言すれば、EU 指令の基準と加盟国のまちまちな法的水準の格差がどのように埋められるか、つまりそれを解決する同等な土俵造りが EU の今後の課題である。それが果たして実現されるのか、そして、どのように具体化されるかについてはもうすぐ判明する。公開買付大綱法としての EU 指令を国内法化しなければならないタイムリミットが 2006 年 5 月 20 日となっているからである（21 条 1 項）。したがって、来年には株式公開買付に関して一応整備された多数の法規制が一気に登場することになろう。それらが、加盟国の法制度の相違に応じて、株式公開買付に対して前向きか、後ろ向きか、あるいは腰だめになるか様々であろう。ただ、実体法上も手続法上も予測可能な法律システムが誕生することだけは確実である。その後またそれぞれの国で異なる公開買付の法規制を検討し直し調整する必要がでてこよう。新たに誕生した EU 指令は、利害関係者の利益も考慮して株主をその中核に位置づける公開買付のプロセスを全体的に規制することが可能であることを示している。

(追記) 本稿脱稿後、北村雅史「EUにおける公開買付規制」商事 1732 号 4 頁以下 (2005)、末岡晶子「EU 企業買収指令における敵対的買収防衛策の位置づけと TOB 規制」商事 1733 号 34 頁以下 (2005) に接した。本稿では参照できなかったが、前者においては、EU 指令の規制は、防衛措置については困難にする一方で、買収者が高値で株式を買うことになる仕組みは、全体的には、株主利益の重視である、と指摘される。さらに後者は、わが国独自の社会的、経済的背景を視野に入れた公開買付規制、敵対的買収に対する防衛策のルールを効率的な資本市場の発展のために考慮する際に、EU 指令の規制内容および指令の採択に至るまでの議論が参考になる、と正当に指摘する。

## 注

- 1 Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlament und des Rates v. 21. 4. 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABIEG Nr. L 142 v. 30. 4. 2004, S. 2.
- 2 EG-Komm. -Dok. XI/56/74. これについては *Pennington*, FS Duden, 1977, 379; *Behrens*, Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer Europäischen Regelung für Übernahmeangebote, ZGR 1975, 433 f.
- 3 *Maul*, Die EU-Übernehmerichtlinie-ausgewählte Fragen, NZG 2005, 151 f.
- 4 EG-Komm. -Dok. XV/63/87-DE rev. 1.
- 5 Dok. XV/63/87-DE re. 1; KOM (1988) 823, ABl. EG Nr. 64 vom 14. 3. 1989, S. 8 ff.
- 6 Dok. KOM (1990) 416, ABl. EG Nr. C 240 vom 26. 9. 1990, S. 7 ff; *Lutter*, Europäisches Unternehmensrecht, 1996, S. 281 ff. クリフィン「EC の株式公開買付に関する指令の改訂」国際商事 19 巻 3 号 277 頁以下 (1991)。
- 7 Dok. KOM (1995) 0655, ABl. EG Nr. C 162 vom 6. 6. 1996, S. 5 ff.
- 8 ABl. EG Nr. C 378 vom 13. 12. 1997, S. 10 ff.
- 9 ABl. EG Nr. C 45 vom 25. 2. 2003, S. 1 ff.
- 10 拙稿「EU 公開買付に関する第 13 指令に対する閣僚理事会の共同意見」同志社法学 279 号 394 頁 (2001 年)。
- 11 これについては拙訳・拙稿 (前掲 10) 同志社法学 279 号 406 頁以下がある。
- 12 PE-CONS. 3629/01. ZIP 2001, 1120 に所収。
- 13 [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/hlg\\_01-2002\\_de.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/hlg_01-2002_de.pdf). この概要については、バウム (早川勝=久保寛展訳)「ヨーロッパ買収法および会社法の改正に關す『会社法専門家ハイレベル・グループ』の提案」ワールドワイドビジネスレビュー 5 巻 1 号 107 頁以下 (2003) 参照。
- 14 Dokument KOM (2002) EG 534; Ratsdokument 12846/02; BR-Drucksache 800/02. NZG 2002, 1146 f. に所収。
- 15 *Maul/Muffat-Jeandet*, Die EU-Übernehmerichtlinie-Inhalt und Umsetzung in nationales Recht, AG 2004, 225.
- 16 以上の経過については、*Maul/Muffat-Jeandet*, (Fn. 14) AG 2004, 223 ff. による。
- 17 *Krause*, Das deutsche Übernahmegesetz vor dem Hintergrund der EU-Richtlinie, ZGR 2002, 502.
- 18 規定の文言は公開買付提示を阻止できる行為の禁止 (阻止行為の禁止) となっているので、はたしてこのような呼称が適切かどうか疑問があるとされるが、慣用されているため中立義務という用語が使用する論者が多い、*Krause*, Zur “Pool- und Frontenbildung” im Übernahmekampf und zur Organzuständigkeit für Abwehrmaßnahmen gegen “feindliche” Übernahmeangebote, AG 2000, 219; *derselbe*, (Fn. 17) ZGR 2002, 502. なお、この義務は、取締役だけでなく監査役にも妥当する、*Seibt/Heiser*, Analyse der EU-Übernehmerichtlinie und Hinweise für eine Reform des deutschen Übernahmrechts, ZGR 2005, 223; *Glade/Haak/Hellich*, Die Umsetzung der Übernehmerichtlinie in das deutsche Recht, Konzern 2004, 517.
- 19 *Hurstel/Suess*, Reformansätze des französischen Übernahmrechts, EuZW 1998, 2034; *Klein/Stucki*, Öffentliche Übernahmeangebote (OPA/OPE) in Frankreich, RIW 2001, 488 f.
- 20 *Schmid*, Öffentliche Übernahmeangebote in Italien, AG 1999, 402 f.
- 21 *Rojo*, Das öffentliche Übernahmeangebot im spanischen Recht, AG 1994, 16 f.
- 22 *Maul/Muffat-Jeandet*, (Fn. 15) AG 2004, 310.
- 23 *Mühle*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2001, 284.

- 24 連邦通常裁判所 1982 年 2 月 25 日判決 (BGHZ 83, 122) は、親会社の株主の地位に対して影響を及ぼすような親会社財産を子会社に譲渡する場合、法律上の明文規定はないが、親会社の取締役は株主総会の決議をえなければならない、と判示した (ホルツ・ミュラー事件判決)。このように一定の事情の下では、判例上、親会社財産の子会社への譲渡には親会社の総会の決議が必要とされる。ホルツ・ミュラー判決の詳細については、拙稿「コンツェルンにおける上位会社の局外株主の保護—Holzmüller 判決を中心として—」産大法学 19 巻 4 号 399 頁以下 (1986)、神作裕之「純粹持分所有者における株主保護 (中)—ドイツ法を中心として—」商事 1430 号 9 頁 (1996)、伊藤靖史「子会社の基礎的変更への親会社株主の株式買取請求権—ドイツにおけるコンツェルン形成・指揮規制に関する議論を参考にして—」同法 266 号 59 頁 (1999) 参照。しかし、ホルツ・ミュラー判決で示された要件は、近時、連邦通常裁判所 2004 年 4 月 26 日判決 (NZG 2004, 571; NZG 2004, 575) (ゲラティーネ判決) によって、取締役の総会決議事項に関して協働する権限は例外的に認められるにすぎず、その範囲も狭いこと、たとえば、会社構造の変更をもたらす措置については、まず、それによって株主の社員権に対して根本的に介入することになるか、つぎに会社財産の 50% を越えるものかどうかが決定的であること、そのような措置について総会決議がない場合にも対外的には有効である、という変更がなされた。これについては、拙稿「持株会社による事業統合の問題点」判タ 1158 号 143 頁以下 (2004)、高橋英治「ドイツ法における株主総会の不文の権限—ジェラティーネ判決とコンツェルン法の未来像」法学雑誌 52 巻 2 号 (2005) 所収参照。
- 25 *Maul/Muffat-Jeandet*, (Fn. 15) AG 2004, 311.
- 26 *Maul/Muffat-Jeandet*, (Fn. 15) AG 2004, 311.
- 27 *Krause*, (Fn. 17) BB 2004, 114; *Glade/Haak/Hellich*, (Fn. 18) Konzern 2004, 519. しかし、個々の場合において、増資や重要な財産譲渡の主たる目的が、公開買付の提示を失敗させることでないことが必要であるとする見解も主張されている、*Maul/Muffat-Jeandet*, (Fn. 15) AG 2004, 311.
- 28 *Maul*, (Fn. 3) NZG 2005, 153.
- 29 この委員会は委員長の名前をとりウィンター (Winter) 委員会と呼ばれ、会社に対する完全な支配権の行使を阻止する既存の仕組みを排除するには、買収者が危険資本に対する資本参加の割合に応じた議決権の数しか利用することができないとする比例原則の採用が必要である、と提案した、*zit. nach: Seibt/Heiser*, (Fn. 18) ZGR 2005, 226 Fn. 143.
- 30 フォルクスワーゲン社の株式の議決権は、最高限 20% に制限されるが、これは特別法であるフォルクスワーゲン法という法律による制限なので、透視ルールの適用を受けない。
- 31 *Maul*, (Fn. 3) NZG 2005, 154.
- 32 *Maul/Muffat-Jeandet*, (Fn. 15) AG 2004, 312.
- 33 なお、ドイツ株式法 101 条 2 項に基づく派遣権は、法律上認められたものなので、権利の所有者の同意がなければ廃止できない、*Seibt/Heiser*, (Fn. 18) ZGR 2005, 225 Fn. 138. さらに、取締役の派遣権であり、ドイツにおける監査役の派遣権には及ばないと主張されている、*Maul/Muffat-Jeandet*, (Fn. 15), AG 2004, 312; *Seibt/Heiser*, (Fn. 18) ZGR 2005, 225.
- 34 拒否権、同意を留保する権利、会社機関の地位に就く権利等が付与されている例が多いとされる。
- 35 これは、内務大臣が BAA 運輸に参加しているイギリスの要請に沿って認めた例外である。さらに、大銀行がイタリアの市場に協同組合の法形式で上場している協同組合が有する株式も、イタリアの要望を受け入れた例外であるとされる、*Seibt/Heiser*, (Fn. 18) ZGR 2005, 227.
- 36 *Krause*, (Fn. 17) BB 2004, 115 f.
- 37 *Maul*, (Fn. 3) NZG 2005, 154.
- 38 ドイツについては、もしドイツが導入しないという選択権を選択した場合 (opt-out)、ドイツの会社の株主は、会社が市場で高く評価されることを期待して防衛措置を放棄するか、あるいは防衛措置を定め、そのために起こりうる相場の値下がりや会社のイメージダウンを甘受するか決定することになる、*Krause*, (Fn. 17) BB 2004, 114 f.
- 39 *Maul*, (Fn. 3) NZG 2005, 152.
- 40 ドイツ株式法における規制によって、新株の発行は、資本の半分を超えてはならず (株式法 202 条 3 項)、新株の発行価格を不当に低い価格にすることは許されない (同 255 条 2 項参照)、*Krause*, Die Abwehr feindlicher Übernahmeangebote auf der Grundlage von Ermächtigungsbeschlüssen der Hauptversammlung, BB 2002, 1059 f.

- 41 敵対的企業買収の場合にも、上述したゲラティーン・ホルツミュラー原則（注 24 参照）が適用される、*Krause*, (Fn. 40) BB 2002, 1060 f.
- 42 *Krause*, (Fn. 17) BB 2004, 114.
- 43 *Maul*, (Fn. 3) NZG 2005, 152.
- 44 *Maul*, (Fn. 3) NZG 2005, 153.
- 45 *Maul*, (Fn. 3) NZG 2005, 154.
- 46 *Krause*, (Fn. 17) BB 2004, 116; *Maul*, (Fn. 3) NZG 2005, 155.
- 47 公開買付情報と買付文書は、株主だけでなく、対象会社を介して、その労働者（またはその代表者）に対して提供される。公開買付決定が公表された後は、買収者からも労働者（代表）に知らされる（6条2項）。さらに、対象会社は、遅滞なく公開買付に対する意見表明書を労働者（代表）送付する。場合によっては、会社に提出された就業に及ぼす効果に関する労働者代表の意見表明書も添付しなければならない（9条5項）。確かな信頼できる情報の提供によって労働者の利益を保護することが指向されている。労働者は、協議することは認められるものの株主と異なり、公開買付を拒否できることができるような特別な権利を具体的に与えられるのではなく、また公開買付に対して労働者が自己の地位をどのようにして守るかは、締結した個々の雇用契約の内容および既存の労働法上の規定に従うことになる。
- 48 指令6条3項が定める買付文書の記載事項は、(a) 買付の条件、(b) 買収者に関する事項、および、会社であるときは、会社の法形式、商号および住所、(c) 買付の対象である有価証券もしくは種類、または有価証券の種類、(d) 各有価証券または有価証券の各種類に対して提供された反対給付、および義務的買付の場合には反対給付の決定のために用いられた評価方法及び反対給付の支払方法に関する事項、(e) 第11条第4項による透視ルールに基づく権利が剥奪された場合に提供される補償と補償の支払方法および決定に用いられる方式、(f) 買収者が取得義務を負う有価証券の最低割合と最高割合または有価証券の最低数と最高数、(g) 買収者と買収者の共同行為者が保有している対象会社の株式の状況の詳細、(h) 買付に関するすべての条件、(i) 対象会社と、買付に関する限りにおいて、買収会社の将来の業務活動および雇用条件の重要な変更を含む就業者とその管理者の地位の保護に関する買収者の企図。特に買収者の両会社に対する戦略的計画および職場と所在地に対して予測されるその効果、(j) 買付の応募期間、(k) 反対給付が有価証券—あらゆる種類の一も含む場合には、当該有価証券に関する事項、(l) 買付のための資金に関する事項、(m) 買収者または対象会社と共同して行為する者に関する事項。会社の場合には、会社の法形式、商号および住所ならびに買収者との関係、および、可能である限りにおいて、対象会社との関係、(n) 買収者と対象会社の有価証券の所有者との間で買付に基づいて締結された契約が服する国の法律および裁判籍に関する事項である。
- これに対して、対象会社の取締役が作成し公表する公開買付に対する意見表明には、雇用を含む会社全体の利益に対する効果、買収者の対象会社に対する戦略的計画に対する買付の効果および職場と会社の所在地に対して見込まれる効果について記述する。これには、理由を付さなければならない（9条5項）。
- 49 *Maul/Muffat-Jeandet*, (Fn. 15) AG 2004, 234.
- 50 *Krause*, (Fn. 17) BB 2004, 116.
- 51 転換社債、株式買取権付債券（Optionsanleihen）は、引受権や交換権が実際に行使されるまでは資本を構成しないが、買取を困難にするか、またはまったく阻止できることになるので、指令の意味と目的からすれば開示を義務づけることができる、*Seibt/Heiser*, (Fn. 18) ZGR 2005, 237.
- 52 *Maul*, (Fn. 3) NZG 2005, 155.
- 53 自然人または法人が、単独または共同して、会社支配権の取得の目的を達成する場合には、すべての株式保有者に対してその株式の買付を提示しなければならない（5条）。買付価格は、買付提示前の6カ月から12カ月の間に取得した最高価額である。しかし、加盟国は、監督機関に委ねて、別の価格の決定基準を採用できる。
- 54 買収者が、対象会社の議決権のある資本および議決権の90%—95%を取得するか、あるいは買付後に議決権のある資本および議決権の90%を取得する場合、買収者は、残りの株式の所有者の株式をすべて買い取る権利をもつことができる（15条）。この権利とは逆に、買付に応ずることなく買付後も会社に残留した株主には、所有する株式を買収者に対して買い取ることを請求する権利が

認められる（16条）。

- 55 防衛措置を無力化する透視ルールにおいても、そのような防衛効果の機能をもつことがある。権利の喪失に対し相当な補償を支払わなければならないが、全体の補償額が高額になるならば公開買付を困難にさせることになり、却って防衛措置となる効果をもつことになろう。この点は、尾崎安央教授（早稲田大学）が、平成17年5月21日に開催された東京商事法研究会第230回記念大会「M & Aをめぐる法的諸問題」において、筆者の報告「ヨーロッパにおける企業買収防衛策」に対する質疑における指摘による。ここに記して貴重なお指摘に感謝します。

〈資料〉2004年4月21日 EU 公開買付指令（Richtlinie, Directive）2004/25/EC L 142/12（試訳）

目次

- 第一条 適用範囲  
 第二条 定義規定  
 第三条 一般原則  
 第四条 監督当局と適用法  
 第五条 少数株主の保護と義務的買付および相当な価格  
 第六条 買付情報  
 第七条 応募期間  
 第八条 公示  
 第九条 対象会社の指揮機関または管理機関の義務  
 第一〇条 第1条第1項の意味における会社に関する情報  
 第一一条 透視  
 第一二条 任意買付  
 第一三条 買付に関するその他の手続  
 第一四条 労働者代表への情報提供と協議  
 第一五条 少数株主の締め出し  
 第一六条 売渡請求権  
 第一七条 制裁  
 第一八条 委員会手続  
 第一九条 交渉委員会  
 第二〇条 審査  
 第二一条 指令の国内法化  
 第二二条 発効  
 第二三条 指令の名宛人

(2) 加盟国の法律に服する会社が公開買付または支配の交替の対象であり、かつ少なくとも当該会社の有価証券の一部が加盟国の規制市場での取引を許されている場合、当該有価証券の所有者の利益を保護することが必要である。

(3) 公開買付の場合に定める法律問題に関して共同体規模の明確性と透明性を創設し、かつ、共同体における企業の再編の形式が管理および経営文化における恣意的な相違によつて歪曲化されることを避けることが必要である。

(4) 加盟国の中央銀行が達成する公的利益という目的にかんがみて、公的利益が公開買付の目的であることができるものと観念することができないように思われる。若干の中央銀行の有価証券は歴史的理由から加盟国の規制市場で上場されるので、これらの有価証券を本指令の適用分野から明確に排除することが必要である。

(5) 各加盟国は、本指令で規制される公開買付を監視する複数の機関を決定し、かつ買付当事者が本指令によって発令された規定に従うことを保証するべきである。

(6) 効果的であるために、買付規制は柔軟であるべきであり、新たに生じる事態を把握でき、かつ例外と様々な規制を認めるべきである。しかし、監視当局は、原則または例外の適用および相違する規制を定める場合は、一定の一般原則を遵守すべきである。

(7) 任意な自主規制に基づく当局が監視を行うことができるべきである。

(8) 監督当局の決定は、共同体法の一般原則、とくに法的聴取請求に従い、独立の裁判所が審査できるべきである。しかし、行政または裁判所手続において監督当局に対しましては買付当事者の間で主張されることができるとは定めなければならないかどうかは、加盟国の決定に委ねるべきであ

（理由書）

(1) 加盟国の法律に服し、有価証券が一つの加盟国の規制市場での取引を許されている会社に対して社員と第三者のために加盟国において規定されている一定の保護規定は、共同体規模で同等に形成するために、条約第44条2項（g）による調整が必要である。

る。

(9) 加盟国は、有価証券所有者、とくに少数参加を有する有価証券所有者を会社における支配の交替後に保護するために、必要な措置をとるべきである。加盟国は、会社に対する支配を獲得した者が当該会社の全ての有価証券所有者に統一的に定義された相当な価格でその有価証券のすべての公開買付をすることを義務づけることによってこの保護を保障すべきである。加盟国は、有価証券所有者の利益保護のため、たとえば買収者が会社に対する支配を取得しない場合は一部買付を提示する義務、または会社に対する支配の取得と同時に買付を提示する義務のようなさらなる予防措置を規定することができなければならない。

(10) すべての有価証券所有者に買付を提示する義務は、本指令の国内法化のための国の規定の発効のときにすでに存在する支配持分に適用すべきでない。

(11) 買付の表示義務は、定時株主総会において議決権を有しない有価証券の取得には適用すべきでない。加盟国は、全ての有価証券所有者に買付をする義務は議決権を有する有価証券だけでなく、一定の条件の下でのみ議決権を有するかまたは議決権をまったく有しない有価証券にも適用できることを規定するべきである。

(12) 内部者取引の可能性を少なくするために、買収者は、買付を提示する決定をできるだけ早く公表し、かつ監督当局に買付について通知する義務を負うべきである。

(13) 有価証券所有者は、買付文書によって買付条件に関して適切に通知されるべきである。会社の労働者代表または一そのような代表者がいない場合には、一労働者自身が同様に相当な仕方でも通知されるべきである。

(14) 公開買付の応募期間が定められるべきである。

(15) 監督当局は、通常の任務を行うために、買付当事者に関連する事項について説明することを何時でも要求することができ、資本市場を監視する他の監督当局と共に効果的に共同し、当該当局に対して遅滞なく説明を与えるべきである。

(16) 対象会社の指揮または監督機関の通常でない行為を行う権限は、買付を失敗させることができる行為を阻止するために、対象会社が通常の業務執行を不相当に妨げられることがないように、

制限される。

(17) 対象会社の指揮または管理機関は、買付に対して、とくに会社の全体の利益、ことに雇用に及ぼす効果について触れる、書面による理由を付した意見表明を公表する義務を負担すべきである。

(18) 本指令が適用される会社の有価証券の自由取引および自由な議決権行使に関する現行規定の効果を強固にするために、当該会社の防衛構造と防衛の仕組みを公表し、かつ定期的に総会に報告書を提出しなければならない。

(19) 加盟国は、買収者が他の会社に対する過半数参加を取得し、これに対する完全な支配を行使する可能性を持てるように、必要な対策を講じるべきである。この目的のために、有価証券の譲渡可能性の制限、議決権制限、とくに買付期間中の任命権および複数議決権は、または株主総会が対抗措もしくは定款の変更または指揮もしくは管理機関の構成員の解任もしくは任命を買付後の最初の総会で決議する場合には、廃棄されるかまたは一時停止するべきである。当該権利の停止の結果として有価証券所有者に発生する損失について、加盟国が決めた算定方式によって適切な補償が規定されるべきである。

(20) 加盟国が会社に対して保有するすべての特別の権利は、自由な資本市場および条約の当該規定の範囲において考慮されるべきである。各加盟国の私法および公法において定められている、加盟国が会社に対して保有する特別の権利は、条約と合致できる場合には、透視ルール (Durchgriffsklausel, breakthrough rule) の規定が適用されるべきでない。

(21) 加盟国は、加盟国の会社法の異なる仕組みと構造にかんがみて、自国に住所を有する会社に、対象会社の指揮または管理機関の権限を買付期間に制限する本指令の規定、および、定款または特別な合意において定められた制限を適用できなくする本指令の規定を適用することを定める必要はない。加盟国は、この場合には、自国に住所を有する会社に当該規定を適用する少なくとも撤回可能な選択可能性を認めるべきである。欧州共同体が締約当事者である国際的取り決めにかかわらず、加盟国は、会社が当該任意規定を利用した結果その側で同様な規定を適用しない会社が行う買付の対象となる場合には、任意な規定に準じて



当該規定を適用する会社に当該規定も適用することを定める必要がない。

(22) 加盟国は、買収者が競合する買付の取扱方法、買付の結果の公表方法などの買付条件を変更できる買付が失効する時期を定め、および買付の撤回不能ならびに許される条件を定めるべきである。

(23) 買収会社または対象会社の労働者代表に対する情報の提供および協議は、各加盟国の当該の規定によって、とくに、欧州事業所委員会を設置および共同体レベルで活動する企業と企業集団における労働者への通知と協議のための手続の創設に関する1994年9月22日の理事会の指令94/45/EGの国内法化のための規定、大量解雇に関する加盟国の法律規定の調整に関する1998年7月20日の理事会の指令98/59/EG、労働者参加に関するヨーロッパ会社法の補充のための2001年10月8日の理事会の指令2001/86/EGの国内法化のために規定、および、欧州共同体における労働者への通知と協議のための一般的枠組みの構築に関する2002年3月11日の欧州議会と理事会の指令2002/14/EG—欧州議会、理事会および委員会の労働者代表に対する共同の説明によって規制されるべきである。さらに、当事業社の労働者またはその代表者は、買付が雇用に対して及ぼす予測される効果について述べる可能性を有すべきである。内部者取引と相場操縦（市場の濫用）に関する2003年1月28日の欧州議会と理事会の指令2003/6/EGの規定にもかかわらず、加盟国は、何時でも、公開買付が開始される前に、買収者の労働者代表への通知と協議に関する国の規定を適用できるかまたは導入することができる。

(24) 加盟国は、公開買付後に会社の議決権のある資本の一定比率の資本を取得した買収者に残りの有価証券の所有者にその有価証券を買収者に売却することを義務づける可能性を与えるために必要な対策を講じるべきである。それに対応して、残りの有価証券の所有者は、公開買付後に会社の議決権のある資本の一定比率の資本を取得した買収者に自己の有価証券を取得することを義務づける可能性を有すべきである。これらの締め出し手続と売渡し請求手続は、公開買付に関連する一定の条件の下でのみ適用されるべきである。加盟国は、さらに、事情が変われば、締め出しおよび売渡し手続について国の規定を適用することができ

る。

(25) 企図された措置の目的、つまり公開買付の処理について最低限度の指針を創設し、共同体全体において有価証券所有者に対し十分な保護を与えることは、国境を越える買収または国境を越える支配の取得の際に生ずる参加の透明性と法的安定性の必要性のために加盟国のレベルでは十分に達成できず、したがって措置の範囲とその効果からすれば共同体レベルの方がより良く達成できるので、共同体は、条約第5条に規定された補完性の原則（Subsidiaritätsprinzip, principle of subsidiarity）と合致して措置をとることができる。本指令は、同条で定める均衡性の原則に合致して、この目的の達成に必要な程度を越えない。

(26) 指令は、一定の一般原則および限られた数の一般的規定を定める枠組規制を創設し、各加盟国がそれを自己の法制度と文化的環境と合致する形式で詳細な規定に国内法化するために、適切な手段である。

(27) しかし、加盟国は、本指令を国内法化した国の規定に違反した場合に課せられる制裁を規定すべきである。

(28) 金融市場における新たな展開を斟酌するために、技術的な指導を行い、本指令で定めた規定に関して実施措置を講じることがその時々に必要なである。それに対応して、委員会は、若干の規定に関しては、当該措置が本指令の実質的要素を変更せず、委員会が本指令において定められた原則によって行動する限りにおいて、委員会の2001/528/EGの決定によって設置した欧州有価証券委員会が協議した後で実施措置を取ることが授權される。本指令の実施に必要な措置は、金融サービスに関する法律規定の実施のために欧州議会に対して委員会が2002年2月5日に行った説明をしかるべく配慮して、委員会に委ねられた実施権限の行使の方式の確定に関する1999年6月28日の理事会の1999/468/EGの決定によって講じられた。その他の規定に関して、加盟国と監督当局を本指令の適用の際に支援し、必要な場合には委員会に本指令の補充と変更を助言する任務を交渉委員会に委託すべきである。交渉委員会は、その場合に、加盟国が本指令に基づいて、その規制市場で行われた公開買付について有している情報を利用できる。

(29) 委員会は、欧州連合における公開買付に関

する規定の公正で均衡のとれた調整のためにプロセスを容易にするべきである。委員会は、この目的のために、本指令の改正案を適時に提案する可能性を有する。

### 第一条 適用範囲

(1) 本指令は、有価証券の全部またはその一部が、指令 93/22 EWG<sup>(1)</sup>の意味における規制市場（以下「規制市場」という）での取引が一もしくは複数の加盟国で認められている限りにおいて、加盟国の法律に服する会社の有価証券に対する株式公開買付に関して、加盟国の法律規定と行政規定および行為準則および公的権限を有する市場規制機関が定める規則（以下「規定」という）を含むその他の規制の調整のための措置を規定する。

(2) 本指令は、公衆が会社に払い込んだ資金を危険分散原則に基づいて共同して投資し、かつその持分証券を持分所有者の請求があるときは直接または間接的に当該会社の財産をもって払い戻すかまたは支払われる目的で会社が発行した有価証券に対する株式公開買付には適用されない。会社が持分証券の相場が純資産価額と著しくかけ離れていないことを保証しようとする行為は、払戻しまたは支払いと同視する。

(3) 本指令は、加盟国の中央銀行が発行する有価証券に対する公開買付には適用しない。

注(1) 有価証券サービスに関する一九九三年五月一〇日の理事会 93/22 EWG 指令 (ABl. L 141 vom 11. 1. 1993, S. 27)。欧州議会と理事会による最近の改正、指令 2002/87/EG (ABl. L 35 vom 11. 2. 2003, S 1)。

### 第二条 定義規定

本指令の意味においては、概念が次のように定義される。

(a) 「公開買付」または「買付」とは、有価証券の全部またはその一部の取得のために当該有価証券の所有者に対する（かつ対象会社自身が行うのではなく）有価証券の全部または一部の取得のための義務的買付または任意の買付であり、その買付が個々の加盟国の法律の意味における対象会社の支配の取得となるかまたは支配の取得を目的とするものをいう。

(b) 「対象会社」とは、当該会社の有価証券が買付の対象である会社をいう。

(c) 「買収者」とは、買付を提示するすべての自然人または公法上の法人もしくは私法上の法人をいう。

(d) 「共同行為者」とは、対象会社に対する支配を獲得するかまたは買付申出を成功させないために、明示もしくは黙示により、口頭もしくは書面によって行合意に基づいて、買収者または対象会社と共同する自然人または法人をいう。

(e) 「有価証券」とは、会社において議決権を付与された譲渡可能な有価証券をいう。

(f) 「買付当事者」とは、買収者、買収者が会社である場合には、買収者の指揮機関または管理機関の構成員、対象会社、対象会社の有価証券の所有者、対象会社の指揮機関もしくは管理機関の構成員またはこれらの者と共同して行為する者をいう。

(g) 「複数議決権のある有価証券」とは、特別の種類に属しかつ一票以上の権利を付与された有価証券をいう。

(2) 前項 (d) の目的のために、指令 2001/34/EG<sup>(2)</sup>第 87 条の意味における他の者によって支配される者は、相互に共同する者および当該者を支配する者と共同する者とみなす。

注(2) 有価証券の公的な取引所上場の許可および当該有価証券の公表された情報に関する指令 2001/34/EG (ABl. L 84 vom 6. 7. 2001, S. 1)。最近の改正、指令 2003/71/EG (ABl. L 345 vom 31. 12. 2003, S 64)

### 第三条 一般原則

(1) 加盟国は、本指令の国内法化のために、つぎの原則を満たすことを確保する。

(a) 対象会社の同じ種類の有価証券のすべての所有者は、同等に扱わなければならない。さらに、ある者が会社に対する支配を獲得する場合には、有価証券の他の所有者が保護されなければならない。

(b) 対象会社の有価証券の保有者が、買付に関する状況を十分に知って決定することができるために、十分な時間と必要な情報を持たなければならない。対象会社の指揮機関または管理機関は、有価証券の所有者に助言する際に、買付の実施が就業、就業条件および会社の営業の所在地に及ぼす影響について触れなければならない。

(c) 対象会社の指揮機関または管理機関は、会社全体の利益のために行わなければならない。かつ有価証券の所有者が買付を自分で判断する可能性を与えなければならない。

(d) 対象会社、買収会社または買付に関係するその他の会社の有価証券を取引する場合には、有

価証券相場を人為的に操作して価格の高下をもたらすおおよび市場の正常な機能の歪曲化によって市場をゆがめてはならない。

(e) 買取者は、買付を告知する前に、反対給付として提供される金銭支払いを完全な範囲で給付できることを保証し、かつ、その他のあらゆる種類の反対給付の払込を保証するために、すべての必要な措置を講じなければならない。

(f) 対象会社は、自己の営業活動を相当な期間を超えて有価証券に対する買付によって妨害されてはならない。

(2) 前項で列挙された原則の遵守を確保するために、加盟国は以下のことをする。

(a) 加盟国は、本指令で規定された最低要件が遵守されることに努める。

(b) 加盟国は、買付に関する補足的条件および本指令よりも厳格な規定を定めることができる。

#### 第四条 監督機関と適用法

(1) 加盟国は、買付が本指令にしたがって発令または導入された規定によって規制されるかぎりにおいて、買付の監督権限をもつ一個または複数の機関を指名する。監督機関として、官庁が指名されるか、または、個々の国の法律もしくは個々の国の法律規定により明示的に権限を与えられている官庁が承認した協会もしくは私的団体が指名されなければならない。加盟国は、指名した監督機関およびすべての付与した特別な任務について委員会に通知する。加盟国は、監督機関がその任務を中立的にかつすべての買付当事者から独立して遂行するように保障する。

(2) (a) 対象会社の有価証券が加盟国の規制市場で取引を許可されている場合には、対象会社の住所がある加盟国の監督機関は、買付を監視する権限を有する。

(b) 対象会社の有価証券がその住所地の加盟国の規制市場で取引を許可されていない場合には、会社の有価証券について規制市場での取引を許可している加盟国の監督機関が、買付を監視する権限を有する。

対象会社の有価証券が複数の加盟国の規制市場で取引を許可されている場合には、有価証券について最初に規制市場での取引を許可した加盟国の監督機関が、買付を監視する権限を有する。

(c) 対象会社の有価証券が複数の加盟国の規制市場で同時に初めて許可された場合には、対象会

社は、買付の監視権限を有する監督機関を決定し、この決定を規制市場とその監督機関に最初の営業日に通知する。

対象会社の有価証券が第二条第一項で掲げた時に既に複数の加盟国の規制市場で取引が許可され、おおよびこの許可が同時に与えられた場合には、当該加盟国の監督機関は、第二条第一項で掲げた時から四週間以内に、どの監督機関が買付の監視権限をもつか共同して確定する。監督機関が指名されない場合には、対象会社は、当該期間の経過後の最初の営業日に監視権限をもつ監督機関を決定する。

(d) 加盟国は、(c) に基づく決定が公表されることを保障する。

(e) (b) および (c) で掲げた事例においては、買付の場合に提供された反対給付、特に価格に関する問題、買付手続の問題、特に買付の提示に関する買取者の決定、買付文書の内容および買付の公示に関する通知は、権限を有する監督機関の加盟国の規定に従って規制される。対象会社の労働者の通知に関する問題および会社法上の問題については、特に、支配を創設する議決権の比率および買付の提示義務と異なる規定ならびに対象会社の指揮機関または管理機関が買付を失敗させることができる措置を講じることができる条件については、対象会社が住所を有する国の規定が適用され、その国の監督機関が権限を有する。

(3) 加盟国は、監督機関で活動するかもしくは活動していたすべての者が職業秘密の遵守義務を負うことを確保する。職業上の秘密に服する情報は、他の者または官庁にさらに公表することは許されない。ただし、法律の規定にもとづくときはこの限りではない。

(4) 本指令に基づいて指名された加盟国の監督機関と資本市場の監視当局とは、特に、有価証券の公開買付の場合または有価証券の取引の許可の場合に公表する目論見書に関する 2003 年 11 月 4 日の欧州議会と理事会の指令 93/22/EWG, 指令 2001/34/EG, および指令 2003/71/EG に従って協力し、また、本指令に基づいて公布された規定の適用のために、特に、第二項 (b) (c) および (e) で掲げた事例において必要であるときには、相互に情報を交換する。交換された情報は職業機密に属し、情報を受領する監督機関で活動するかまたは活動していた者は遵守義務を負う。協力は、本

指令の国内法化のために発令されたかまたは導入された規定に対する事実上の違反または形式的な違反に関し調査権限を有する監督当局が相当な方法で要求できる別の形式における援助と同様に、買付に関し権限を有する当局が講じた措置を実施するために必要な書類を送付することができることを内容とする。

(5) 監督当局は、任務の遂行のために必要なあらゆる権限を有する。監督当局は、自己の任務の範囲において、買付当事者が本指令に従い発令または導入した規定を遵守することも配慮しなければならない。

第三条第一項で定めた一般原則が遵守される限りにおいて、加盟国は、本指令に従って発令されたかまたは導入された規定において、本条と異なる規定をつぎに定める方法によって発令することができる。

(i) そのような例外を国の規定に定めることにより、および/または

(ii) 前号で挙げた事例または他の特別な事例を考慮するために、国の規定を適用をしない権限を監督当局に授権することにより。後者の場合には、理由を付した決定が必要である。

(6) 本指令は、裁判所または法的紛争および買付手続の間に生じた規制されていない問題に関する紛争を解決するかまたは決定する裁判所もしくは他の政府機関を指名する加盟国の権限には関係せず、かつ、買付当事者が行政訴訟または裁判を提起する権限を有するか、および、その場合の要件について確定する加盟国の権限にも関係しない。本指令は、特に、裁判所手続の開始を拒否し、ならびにそのような手続によって買付の結果に影響を受けるかどうか決定する加盟国の裁判所の権限に関係しない。本指令は、監督機関の責任または買付当事者間の訴訟に関する法的立場を決定する加盟国の権限に関係しない。

#### 第五条 少数株主の保護と強制的買付および相当な価格

(1) 自然人または法人が、単独でまたは共同行為者と共同で、第一条第一項の意味における会社の有価証券を取得し、これを自己がすでに保有している参加と共同行為者の参加に加算する場合に、直接または間接に、会社の支配をもたらす一定割合の議決権を保有することになるときは、加盟国は、この者に対して当該会社の少数株主の保護の

ため買付けを請求することを保障する。この買付は、遅滞なく、すべての有価証券所有者に対して、所有者のすべての有価証券について第四項の意味における相当な価格で提示される。

(2) 本指令に一致して、すべての有価証券保有者に対して、保有者のすべての有価証券に提示された任意買付に基づいて、支配が獲得されたときは、買付義務は負わない。

(3) 第1項の意味における支配を創設する議決権の割合および当該割合の算出方法は、会社が住所を有する加盟国の規定に従って決定する。

(4) 加盟国が定めた最低6月間で最高限12月の期間内に第1項による買付の前に買収者またはその共同者が同じ有価証券に対して支払った最高価額を相当な価格とみなす。買収者またはその共同者が、買付の公表後で応募期間が終了する前に有価証券を買付価格よりも高い価額で取得した場合、買収者は、買付を少なくとも取得した有価証券に対して支払った最高価額に引き上げなければならない。

第3条第1項による一般原則が遵守される限りにおいて、加盟国は、後段で掲げた価額を一定の前提の下でかつ明確に定められた基準に従い変更することを監督当局に授権することができる。加盟国は、このために、最高価額を訂正して引き下げるかまたは引き上げることができる要件を一覧表において決めることができる。たとえば、最高価額が買い手と売り手との間の合意で共同して定められる場合、当該有価証券の市場価額が操作された場合、市場価格が一般にまたは特別に異常な状況によって影響を受けた場合、または困窮からの企業の救済を可能にするためにする場合、である。加盟国は、これらの場合に考慮されるべき基準も定めることができる。たとえば、一定の期間における平均的市場価格、会社の清算価格または金融アナリストが一般に使用するその他の客観的評価基準である。

相当な価格の変更に関する監督当局のすべての決定が、理由づけられかつ公表されなければならない。

(5) 買収者は、反対給付として有価証券、金銭給付または両者を結合したものを提供することができる。しかし、買収者が提供した反対給付が規制市場での取引を許された流通有価証券から構成されていない場合は、反対給付は、選択的に金銭給

付を含まなければならない。

加盟国は、すべての場合に少なくとも金銭給付が提供されなければならないことを定めることができる。

(6) 加盟国は、第一項に基づく保護を補充して、当該保護手段が第一項に基づく買付の通常の過程を妨げない限りにおいて、有価証券所有者の利益を保護するためにそれ以外の手段を定めることができる。

#### 第六条 買付情報

(1) 加盟国は、買付の表明に関する決定を遅滞なく公示し、かつ監督当局に買付に関して通知することを保障する。加盟国は、監督当局に公示の前に通知しなければならないことを規定することができる。買付が公示された場合には、対象会社と買付会社の指揮機関または管理機関は、速やかに労働者代表または一労働者代表者がいない場合には一労働者自身に通知する。

(2) 加盟国は、対象会社の有価証券の所有者が状況を十分に知って決定できるようにするために、買取者が必要な情報を記載した買付文書を作成し、かつ適切な時期に公示しなければならないように配慮する。買取者は、その公示の前に買付文書を監督機関に送付する。買付文書が公示された場合には、対象会社の指揮機関または管理機関は、速やかに労働者代表または一労働者代表者がいない場合には一労働者自身に送付する。

買付文書が後段の規定により監督当局による事前の承認を必要とし、かつ、この承認が与えられている場合には、当該文書は、必要がある場合には翻訳を付して、対象会社の有価証券が加盟国の市場で取引を許可されている他の加盟国において承認されなければならないが、当該加盟国の監督機関による承認は不要である。監督当局は、当該事項が加盟国または対象会社の有価証券が市場で取引が許可されている加盟国の市場にとって特殊な事項である場合、および、買付に応募する場合および買付の終了の際に払われるべき反対給付の受領の場合に遵守しなければならない手続、および有価証券所有者に提供された反対給付に対する租税上の取り扱いに関連する場合に限り、補足事項を買付文書に含むことを要求することができる。

(3) 前項の規定による買付文書は、本規定に従い、少なくとも、以下の事項を記載しなければならない。

(a) 買付の条件

(b) 買取者に関する事項、および、会社であるときは、会社の法形式、商号および住所

(c) 買付の対象である有価証券もしくは種類、または有価証券の種類

(d) 各有価証券または有価証券の各種類に対して提供された反対給付、および義務的買付の場合には反対給付の決定のために用いられた評価方法と反対給付の支払方法に関する事項

(e) 第11条第4項による透視ルールに基づく権利が剥奪された場合に提供される補償と補償の支払方法および決定に用いられる方式

(f) 買取者が取得義務を負う有価証券の最低割合と最高割合または有価証券の最低数と最高数

(g) 買取者と買取者の共同行為者が対象会社においてすでに保有している状況の詳細

(h) 買付に関するすべての条件

(i) 対象会社と、買付に関する限りにおいて、買取会社の将来の業務活動および雇用条件の重要な変更を含む就業者とその管理者の地位の保護に関する買取者の企図。特に買取者の両会社に対する戦略的計画および職場と所在地に対して予測されるその効果

(j) 買付の応募期間

(k) 反対給付が有価証券—あらゆる種類の一も含む場合には、当該有価証券に関する事項

(l) 買付のための資金に関する事項

(m) 買取者または対象会社と共同して行為する者に関する事項。会社の場合には、会社の法形式、商号および住所ならびに買取者との関係、および、可能である限りにおいて、対象会社との関係

(n) 買取者と対象会社の有価証券の所有者との間で買付に基づいて締結される契約が服する国の法律および裁判籍に関する事項

(4) 委員会は、第18条第2項において掲げた手続に従い、前項の規定を実施するための規定を定める。

(5) 加盟国は、買付当事者が監督機関の任務を遂行するために必要な買付に関して有するすべての情報を請求があれば何時でも加盟国の監督機関に提供することを保障する。

#### 第七条 応募期間

(1) 加盟国は、買付の応募期間が買付文書の公示から二週間より短かつ一週間以上であっては

ならないことを規定する。加盟国は、第三条第一項 (f) に関する一般原則が遵守される限りにおいて、買収者が買付の終了の意図を少なくとも二週間前に予告するという条件の下で、一週間の期間を延長できることを定めることができる。

(2) 加盟国は、一定の場合において、前項で掲げた期間を変更する規定を定めることができる。加盟国は、対象会社が買付の検査のために総会を招集できるようにするために、前項で定める期間と異なる期間を認めることを監督機関に授権することができる。

#### 第八条 公示

(1) 加盟国は、対象会社、買収会社またはその他のすべての買付当事会社の有価証券について市場の透明性と完全性が保証され、およびとくに不実または欺罔された情報の公表または流布を防止するような仕方、買付が公表されることを保障する。

(2) 加盟国は、少なくとも対象会社の有価証券が規制市場での取引が許可されている加盟国における有価証券の所有者、および対象会社または買収者の労働者代表、または労働者代表がない場合には労働者自身が、迅速かつ速やかに利用できるという仕方、第 6 条によるすべての必要な情報または書類が公表されることを保障する。

#### 第九条 対象会社の指揮機関または管理機関の義務

(1) 加盟国は、第 2 項から第 5 項までの規定の遵守に努める。

(2) 対象会社の指揮機関または管理機関は、競合する買付を探すことを除いて、買付を失敗させることができる措置をとる前に、後段で掲げた期間内に、この目的のために与えられた株主総会の授権を得る。このことは、特に、買収者が対象会社の支配の取得を何時までも阻止できる有価証券の発行に妥当する。

この授権は、対象会社の指揮機関または管理機関が、少なくとも第六条第一項第一文で掲げられた買付に関する情報を取得した時から、買付の結果が公表されるかまたは買付が失効するまでの間必要である。加盟国は、対象会社の指揮機関または管理機関が、たとえば買付の提示が間近に迫っていることを気づく場合には、当該承認がそれよりも早い時期に必要なことを要求することができる。

(3) 前項後段に掲げた期間の前になされた決定に関して、部分的にしか実行されていないかまたは完全に実行されていない場合には、決定が通常の業務の過程でなされず、決定の実行が買付を失敗に終わらせることができるときは、株主総会の承認または追認が必要である。

(4) 第 2 項および第 3 項の意味における有価証券所有者の事前の授権、承認もしくは追認を求めるために、加盟国は、招集通知後二週間内には開催されないことを前提として、総会を短期間で招集できる旨の規定を設けることができる。

(5) 対象会社の指揮機関または管理機関は、会社の利益、特に雇用、および買収者の対象会社に対する戦略的計画に対する買付の効果、および第六条第三項 (1) に基づく買付文書に記載する事項と同様に、職場と所在地に対して見込まれる効果に及ぶ、理由を付した買付に対する意見表明書を作成し、公表する。対象会社の指揮機関または管理機関は、この意見表明書を同時に会社の労働者代表または一そのような代表者がいない場合には一労働者自身に送付する。就業に及ぼす効果に関する労働者代表の独自の意見表明書が、対象会社の指揮機関または管理機関に適切な時期に到達する限りにおいて、この意見表明書を添付しなければならない。

(6) 第 2 項の目的に関して、会社の組織が二重の指揮構造をとる限りにおいて、指揮機関または管理機関の概念は、会社の取締役会および会社の監査役会の両者をいう。

#### 第一〇条 第一条第一項の意味における会社に関する情報

(1) 加盟国は、第一条第一項の意味における会社が以下の事項を詳細に公開することを保障する。

(a) 加盟国の規制市場で取り引きされない有価証券を含む資本の構成、および異なる株式の種類を表示、すべての種類株式について当該種類に結合された権利と義務、当該種類株式が会社資本に占める比率に関する事項

(b) 指令 2001/34/EG 第 46 条にかかわらず、有価証券所有の制限、または会社もしくは他の有価証券所有者の承認の必要性のような有価証券の譲渡に関するすべての制限

(c) 指令 2001/34/EG 第 85 条の意味における資本に対する直接もしくは間接的な重要な参加（たとえば、ピラミッド構造もしくは相互参加による

間接所有)

(d) 特別な支配権を有する有価証券の所有者とその権利の説明

(e) 支配権が労働者によって直接に行使されない場合、労働者の資本持分における議決権支配の方法

(f) 議決権の一定の割合または一定数への制限、議決権の行使に関する時間的制限、会社との関連で有価証券に結合した金融上の権利が有価証券所有から切り離されている制度のような議決権に関するすべての制限

(g) 有価証券の譲渡および／または指令 2001/34/EG の意味における議決権を制限できる会社間の会社に知られているすべての合意

(h) 指揮または管理機関の構成員の任命と交代および会社の定款の変更に関する規定

(i) 指揮または管理機関の構成員の権限、とくに有価証券を発行するかまたは買い戻す可能性

(j) 会社が関与しかつ公開買付の結果会社において支配が変更する際に効力を生じ、変更しまたは終了する重要なすべての合意および合意から生ずる効果。会社が公表によって著しい損害を受ける合意は除かれる。この例外は、会社が別の法律規定に基づき明文規定によってそのような情報を公表する義務を負っている場合には、適用されない。

(k) 公開買付のために解雇通知されるか、根拠のある理由なしに解雇されるかまたは労働関係が終了する場合について補償を定める会社と指揮または管理機関の構成員または労働者との間の合意

(2) 前項に基づく事項は、指令 78/660/EWG 第 46 条および指令 83/349/EWG 第 36 条の意味における会社の附属明細書で公開しなければならない。

(3) 加盟国は、有価証券が加盟国における規制市場での取引が許された会社においては、指揮または管理機関が年次総会に第 1 項で掲げられた事項に関して説明した報告書を提出することを配慮する。

### 第一一条 透視

(1) 他の共同体法及び第 1 条第 1 項で掲げられた会社に対する義務にかかわらず、加盟国は、第 2 項から第 7 項までの規定が買付公告後に遵守されることを保証する。

(2) 対象会社の定款で規定された有価証券の譲渡に関する制限は、第 7 項第 1 項で定めた買付の応

募期間の間は買取者に適用しない。

本指令の承認後に対象会社と対象会社の有価証券所有者との間で締結された契約上の合意または対象会社の有価証券所有者間で契約上合意された有価証券の譲渡に関する制限は、第 7 項第 1 項で定めた買付の応募期間の間は買取者に適用しない。

(3) 対象会社の定款で規定された議決権の制限は、第 9 条によって対抗措置に関して決議する株主総会において効力を有しない。

本指令の承認後に対象会社と対象会社の有価証券所有者との間で締結された契約上の合意または対象会社の有価証券所有者間で契約上合意された議決権の制限は、第 9 条により対抗措置について決議する株主総会において効力を有しない。

複数議決権を有する有価証券は、第 9 条により対抗措置について決議する株主総会において一票の権限を有するにすぎない。

(4) 買取者が買付後に議決権のある資本の 70 パーセント以上を保有する場合、有価証券の譲渡に関する制限、第 2 項と第 3 項による議決権の制限および対象会社の定款に規定された指揮機関または管理機関の構成員の任命もしくは解任に対する社員の特別な権利は、定款を変更するためまたは指揮機関もしくは管理機関の構成員を任命または解任するため、買取者が買付終了後に招集する最初の株主総会で適用されず、複数議決権を有する有価証券は一票の権限を有するにすぎない、

買付者は、この目的のために、招集後 2 週間内に開催されることを前提として、株主総会を短い期間で招集する権利を有する。

(5) 第 12 条第 2 項、第 3 項または／および第 4 項にもとづく権利が停止する場合、当該権利の所有者は発生した損失に対して相当な補償を受ける。加盟国は、保証の基準と支払形式を定める。

(6) 第 3 項と第 4 項の規定は、議決権制限が特別な金銭上の利益によって補償される有価証券に適用しない。

(7) 本条は、ある加盟国が条約に合致する特別利益を当該国に認める対象会社の有価証券を所有する場合には適用しない。さらに、条約に合致する国の法律によって与えられる特別な権利および協同組合に適用しない。

### 第一二条 選択可能な規定

(1) 加盟国は、管轄地内に住所を有する第 1 条第

1 項の意味における会社に第 9 条第 2 項と第 3 項および／または第 11 条を適用することを命じない権利を留保することができる。

(2) 加盟国が前項で掲げた選択権を行使する場合、加盟国は、管轄地内に住所を有する会社に第 11 条第 7 項にはかかわりなく、第 9 条第 2 項と第 3 項および／または第 11 条を適用する撤回ができる選択可能性を認める。

会社の決定は、会社が住所を有する加盟国の法律および定款変更に関する規定に従い、株主総会によって行われる。決定は、会社が住所を有する加盟国の監督当局および有価証券が規制市場での取引を許可されているかまたはそのような許可が申請された加盟国のすべての監督当局に通知される。

(3) 加盟国は、国の法律によって定められた条件の下で、第 9 条第 2 項と第 3 項および／または第 11 条を適用する会社が、同じ条文を適用しない会社かまたは指令 83/349/EEG 第 1 条の意味における後者の会社によって直接または間接的に支配される会社によって行われた公開買付の対象になる場合、これらの規定の当該会社に対する適用を免除することができる。

(4) 加盟国は、それぞれの会社に適用される規定を遅滞なく公表することを保障する。

(5) 第 3 項に従って行われる措置は、第 6 条第 1 項に従ってなされる買付の公表から 18 月を越える前になされる対象会社の株主総会による授権が必要である。

### 第一三条 買付に関するその他の手続規定

加盟国は、さらに、以下の事項を規制する規定を定める。

- (a) 買付の失効
- (b) 買付の変更
- (c) 競合する買付
- (d) 買付結果の公表
- (e) 買付の撤回ができないことおよび許される条件

### 第一四条 労働者代表への情報提供と協議

本指令は、労働者代表への通知と協議に関する規定および、加盟国が定めている場合には、買収者一および当該の加盟国の国の規定、とくに指令 94/45/EEG、指令 98/59/EEG、指令 2001/86/EEG および指令 2002/14/EEG の国内法化のための規定による対象会社一の労働者の共同決定の適用を妨げな

い。

### 第一五条 少数株主の締め出し

(1) 加盟国は、対象会社のすべての有価証券所有者に対する買付後に、第 2 項から第 5 項までの規定をそのすべての有価証券に適用することを保証する。

(2) 加盟国は、残っている有価証券所有者すべてに対してその有価証券を相当な価格で買収者に売り渡すよう要求できることを保証する。加盟国は、以下のいずれかの状況が存在する場合、かかる権利を導入する。

(a) 買収者が対象会社の議決権のある資本の少なくとも 90 パーセントおよび対象会社の議決権の 90 パーセントに相当する有価証券を有するか、または

(b) 買収者が、買付に応募した後に、対象会社の議決権のある資本の少なくとも 95 パーセントおよび買付にかかわる議決権の 90 パーセントに相当する有価証券を取得するかまたは契約上確定されたそのような有価証券を取得する義務を負っている場合である。

加盟国は、(a) の場合に議決権のある資本の 95 パーセントおよび議決権の 90 パーセントを越えない範囲で、加重された基準を定めることができる。

(3) 加盟国は、いつ基準が達成されたか算定できる規定が有効であることを保証する。

対象会社が複数の種類の有価証券を発行したときは、加盟国は、第 2 項で規定された基準が満たされた種類の有価証券においてのみ締め出し権を行使できることを定めることができる。

(4) 買収者は、締め出し権の行使を意図する場合、第 7 条で掲げられた買付の応募期間の経過後 3 月以内に行使しなければならない。

(5) 加盟国は、相当な代償が保証されることを確保する。代償は、買付の反対給付と同一の形式でなされるかまたは金銭給付で行わなければならない。加盟国は、少なくとも金銭給付を選択的に申し出なければならないことを定めることができる。

任意買付の場合に、第 2 項 (a) および (b) において規定した事例においては、買付において申し出た代償額は、買収者が買付申出の応募によって買付にかかわる議決権のある資本の少なくとも 90 パーセントに相当する有価証券を取得したと



きは、相当なもののみなす。

義務的買付の場合に、買付において申し出た反対給付額は、相当なもののみなす。

#### 第一六条 売渡請求権

(1) 加盟国は、対象会社の有価証券の全ての所有者に対してなされた買付後に、第2項および第3項の規定をその有価証券のすべてに対して適用することを保証する。

(2) 加盟国は、会社に留まった有価証券の所有者が、買取者が自己の有価証券を第15条第2項の条件の下で相当な価格で買い取るよう要求できることを保証する。

(3) 第15条第3項から第5項までの規定を準用する。

#### 第一七条 制裁

加盟国は、本指令の国内法化に関する各加盟国の規定に違反する場合に課さなければならない制裁を定め、その実施を保証するために必要なあらゆる措置を講じる。制裁は、有効で、相当でかつ威嚇的でなければならない。加盟国は、当該規定を遅くとも第21条第1項で規定する時に、およびその事後的な変更についてはできるだけ早い時期に委員会に通知しなければならない。

#### 第一八条 委員会手続

(1) 委員会は、2001/528/EGの決議で設置されたEU有価証券委員会（以下「委員会」という）により支援される。

(2) 本項が参照される場合、1999/468/EGの決定第5条と第7条が、この手続によって定められた施行措置が本指令の実質的規定を変更しない限りにおいて、第8条を遵守して、適用される。

1999/468/EGの決定の第5条第6項で規定された期間は、3カ月と定められる。

(3) すでに発令された実施措置とかわりなく、本指令の発効後4年は、技術的規定の採用と第2項で掲げる手続による決定が定める規定の適用は、一時停止する。欧州議会と閣僚理事会は、当該規定を委員会の提案によって条約第251条に掲げる手続によって更新することができ、上記の期間の終了前にこの目的のために再調査することができる。

#### 第一九条 交渉委員会

(1) 以下の任務をもつ交渉委員会を設置する。

(a) 本指令の適用に関連して生ずる、特に実務上の問題を審議する定例会議による本指令の統一の適用を容易すること。条約第二二六条および第二二七条の適用は妨げない。

(b) 必要な場合には、本指令の補充または変更に関する委員会に助言すること。

(2) 個別事例において監督当局が下した決定の判断は、渉外委員会の任務ではない。

#### 第二〇条 審査

委員会は、第二一条第一項で掲げた時から五年後に、本条の適用の際に得られた経験に基づいて本指令を審査し、必要であれば、その改正を提案する。この審査は、支配構造および本指令の適用範囲に入らない公開買付に関する買収の障害の調査を含む。

加盟国は、この目的のために、規制市場で有価証券の取引が許可されている会社に対して行われた公開買付に関する報告を毎年委員会に行う。この報告は、当事会社の国籍、買付の結果および公開買付が実務において行われている方法の理解に役立つすべてのその他の情報を含む。

#### 第二一条 指令の国内法化

(1) 加盟国は、本指令に遅くとも2006年5月20日に従うために必要な法律規定および行政規定を定める。加盟国は、それについて遅滞なく委員会に通知する。

加盟国が、これらの規定を公布する場合には、当該規定において本指令を参照するかまたは公報紙において明示的に指示する。加盟国は、当該指示に関する詳細について定める。

(2) 加盟国は、本指令が適用される地域で発令される主要な国内の法律規定の文言を委員会に通知する。

#### 第二二条 発効

本指令は、*欧州共同体官報*に公示した日から20日後に発効する。

#### 第二三条 指令の名宛人

本指令は、加盟国を名宛人とする。